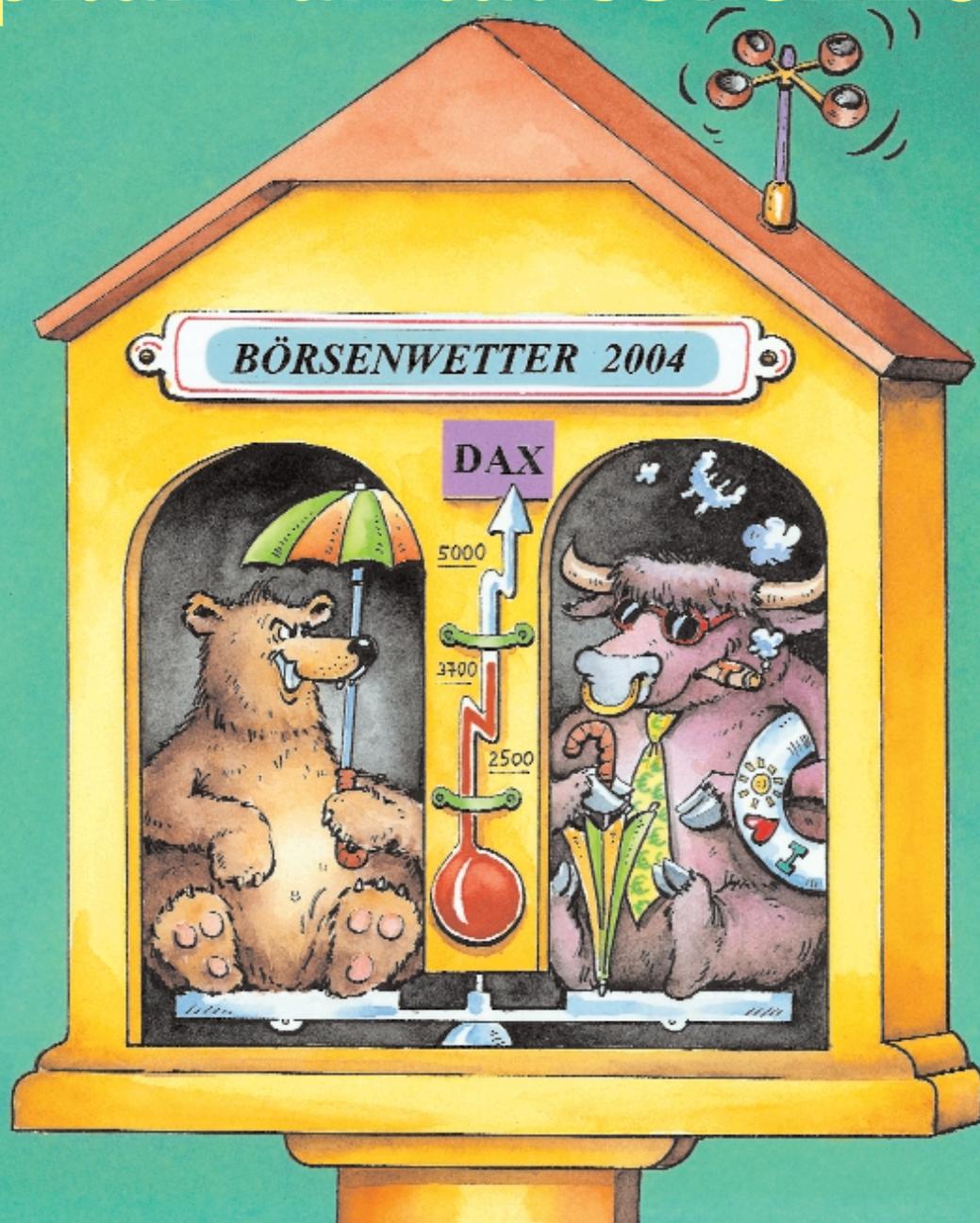


Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Kapitalmarktausblick 2004



RUßLAND:

Die Aussichten nach der Yukos-Affäre

CHINA VERSUS USA:

Mehr als nur ein Favoritenwechsel

HEDGEFONDS:

Neue Freiheiten in Deutschland



Editorial

Von Erdlöchern und Trickereien



Ralf Flierl,
Chefredakteur

„Wer in einem Erdloch sitzt, soll aufhören zu graben.“ Mit diesem Rat wies Donald Rumsfeld die Länder des alten Europas kurz vor dem Irak-Krieg in die Schranken. Wer hätte aber gedacht, daß auch Saddam Hussein sich diesen Rat zu Herzen genommen hat und somit von US-Soldaten in einer Grube nahe seiner Geburtsstadt Tikrit gefaßt werden konnte. Eigentlich wäre dieses Ereignis, welches genau am Redaktionsschluß passierte, gar kein Thema für ein Magazin wie den Smart Investor, und dennoch sind es vor allem die Reaktionen auf Saddams Festnahme, die uns aufhorchen lassen sollten. Denn sie wurde als Sieg der USA bzw. der Bush-Regierung gefeiert. Sieg über was? Über den Terrorismus? Über das Böse? Der US-Historiker Allan Lichtman kommentierte nur einen Tag später: „Wir können die Wahlen nun ebenso gut gleich absagen.“ Überhaupt läuft derzeit sehr viel nach dem Geschmack des amtierenden US-Präsidenten, schließlich scheint auch die Konjunktur anzuspriegen, und der Dow Jones notiert auf Jahreshoch.

Dabei ist alles, was Bush zum Gewinn seiner nächsten Wahl verhelfen soll und vermutlich auch verhelfen wird, bei genauerem Hinsehen nur

Illusion. Mit der Festnahme Saddam Husseins wurde weder der Terrorismus beendet noch kehrt damit Ruhe im Irak ein. Die US-Wirtschaft gehört zwar rein statistisch gesehen zu den am meist wachsenden Nationen dieser Welt, bei näherem Hinsehen jedoch zeigt sich, daß das, was nach Bereinigung um alle statistischen Trickereien vom dortigen Aufschwung noch übrig bleibt, mit einem gigantischen Zuwachs bei der Staatsverschuldung erkaufte wurde. Selbstredend muß dann natürlich auch die Qualität des Dow Jones-Anstiegs hinterfragt werden.

Wir sehen es als eine Mission des Smart Investor, all diese Punkte verständlich herauszuarbeiten und immer wieder zu benennen. Denn nur wer die Prinzipien hinter den Details zu erkennen vermag, kann sich langfristig richtig positionieren. So kam es auch zum Artikel „China versus USA – mehr als nur ein Favoritenwechsel“ auf Seite 9, in dem ganz klar aufgezeigt wird, daß die USA in wirtschaftlicher Hinsicht ihren Zenit längst überschritten haben und daß die Musik in einigen Jahren vermutlich in China spielen wird. Sicherlich kann man diese These in letzter Zeit sehr häufig hören, um so mehr erstaunt es dann, daß trotz dieses scheinbaren Allgemeinwissens die US-Aktien nach wie vor so überbeuert sind.

Sehr analytisch geht es bei unserem Kapitalmarkt-ausblick für das Jahr 2004 zu, aber das dürften Sie als treuer Leser inzwischen von uns gewohnt sein. Und daß am Ende eine Dax-Prognose herauskommt, die meilenweit von der Durchschnittsprognose entfernt liegt, dürfte Sie ebenfalls nicht überraschen. Denn gemäß den Antworten auf unsere Leserumfrage aus dem letzten Heft ist dies genau ein Punkt, der von uns erwartet wird, nämlich die Unabhängigkeit vom Mainstream.

Frohe Weihnachten und einen guten Rutsch ins neue Jahr wünscht Ihnen



Aktie der Oklahoma Oil mit Original-Signatur von J. Paul Getty, Preis: 1250 Euro



Faszination Historische Wertpapiere

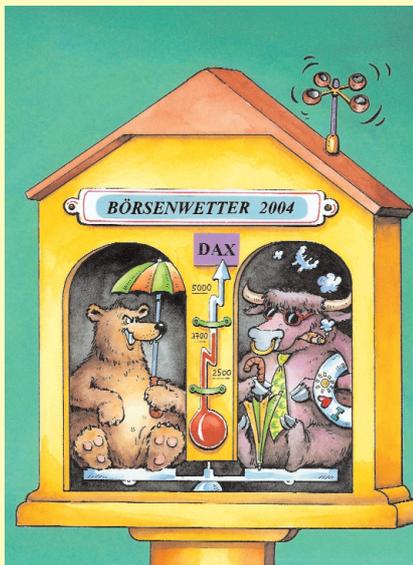


Aktie der Wilmington and Northern Railroad mit Original-Signatur von Henry A. Du Pont, Preis: 295 Euro



Sichern Sie sich jetzt Ihren Finanzautographen!

HWPB AG
Ingelsberg 17b
85604 Zorneding
Tel.: 08106 - 24 61 86
Fax: 08106 - 24 61 88
Email: schmitt@hwph.de



*Titelstory:
Kapitalmarktausblick 2004*

Nach zwei desaströsen Jahren in Folge konnten die weltweiten Börsen seit den Tiefs im März eine beeindruckende Rally hinlegen. Doch wohin geht die Reise von diesen neuen Niveaus aus? Ob es in diesem Stil auch im kommenden Jahr so weitergehen kann, das erfahren Sie auf den Seiten 26 bis 28.



*Russischer Aktienmarkt bleibt
Outperformer, von Andreas Männicke*

Die russische Börse steht zweifellos unter dem stringenten Einfluß der Politik. Das wurde nicht erst mit der Yukos-Krise einmal mehr deutlich sichtbar. Aber dennoch: Eine Verdoppelung des Aktienindex hält Börsenbriefherausgeber Andreas Männicke auf Sicht der nächsten fünf Jahre für möglich. Ab Seite 6.



Bericht vom 2. Goldbriefseminar & Interview mit Investmentlegende Harry Schultz

Ende November fand in München das 2. Goldbrief-Seminar statt. Hochkarätige Redner wie Uwe Bergold, Marc Faber, Roland Leuschel, Johann Saiger und Harry Schultz ließen die Teilnehmer auf ihre Kosten kommen. Impressionen hiervon sowie ein Interview mit Harry Schultz finden Sie auf den Seiten 12 bzw. 14.

Märkte

- 6** Russischer Aktienmarkt bleibt Outperformer; von Andreas Männicke, Mitherausgeber des Moskauer Börsenbriefes
- 9** China versus USA – mehr als nur ein Favoritenwechsel
- 12** Im Schatten des Edelmetallglanzes – Impressionen vom 2. Goldbrief-Seminar 2003
- 14** „Nur eine Reaktion im übergeordneten Bärenmarkt“, Interview mit US-Investmentlegende Harry Schultz
- 16** Nur eine Vision oder schon bald Realität? – Studie zur Goldpreisentwicklung von Dresdner Kleinwort Wasserstein

Hintergrund

- 18** Hedgefonds – weder Teufelszeug noch Allheilmittel
- 21** **Derivate:** Hedgefonds-Zertifikate in der Schwebe
- 22** **Prinzipien des Marktes:** Volatilität
- 24** Nicht auf Lücke gesetzt! – Auswertung der Leserbefragung

Research

- 26** **Titelstory / Das große Bild:** Kapitalmarktausblick 2004
- 30** **Relative Stärke:** Die Märkte im Griff der Währungen
- 31** **Sentimenttechnik:** sentix
- 32** **Aktie im Blickpunkt:** Silver Standard Resources – Substanz, Wachstum und hoher Hebel bei überschaubarem Risiko
- 34** **Externe Analyse:** Heidelberger Druckmaschinen AG – „New Heidelberg“ birgt langfristig Potential“
- 36** **MoneyTalk:** Norbert Lang, Finanzvorstand von United Internet
- 38** **Buy & Good Bye:** Norilsk Nickel und Intershop
- 39** **Turnaround:** comdirect bank AG – aufwärts im Windschatten der Börsen
- 40** **Musterdepot:** Endaufstellung angenommen

Potpourri

- 41** **Interview mit einem Investor I:** „Viele Hedgefonds-Manager wissen nicht mal, warum sie irgendwann erfolgreich waren“; William Gianopoulos, Hedgefonds-Manager bei Aegis Funds
 - 42** **Interview mit einem Investor II:** „Auf einen Track Record von mindestens 5, besser aber 7 bis 10 Jahren achten“; Dr. Marcel Giacometti, Präsident der US-Vermögensberatung Auda
 - 43** **Kolumne:** „Bewegungsdynamik – ohne sie geht nichts“ von Uwe Wagner
 - 44** **Buchbesprechung:** „Praxisratgeber Hedgefonds“ von Thomas Schumm und Roland Lang
 - 46** **Zitate:** Über die Politik und damit die Menschen, die derzeit die Weichen unserer aller Zukunft stellen
-
- 45** **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 2/2004
Impressum

Russischer Aktienmarkt bleibt Outperformer

Moskauer Börse geprägt durch politische Einflüsse +++ Yukos-Affäre verunsichert westliche Anleger +++ Ölpreis bleibt von Bedeutung

Von Andreas Männicke*



Andreas Männicke

Die Moskauer Börse geriet in den letzten Wochen durch die Inhaftierung des reichsten Russen, Michail Chodorkowski, in die Schlagzeilen der Weltfinanzpresse. Angeblich hatte der Ex-Yukos-Chef vor den Dumawahlen die oppositionellen Parteien unterstützt, und er wurde auch unter der Hand als Präsidentschaftskandidat für das Jahr 2008 gehandelt. Dieser „politische Affront“ gegen den Präsidenten Wladimir Putin hatte fatale Folgen – auch für das Ansehen des russischen Kapitalmarktes, der sich gerade

auf dem besten Weg befand, international als „salonfähig“ eingestuft zu werden. Moody's Hochstufung um zwei Stufen auf „Baa3“ und mithin „Investment-Grade“ schien die Tür auch für die konservativen ausländischen Anleger wie amerikanische Pensionsfonds zu öffnen. Auch der Einstieg von BP beim viertgrößten russischen Ölwert TNK mit einem Investitionsvolumen von 7,5 Mrd. US-\$ wurde zuvor als positives Signal gewertet.

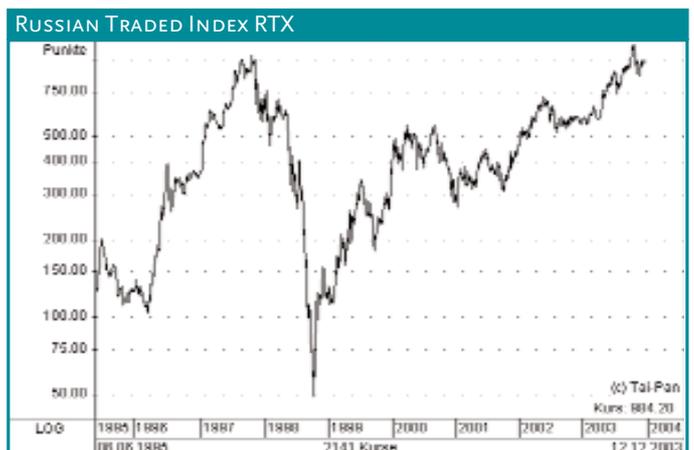
Die Yukos-Affäre

Der RTS-Index, einer der vielen russischen Börsenbarometer, erreichte im Oktober dieses Jahres bei 650 Indexpunkten mit einem Kursplus von über 70 % vor der Yukos-Affäre sogar einen neuen historischen Höchstkurs. Seit der Finanzkrise im Jahr 1998 hatten sich die Kurse damit im Durchschnitt mehr als verzehnfacht. Seit Oktober 2003 brachen zwar sie infolge der Ungewißheit über die Yukos-Aktien und der Infragestellung Rußlands als Rechtsstaat um über 20 % ein, was aber bis Mitte Dezember immer noch ein Kursplus von über 50 % seit Jahresbeginn bedeutete. Noch mehr kam zuletzt der Kurs von Yukos unter die Räder, der wie ein Stein von 55 auf zuletzt 34 Euro fiel. Die Turbulenzen auf der Hauptversammlung am 28. November, bei der die Fusion mit Sibneft zum nach der Produktion viertgrößten Ölkonzern der Welt überraschend gestoppt

wurde, beschleunigten den Kursverfall der ehemaligen Vorzeigekatie. Angeblich schuldet Yukos dem Staat über 5 Mrd. US-\$ nicht gezahlte Steuern durch unerlaubte Transferpreise mit Offshore-Tochtergesellschaften. Geklärt ist dieser Vorwurf durch Gerichte ebenso wenig wie die angebliche Steuerhinterziehung von Chodorkowski in Höhe von 1 Mrd. US-\$. Die Anklageschrift der Staatsanwaltschaft gegen den noch in Untersuchungshaft sitzenden Multi-Milliardär hat immerhin einen Umfang von 40.000 Seiten.

Die politische Situation

Die Dumawahlen am 7. Dezember brachten das erwartete Ergebnis. Die kremlnahe Partei „Vereintes Rußland“ bekam (mit 37,09 %) unter der Führung des amtierenden Innenministers Boris Gryslow vor der „Kommunistischen Partei“ (mit 12,7 %), die unter Gennadij Sjuganow gewaltig Stimmen verlor, die meisten Stimmen. Gryslow soll auf der ersten konstituierenden Sitzung schon am 27. Dezember zum neuen Dumapäsidenten gewählt werden. Einen starken Stimmenzuwachs bekam der aus Ex-Kommunisten und Militärs neu gebildete, vaterländische Wahlblock „Rodina“ (= Heimat, mit 9,1 %), der konsequent gegen die Oligarchen vorgehen will. Die rechtsradikale, nationalistische „Liberaldemokratische Partei“ konnte unter dem Politik-Clown Wladimir Schirinowski (mit 11,6 %) ebenfalls kräftig Stimmen hinzugewinnen und als drittstärkste Kraft klar ins Parlament einziehen, während die oppositionellen westlich orientierten, demokratischen Reformparteien „Union der rechten Kräfte“ unter Boris Nemtsow und die „Jabloko-Partei“ unter Grigorij Jawlinski klar abgeschlagen nicht einmal die obligatorische 5 %-Hürde überspringen konnten und nur durch einige Direktmandate ins Parlament einzogen. Insofern geht auch Putin gestärkt aus der Wahl hervor, da die Abstimmung auch als eine Wahl für den Präsidenten gewertet werden kann und „seine“ Anhänger die Mehrheit im Parlament haben. Die Wahlbeteiligung war mit knapp



*Andreas Männicke ist Geschäftsführer der ESI East Stock Informationsdienste GmbH, Berater der KREMLIN AG und Mitherausgeber des Moskauer Börsenbriefes (www.kremlin-ag.de).

10 AUSSICHTSREICHE RUSSISCHE AKTIEN*

AKTIE	WKN	BRANCHE	MARKTKAPITAL. IN MRD. US-\$	KGVO3	KURS IN EURO AM 12.12.03
STANDARDWERTE					
GAZPROM ADR	903276	GAS/ÖL	30,2	10,4	20,4
SURGUTNEFTEGAZ	904596	ÖL/GAS	18,2	5,4	23,85
LUKOIL	899954	ÖL/GAS	17,7	9,5	75,0
NORILSK NICKEL	676683	ROHSTOFFE	11,2	10,3	49,5
VIMPEL COM	903602	TELEKOM	3,5	15,8	55,0
TATNEFT	904282	ÖL/GAS	2,1	7,8	17,6
SMALL UND MIDCAPS					
GUM	901611	KONSUM	0,109	6	2,96
WIMM BILL DANN	534436	KONSUM	0,869	24	13,5
AVTOVAZ	576848	AUTOMOBIL	0,639	9,1	21,0
AEROFLOT	634381	LUFTFAHRT/TOUR.	0,326	5	52,0

*notieren alle im Freiverkehr an deutschen Börsen als ADR oder GDR
Quelle: ESI East Stock Infodienste

über 50 % von 110 Mio. Wahlberechtigten aber relativ gering. Die Moskauer Börse reagierte auf das Wahlergebnis zunächst verhalten positiv, da es bereits erwartet worden war.

Politisierte Kurse bis zu den Präsidentschaftswahlen

Am 14. März nächsten Jahres finden die Präsidentschaftswahlen statt, und bis dahin werden die Kurse an der Moskauer Börse „politisiert“ bleiben. Auch fortgesetzte Terroranschläge von Tschetschenen wie am 5. Dezember im Zug und am 9. Dezember in Moskau vor dem Hotel National sind nicht auszuschließen, was zeigt, daß das Tschetschenienproblem noch nicht politisch gelöst ist. Wird dies der Fall, ist Kaufzurückhaltung geboten. Kaum einer zweifelt jedoch an der Wiederwahl von Putin im März 2004, da keine Alternativen sichtbar sind und Putin zudem die Medien in der Hand hat. Zudem hat er auch Erfolge vorzuweisen, die dann auch wieder in den Vordergrund der Analysen kommen sollten. Die Makrodaten können sich in diesem Jahr wahrlich sehen lassen: Ein BSP-Wachstum von etwa 6-7 %, ein Handelsbilanzüberschuß von über 50 Mrd. US-\$, Rekordwährungsreserven von über 65 Mrd. US-\$, eine Verschuldungsquote von nur noch 45 % Staatsverschuldung zum BSP und sogar ein Haushaltsbilanzüberschuß von über 4 Mrd. US-\$ können auf der Aktivseite der wirtschaftlichen „Erfolgsbilanz“ verbucht werden. Gut die Hälfte der guten Makrodaten ist aber auf den hohen Ölpreis zurückzuführen, der die russische Wirtschaft nach wie vor nachhaltig beeinflusst. Kritisiert wird von der Opposition aber der Zentrismus, die mangelnde Pressefreiheit, die Bürokratie, die zuweilen willkürlichen Verwaltungsakte und der Zweifel an der Unabhängigkeit der Gerichte. Auch die zuletzt wieder deutlich zunehmende Kapitalflucht spricht nicht für das Vertrauen der Oligarchen in das eigene Land. Dennoch genießt Putin im In- und Ausland auch nach der Chodorkowski-Inhaftierung, was als „Politikum“ gewertet wird, großes Ansehen, obwohl im Ausland – so die Befürchtung – ein vom KGB kontrollierter Polizeistaat unter dem Pseudonym einer (allein von Putin) „gelenkten Demokratie“ mittelfristig keine Anerkennung finden würde. Es bleibt also abzuwarten, wohin die Putin-Reise gehen soll, wobei von ihm selbst marktwirtschaftliche Prinzipien hochgehalten werden.

Weiterhin Reformbedarf

Nachdem in der letzten Legislaturperiode die Verwaltungs-, Steuer- und Bodenreform als Pluspunkte aufgezeigt werden können, soll in der nächsten Legislaturperiode die Banken- und Energiereform

vorangetrieben werden, was auch dringend notwendig ist. Bei der Bankenreform soll ein Einlagensicherungsfonds für mehr Sicherheit für Anleger sorgen, und der Rubel soll konvertierbar gemacht werden. Im Zentrum der Reformen stehen im Rahmen der Energiereformen auch die beiden Monopolisten Gazprom und Unified Energy System, die beide früher oder später zerschlagen werden sollen, um einen liberalisierten Energiemarkt zu schaffen. Gerade auf das „Wann“ und das „Wie“ wird es aber den Anlegern ankommen. Bei beiden Unternehmen ist der Staat noch maßgeblich beteiligt, so daß ein gewisser politischer Einfluß gewahrt bleibt. Bei Gazprom, an der die deutsche Ruhrgas AG zu 6,5 % beteiligt ist, sollen im nächsten Jahr auch die Originalaktien bis zu 20 % für Ausländer erwerbbar sein, was bis

her nicht möglich ist. Dann dürfte sich auch der hohe Kursaufschlag der an deutschen Börsen handelbaren Gazprom-ADR (ADRs sind Hinterlegungszertifikate bei der Bank of New York) gegenüber den Originalaktien verringern. Gegenwärtig muß der Anleger für die ADR noch den doppelten Preis zahlen. Gazprom wird aufgrund der hohen Exporterlöse in diesem Jahr voraussichtlich einen Rekordgewinn von über 5 Mrd. US-\$ ausweisen, obwohl die inländischen Gaspreise noch subventioniert werden.



Rohstoffaktien bleiben erste Wahl

Neben den Energiegiganten sollten auch weiterhin Rohstoffaktien und mithin die Rohstoffpreise Beachtung finden. Abzuwarten bleibt, ob die Fusion von Yukos und Sibneft tatsächlich nicht zustande kommt und ob Yukos tatsächlich Steuern in beträchtlichem Umfang nachzahlen muß. Ist dies der Fall, könnte der lachende Dritte entweder LUKoil oder Surgutneftegaz sein. LUKoil erhofft sich in Zukunft erheblich Potentiale im Irak und im Kaspischen Meer. Chevron will mit LUKoil in einem Joint Venture intensiv zusammenarbeiten und sich auch an LUKoil beteiligen. Mittel- bis langfristig wird sicherlich auch Yukos wieder von westlichen Öl-Multis wie ExxonMobil umworben werden, sobald die gegenwärtig belastenden Momente wegfallen. Surgutneftegaz ist zwar mehr inlandsorientiert, schiebt aber über 6 Mrd. US-\$ Cash vor sich her, was alle Optionen offen läßt. Mit einem KGV von 3 bis 4 optisch wesentlich preiswerter sind die kleineren Öl-Aktien Tatneft und Bashneft, wobei Tatneft zwar höhere Schulden hat, aber wesentlich liquider als Bashneft gehandelt wird. Die Halbjahreszahlen 2003 von Tatneft enttäuschten je-



doch, Es wird darauf ankommen, daß die Schulden weiter abgebaut und die Raffineriekapazitäten möglichst schnell ausgeweitet werden. Die Ölqualität von Tatneft und Bashneft ist allerdings schlechter als bei den vorgenannten Öl-Blue-Chips. Werden die Corporate Governance-Probleme aber gelöst, haben auch Tatneft und Bashneft noch erhebliches Kurspotential. Beachtenswerte kleinere ausländische Ölwerte, die in Rußland im Ölsektor erfolgreich eine Nische finden, sind Dragon Oil, Sibir Energy und Teton Petroleum Corporation (USA). Alle Ölunternehmen werden aber im nächsten Jahr durch höhere Abgaben an den Staat belastet werden. Wer neben Rohstoffen wie Nickel, Palladium und Kupfer auch auf Gold setzen will, sollte weiterhin in Norilsk Nickel investieren, obwohl sich der Kurs bereits mehr als verdoppelt hat. Norilsk Nickel will weiterhin russische Goldunternehmen aufkaufen. Der Nettogewinn dürfte in diesem Jahr über 1 Mrd. US-\$ betragen, obwohl der in den USA übernommene Palladiumproduzent Stillwater noch Verluste meldet.

Telekommunikation und Konsum

Ebenso zufrieden können die Anleger mit den Mobilfunkaktien Mobile Telesystems und Vimpel Com sein, deren Kurse sich 2003 ebenfalls mehr als verdoppelten. Beide Unternehmen, die jeweils vor kurzem den zehnmillionsten Kunden feiern durften, weisen ansehnliche Wachstumsraten bei Umsätzen und Gewinnen auf, und beide Unternehmen expandieren jetzt sehr stark in den Regionen. Eine Alternative zu den Standardwerten ist die auch im Internetbereich aktive Golden Telecom. Auch regionale T-Aktien wie Uralsvyasinform weisen gute Fundamentaldaten auf und wachsen vor allem im Mobilfunksektor. Die Zukunft von Rostelecom, an der die Alfa Bank Interesse zeigt, ist jedoch ungewiß, da das Monopol für Ferngespräche nur noch zwei Jahre andauern soll. Neben den Rohstoff- und Telekomunternehmen sollten auch Konsumwerte wie der Automobilwert Avtovaz, das Kaufhaus GUM, das Lebensmittelunternehmen Wimm Bill Dann, die Fluggesellschaft Aeroflot und die Brauerei Sun Interbrew Beachtung finden, zumal der Konsum in diesem Jahr um 10 % anzog.

Pre-ADR-Trading

Besonders aussichtsreich erscheint weiterhin das sogenannte „Pre-ADR-Trading“, also der Erwerb von russischen Aktien direkt im „Russian Trading System“ (RTS) vor Einführung als GDR oder ADR an Auslandsbörsen. Die nächsten attraktiven ADR/GDR-Kandidaten sind der Stahlwert Severstal, der Maschinenbauwert Power Machines und die Brauerei Baltika. Das Musterdepot des Moskauer Börsenbriefes mit RTS-Aktien, die nur in Rußland gehandelt werden, weist immerhin ein Plus von über 1.300 % seit Mitte 1999 aus, während russische ADR-Aktien im Durchschnitt in diesem Zeit-

raum „nur“ um 250 % zulegen konnten. Möglich ist der Erwerb direkt über russische Broker oder indirekt über die Hamburger Vermögensverwaltung Fidentus AG, die durch die börsennotierte deutsche Beteiligungsgesellschaft Kremlin AG beraten wird (für die der Autor beratend tätig ist). Wer sich eine Einzelauswahl aufgrund der hohen Volatilität noch nicht zutraut, ist bei Rußlandfonds (z.B. DWS) oder Osteuropafonds mit einem hohen Rußlandanteil (z.B. Nestor Osteuropafonds) gut aufgehoben. Beide Fonds konnten immerhin ein Plus von über 35 % in diesem Jahr für die Anleger erzielen. Eine Alternative zu Fonds sind wiederum Zertifikate auf den RDX-Index von der ABN AMRO Bank. Anleger sollten bei einem Engagement viel Geduld und einen langen Anlagehorizont mitbringen.

Fazit und Ausblick

Wenn Rußland nur die Hälfte von dem schafft, was Präsident Putin in zehn Jahren vorhat, nämlich eine Verdoppelung des BSP von 400 auf 800 Mrd. US-\$, dann dürfte auch der russische Aktienmarkt noch eine positive Zukunft vor sich haben. Bis dahin sollte es Rußland aber auch gelingen, die Abhängigkeit vom Ölpreis zu verringern. Dennoch wird der Ölpreis zumindest in den nächsten Jahren weiterhin das Gedeihen der russischen Wirtschaft dominant beeinflussen. In Nöte kommt Rußland aber erst bei einem Ölpreis von unter 15 US-\$/Barrel, und davon ist er gegenwärtig weit entfernt. Rußland wird aber in jedem Fall ein zunehmend bedeutsamer Energielieferant für Europa und mittelfristig auch für die USA und China werden. China wird einer der größten Rohstoffimporteure der Welt werden, und hier hat Rußland schon jetzt strategische Vorteile aufgrund der hohen Reserven. Insbesondere die geplanten großen Pipeline-Projekte mit Asien sollten in fünf bis zehn Jahren Rußlands Gewicht im internationalen Ölgeschäft erhöhen. Bisher beträgt der Weltmarktanteil im Ölsektor etwa 10 %. Nach erfolgreicher Umstrukturierung wird mit Sicherheit auch die deutsche E.ON AG in den russischen Energiesektor investieren. Überhaupt dürfte Rußland für die deutsche Wirtschaft ein zunehmend bedeutsamer Wirtschaftspartner werden. Schon jetzt werden seitens der deutschen Wirtschaft im Im- und Export mit Rußland über 10 Mrd. Euro jährlich umgesetzt. Wer hier die Zeichen der Zeit nicht rechtzeitig erkennt, den – um mit Gorbatschows Worten zu sprechen – bestraft das Leben. Es bleibt zu hoffen, daß sich in Zukunft auch Rußland zu einem demokratischen Rechtsstaat mit marktwirtschaftlichen Prinzipien fortentwickelt. Dann wird es auch in absehbarer Zeit ein „Investment-Grade“ von S&P erhalten und in den nächsten Jahren auch in die WTO aufgenommen werden. Möglicherweise wird Rußland auch ein verlässlicher Partner der NATO – nicht nur bei der Anti-Terrorbekämpfung. Wer hätte daran vor zehn Jahren geglaubt? Das russische Wirtschaftswunder könnte also in einem positiven Szenario eine Fortsetzung erfahren, und der russische Aktienmarkt, der gegenwärtig „nur“ eine Marktkapitalisierung von etwa 200 Mrd. US-\$ bei etwa 200 gelisteten Unternehmen aufweist, könnte sich in fünf Jahren nochmals im Wert verdoppeln. Auf große Kursschwankungen sollte sich der Anleger aber einstellen.

VERANSTALTUNGSHINWEIS:

Die nächsten ESI-Ostbörsen-Seminare (mit einem „Rußland-Special“) unter der Leitung von Andreas Männicke finden am 27.01.04 in Frankfurt/M und am 29.01.04 in Hamburg statt. (Anmeldung bei der ESI GmbH, Jüthornstr. 88, 22043 Hamburg, Fax: 040/657084, www.eaststock.de).

China versus USA – mehr als nur ein Favoritenwechsel

Während sich die USA an Handelsbarrieren klammern, steigt das Reich der Mitte scheinbar unaufhaltbar zur neuen Wirtschaftsmacht auf. Steckt womöglich noch mehr dahinter?

Was wird die Anlage dieser Dekade?

Ein Blick auf die großen Anlagetrends der vergangenen 30 Jahre zeigt, daß es in jeder Dekade eine Hausse in einem anderen Bereich gab, die Favoritenrolle der Anleger wechselte: So waren 1970 Investments in Ölwerten und Gold oder Silber äußerst lukrativ, in den 80ern galt Japan als die Anlagestory schlechthin und in den 90ern standen primär die US-Märkte im Zentrum des Interesses, vor allem Technologiewerte. Seit dem Jahr 2000 konnten langfristig orientierte Anleger nur mit Gold und Minenaktien Gewinne erzielen. Im laufenden Jahr steht jedoch trotz der imposanten Gewinne beim Gold ein ganz anderer Markt im Rampenlicht: China. Das Reich der Mitte zeigt ein atemberaubendes Wachstum auf. Ist dort also der Markt zu finden, der in dieser Dekade die höchsten Gewinne abwerfen wird?

Ein Blick zurück: der Aufstieg Japans

Als Ende der 1960er die japanische Wirtschaftsmacht ihren Aufstieg begann, wurde dies zunächst kaum wahrgenommen, denn die USA galten als das Maß aller Dinge. Erst als japanische Unternehmen immer größere Teile des Weltmarktes eroberten, begann sich die „westliche Welt“ für den japanischen Managementstil zu interessieren. Allein zwischen 1965 und 1980 wuchs das japanische Bruttosozialprodukt jahresdurchschnittlich um 6,5 % im Vergleich zu 3,3 % in Westdeutschland und 2,7 % in den USA. Im selben Zeitraum betrug Japans jährliche Wachstumsrate bei Exporten 11,4 %, während die Vergleichszahlen für die USA und die BRD 6,4 % bzw. 7,2 % betragen. Wies Tokios Zahlungsbilanz 1970 ein Plus von ca. 2 Mrd. US-\$ auf, so näherte sich dieser Überschuß Ende der 80er Jahre bereits der 100 Mrd. US-\$-Grenze, und gleichzeitig vergrößerten sich Japans Devisenreserven von annähernd 5 auf 107 Mrd. US-\$ mit der Folge, daß der Yen seit 1970 zunehmend unter Aufwertungsdruck geriet und die langjährig bestehende Dollar-Yen-Parität von 1:360 aufgegeben werden mußte. Eine ähnliche Entwicklung finden wir aktuell erneut vor:

China – die „Fabrik der Welt“

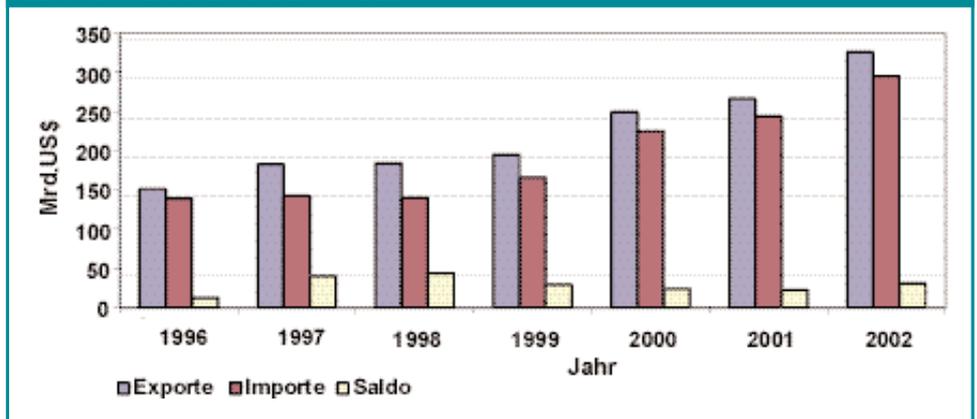
In den vergangenen Wochen waren immer wieder Meldungen zu lesen wie „Microchip Technology zieht nach China“ oder „Siemens will in China investieren“. Weltkonzerne wie Sony, Nike oder Adidas produzieren schon seit Jahren dort, weil die Lohnkosten nicht einmal halb so hoch sind wie in den USA. Rund 1,3 Mrd. Menschen leben im

Reich der Mitte, ein gewaltiges Konsumpotential. Die chinesische Wirtschaft boomt und dies angeblich sogar so stark, daß die Vermutung geäußert wurde, China würde seine Zahlen schlechter darstellen als sie wirklich sind. Bereits jetzt ist China die sechstgrößte Wirtschaftsmacht der Welt und die führende Wirtschaftsmacht in Asien. Das Land entwickelt sich immer mehr zur „Fabrik der Welt“. Die Warenflut aus dem Reich der Mitte schwillt weiter mit atemberaubendem Tempo an. 2002 verkauften die Chinesen Textilien im Wert von 3,1 Mrd. US-\$ an die USA, 60 % mehr als ein Jahr zuvor. In diesem Jahr liegen die Zahlen bisher sogar um mehr als 100 % über den Vorjahreswerten. Ähnlich sieht es auch im High Tech-Bereich aus, wo das Wachstum der Exporte in die USA von 2000 bis 2002 bei 32 % lag. In 2002 exportierte China insgesamt Waren im Wert von 326 Mrd. US-\$, rund 22 % mehr als im Jahr zuvor, und auch in diesem Jahr setzt sich das Wachstum fort. Speziell die USA beziehen in nie dagewesenem Ausmaß Waren aus dem „sozialistisch“ geführten Land. Als Folge hiervon hat die Volksrepublik bereits im Jahr 2002 im Außenhandel mit den USA einen Überschuß von 103 Mrd. US-\$ erreicht. Einen solchen Saldo hat es zuvor im bilateralen Handel noch nie gegeben. Vom US-Leistungsbilanzdefizit entfallen somit rund 20 % auf China, und der Trend setzt sich weiter fort.

Der Streit um die Währungsanbindung

In den USA wächst indes der Unmut über den aufstrebenden Giganten. Normalerweise würde es bei solchen Ungleichgewichten zu einer Anpassung der Währungen kommen, das heißt, der chinesische Yuan müsste deutlich gegen den US-Dollar aufwerten, doch die chinesische Währung ist an den US-Dollar gebunden. Seit 1994 ist der Yuan mit dem 8,28-fachen des US-Dollar bewertet und kann nicht frei gehandelt werden. Trotz der in der US-Sta-

ABB. 1: CHINESISCHER AUSSENHANDEL



Quelle: Deutsche Botschaft Peking, „Wirtschaftsdaten kompakt“, November 2003



Der Yuan – eine unterbewertete Währung

tistik ausgewiesenen wirtschaftlichen Erholung, an deren Qualität und Nachhaltigkeit jedoch starke Zweifel angebracht erscheinen, haben die USA in den vergangenen Monaten fast 3 Mio. Arbeitsplätze in der Produktion verloren. Als Ursache dafür sieht man in den USA den Wettbewerbsvorteil Chinas, der aus der Währungsanbindung resultieren soll. So überrascht es nicht, daß US-Politiker immer häufiger nach Handelsbarrieren zum „Schutz der heimischen Wirtschaft“ verlangen. Das Handelsministerium hat daher kürzlich verfügt, bei Importen von Büstenhaltern, Bademänteln und Strickwaren aus China nur noch eine jährliche Steigerung von 7,5 % des Warenwertes zuzulassen. Schon im Juni hatte US-Finanzminister John Snow erklärt, Washington sei nicht länger bereit, die chinesische Währungspolitik zu dulden. Der für die Wechselkurse zuständige Minister Guo Shuqing ließ jedoch kürzlich verlauten, daß die Währungsanbindung für China sinnvoll sei und noch eine lange Zeit beibehalten werde. Man sorgt sich in Peking im Falle einer sofortigen Änderung um Arbeitsplatzverluste in ländlichen Gebieten. Die Volksrepublik möchte eine Aufwertung solange wie möglich verhindern angesichts einer Arbeitslosigkeit von rund 15 % sowie immenser fauler Bankkredite. Die chinesische Strategie scheint erfolgreich zu sein, wenn man die steigenden Direktinvestitionen bedenkt. Kaum ein „westliches“ Unternehmen kann es sich leisten, seine Produktion nicht nach China zu verlegen.

Handelsbarrieren – wer anderen eine Grube gräbt...

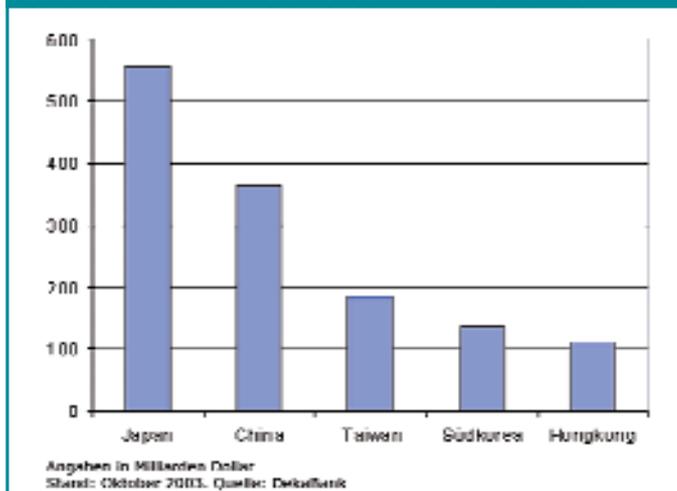
Wie so oft fehlt den Politikern das wirtschaftliche Verständnis. Die Geschichte ist reich an Handelsbarrieren, die zwar die Gemüter beruhigt, aber an der Lage nicht viel verändert oder sie gar noch verschlechtert haben. Dies haben auch die US-Stahlzölle gezeigt, durch welche die Stahlpreise in den USA enorm stiegen. Studien zufolge haben die Zölle bei den Stahlkonsumenten mehr Jobs gekostet als sie bei den Herstellern retteten. Außerdem werden Zölle in der Regel durch Gegenmaßnahmen abgestraft. So überrascht es nicht, daß die US-Stahlzölle kürzlich wieder aufgehoben wurden, angeblich wegen der sich erholenden US-Stahlindustrie, wahrscheinlicher jedoch wegen der gefürchteten angekündigten Gegenmaßnahmen durch die EU. Handelsbarrieren schaden letztlich der eigenen Industrie. Andy Xie von Morgan Stanley beschrieb in seinem Beitrag „China: Punishing hoom?“ eine Zulieferkette vom chinesischen Industriepark Suzhou zu einem Supermarkt in Chicago: Einem Unternehmen aus Singapur gehört womöglich das Gebäude, ein weiteres aus Hong Kong besitzt die Fabriken, ein japanisches liefert die Ausstattung und ein US-Markenanbieter übernimmt das Branding und den Import aus China. Eine koreanische Transportfirma verschifft die Waren in die USA und ein US-Warenhaus übernimmt letztlich die Lagerung, bevor das Produkt im Chi-

cagoer Supermarkt in den Regalen steht. An Chinas Export verdienen also letztlich viele andere Unternehmen aus diversen Ländern mit. Xie schätzt, daß für jeden US-\$ Wert, den China in die USA exportiert, die US-Wirtschaft 4 US-\$ an zusätzlichem Wert generiert, bevor die Güter den US-Konsumenten erreichen. Im vergangenen Jahr exportierte China Waren im Wert von 125 Mrd. US-\$ in die USA, im ersten Halbjahr 2003 wuchs diese Zahl um weitere 25 % an, so daß letztlich in diesem Jahr Güter und Dienstleistungen im Wert von 156 Mrd. US-\$ exportiert werden dürften. Die US-Wirtschaft würde demnach 625 Mrd. US-\$ oder 5,8 % des Bruttoinlandsproduktes an zusätzlichem Wert generieren, was nicht zuletzt Arbeitsplätze schafft bzw. sichert. Zurück auf das Beispiel des Chicagoer Supermarktes: Dessen Profite sind abhängig von der billigen Lieferung aus China und würden unter hohen Zöllen auf chinesische Güter ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen werden. Xie glaubt daher, daß die US-Wirtschaft letztlich mehr unter den eigenen Handelsbarrieren leiden würde als die chinesische.

Die US-Dollar-Druckerpresse – ein Perpetuum mobile?

Fed-Gouverneur Ben Bernanke sprach im Sommer, als das Risiko einer Deflation noch sehr hoch eingeschätzt wurde, von der Dollar-Druckerpresse, die es der US-Regierung erlaubt, „zu vernachlässigbaren Kosten so viele Dollar zu drucken wie sie will“. China und andere asiatische Länder produzieren immer mehr Güter und Dienstleistungen, die USA produzieren immer mehr Dollar. Dies zeigt sich in den riesigen Dollar-Reserven der Asiaten. Japanische oder chinesische Unternehmen erhalten nach dem Export ihrer Waren in die USA logischerweise Dollar, die sie aber gegen die heimische Währung wechseln wollen. Damit es aber nicht zu einer Aufwertung ihrer Währung kommt, weiten die jeweiligen Notenbanken ihre eigenen Geldmengen aus und investieren die herein genommenen Dollar dann in US-Anleihen, wodurch das immense US-Handelsbilanzdefizit bzw. der Kreislauf überhaupt erst ermöglicht wird. Die USA benötigen täglich rund 1,5 Mrd. US-\$ an ausländischem Kapital, um das Handelsbilanzdefizit zu finanzieren. Problematisch wird es dann, wenn Yuan oder Yen beginnen aufzuwerten – und diese Entwicklung ist auf absehbare Zeit nahezu sicher. Die Dollar-Druckerpresse ist kein Perpetuum mobile – zwar können tatsächlich unbegrenzt viele Dollars gedruckt werden, aber deren „Energie“, die Kaufkraft, wird entsprechend sinken, wenn nicht in Relation zu anderen Währungen, dann wohl zu Rohstoffen. Die Asiaten werden nicht ewig den Kreislauf am Leben halten. Japan wartet bis seine Wirtschaft die deflationäre Krise

ABB. 2: RIESIGE DOLLAR-RESERVEN BEI ASIATISCHEN LÄNDERN



überwunden, China bis es einen festen Halt bzw. eine bestimmte tragfähige wirtschaftliche Größe erreicht hat. Sobald eines dieser Länder dazu übergehen wird, seine Währung nicht mehr künstlich zu drücken, wird eine weitere substantielle Abwertung des Dollar mit weiteren negativen Folgen auftreten.

Zinswende – auf ins Stagflationsszenario

Es wird dann wahrscheinlich zu starken Kapitalabflüssen aus US-Anleihen kommen, was einen deutlichen Anstieg der Zinsen bewirken wird. Dies hätte gravierende negative Folgen für die US-Wirtschaft. Auch der amerikanische Immobilienboom dürfte dann ein jähes Ende nehmen. Die Folgen einer Zinswende dürften global zu spüren sein und den Aufschwung erheblich belasten. Im September war China bereits mit 2,8 Mrd. US-\$ ein Nettoverkäufer von US-Anleihen, was die aktuelle Dollar-Schwäche erklärt. China plant den Aufbau strategischer Ölreserven. Auch andere Rohstoffe dürfte das Land massiv zukaufen, so daß die kräftigen Preisanstiege einiger Rohstoffe nicht nur durch den schwachen Dollar, sondern vor allem durch den riesigen Bedarf Chinas begründet sind. Die chinesische Wirtschaft zeigt sich aktuell stark überhitzt, so daß es durchaus denkbar wäre, daß sich eine Abkühlung in 2004 auch in sinkenden Rohstoffpreisen manifestieren würde, doch in den nächsten Jahren sollte eher mit weiter steigenden Rohstoffpreisen gerechnet werden. Dies in Kombination mit steigenden Zinsen deutet auf eine Entwicklung in westlichen Märkten wie in den 70er Jahren hin: Stagflation.

Das asiatische Jahrhundert

Die eingangs gestellte Frage, welcher Bereich vermutlich in dieser Dekade die höchsten Erträge bringen wird, kann wie folgt beantwortet werden: Mit hoher Wahrscheinlichkeit werden sich die asiatischen Märkte besser entwickeln als die „westlichen“ und durch ihren Aufstieg einen nachhaltigen Anstieg der Rohstoffpreise bewirken. In einer globalen Wirtschaft sind aber auch die Asiaten davon abhängig, ihre Produkte verkaufen zu können – daher halten sie durch Investition ihrer Dollar-Reserven in US-Anleihen den US-Markt am Leben. Früher oder später werden sie jedoch diese Position aufgeben müssen, was eine Krise verursachen wird, die durchaus globalen Charakter annehmen könnte. Der Dollar dürfte dann seine Rolle als Weltreservewährung verlieren. Gold und Silber werden daher vermutlich die besten Anlagen dieser Dekade sein, weil eine Krise des Dollar bzw. eine wirtschaftliche Stagflation Edelmetalle begünstigen wird. China bzw. Asien generell dürften eine „Story“ sein, deren Bedeutung über diese Dekade hinaus wirken wird. Es deutet vieles darauf hin, daß es sich bei der aktuellen Entwicklung nicht nur um einen Favoritenwechsel der Anleger, sondern um eine nachhaltige Verschiebung der globalen Führungsrolle weg von den USA hin zu Asien unter der Dominanz Chinas und Indiens handelt. Im 20. Jahrhundert spielten die USA die dominante Rolle im Weltgeschehen, das 21. Jahrhundert hingegen dürfte erheblich durch Asien geprägt sein.

Marco Feiten

Anzeige

Im Schatten des Edelmetallglanzes

Impressionen vom 2. Goldbrief-Seminar 2003

Rund 300 Teilnehmer besuchten Ende November das 2. Goldbrief-Seminar in München. Die Teilnehmer erwartete eine hochkarätige Runde internationaler und heimischer Referenten. Neben Goldbrief-Herausgeber Johann A. Saiger entwarfen Marc Faber, Roland Leuschel, Uwe Bergold und US-Börsenveteran Harry Schultz ihr Bild von der Zukunft der Märkte.

Gold

Für ein Goldbrief-Seminar nicht ganz überraschend standen Edelmetalle und speziell Gold im Mittelpunkt vieler Vorträge. Börsenbriefautor Johann A. Saiger erläuterte sein günstiges Basisszenario für Gold, das insbesondere auf dem von ihm ausgemachten 30jährigen Inflationszyklus beruht. Demnach folgt auf ein Inflations- ein Disinflation- und anschließend ein Übergangsjahrzehnt. Die 2000er Jahre dürften sich nach diesem Zyklus als Inflationsjahrzehnt erweisen und damit als ideales Umfeld für Edelmetalle. Die langfristige Zuwachsrate der US-Geldmenge M3 ist nach Saigers Ansicht der wesentliche Indikator für künftige inflationäre Tendenzen. Gold sollte in diesem Jahrzehnt inflationsbereinigt sein altes Hoch von 850 US-\$ übertreffen, was einem Mindestkursziel von ca. 1.900 US-\$ pro Unze entspräche. Auch eine Annäherung von Goldpreis und Dow-Jones-Index auf das in der Vergangenheit bereits mehrfach erreichte Verhältnis von 1:1 hielten gleich mehrere Referenten für möglich, ja sogar wahrscheinlich (aktuell ca. 1 zu 25). Auch Marc Faber ist grundsätzlich optimistisch für Gold: „Es gibt immer mehr Papiergeld für eine Unze Gold“ – steigende Goldpreise seien langfristig praktisch „garantiert“. Die Basisanlage in Gold sollte vorzugsweise immer in physischer Form erfolgen. Für aktives Trading eignen sich eher die Minenaktien. Hier aber warnt US-Börsenbriefherausgeber Harry Schultz davor, sich in seine Goldaktien zu verlieben, die großen Gewinner am Markt handeln aktiv, „Buy and Hold“ sei etwas für Amateure (siehe hierzu bitte auch das Interview mit Harry Schultz auf S. 41). Saiger hält indes für möglich, daß nicht Gold, sondern Silber zur „Anlage des Jahr-



Marc Faber während seines Vortrages. Im Hintergrund: Johann A. Saiger, Herausgeber des Goldbriefs.

zehnts“ avanciere, was er aus dem historischen Verhältnis zwischen Gold und Silber ableitet. Derzeit steht der Quotient mit 74 nahe an einem Hoch.

Amerika

Besondere Skepsis war in Bezug auf US-Anlagen zu vernehmen. Der Dollar, Mutter aller Papierwährungen, wird in den nächsten Jahren deutlich schwächer gesehen. Letztlich sind auch die fast durchgängig vierstelligen Goldpreisprognosen Ausdruck einer erwarteten massiven Abschwächung der US-Währung. Auch hinsichtlich amerikanischer Aktien herrschte ein negativer Tenor vor. Laut Saiger ist ein Inflationsjahrzehnt die schlechteste Periode für Aktien. Während Wertpapiere in solchen Jahrzehnten zwar unter heftigen Schwankungen ihren nominellen Wert durchaus erhalten können, sieht das reale Ergebnis angesichts galoppierender Geldentwertungsraten katastrophal aus. Bemerkenswert ist auch die Parallellität des Niedergangs der Nasdaq mit dem Kursverhalten des japanischen Nikkei nach dem Platzen der Blase Ende 1989. Saiger erwartet diesem Muster folgend für US-Aktien zunächst einen weiteren Niedergang, dem ein Aufbäumen bis zur US-Wahl Ende 2004 folgen werde, bevor es wieder nach unten geht. Für Roland Leuschel ähnelt die aktuelle Lage sogar fatal der Vor-Crash-Situation des Jahres 1987. Ohnehin ist er der Ansicht, daß die große Krise trotz der bereits erfolgten weltweiten Vernichtung einer Börsenkaptalisierung von rund 13 Bio. US-\$ seit dem Jahr 2000 erst noch vor uns liege. Mit besonderer Genugtuung registriert er, daß Greenspan weiter im Amt bleibt und er die von ihm gekochte Suppe auch selbst auslöffeln muß. Vermögensberater Uwe Bergold wies insbesondere auf die groteske Überbewertung amerikanischer Aktien und die zahlreichen Anzeichen einer fortgeschrittenen „sozialen Infektion“ (eine Art tendenzielle Gleichrichtung oder einseitige Meinungsverstärkung unter Anlegern) unter Gleich hin, wenn auch deren Ausmaß noch nicht die Rekordniveaus der Aktienverrücktheit der Jahrtausendwende erreicht hat.



Roland Leuschel, umlagert von wißbegierigen Teilnehmern des Goldbrief-Seminars.



Die „Konkurrenz“ verfolgt aufmerksam den Vortrag von Marc Faber. V.l.n.r.: Christoph Eibl, Thomas Hühler, Uwe Bergold und Johann A. Saiger.

Asien

Marc Faber legt überzeugend dar, daß es auf der Welt zu jedem Zeitpunkt zumindest ein lohnendes Investitionsthema gebe. In diesem Zusammenhang hat es ihm insbesondere die Asien-Story angetan. Die Integration Chinas in die Weltwirtschaft ist vergleichbar mit dem seinerzeitigen Auftritt der jungen USA auf der Bühne der Weltwirtschaft. Die Transformation und Integration der chinesischen Wirtschaft vollzieht sich allerdings mit einer bis dahin nicht gekannten Geschwindigkeit. China könnte aber zum Auslöser eines „deflationistischen Booms“ werden. Wobei das deflationistische Element in den rapide wachsenden chinesischen Produktionskapazitäten (Lohnkosten bei ca. 3 % der deutschen Lohnniveaus) bestünde, der Boomfaktor aber nicht nur von der Produktionsseite, sondern verstärkt auch von der Nachfrageseite käme. Die Wirtschaftsgeographie sollte sich daher in den nächsten Jahren unaufhaltsam und nachhaltig in Richtung Asien verschieben. Temporäre Überhitzungen (wie aktuell) und entsprechender Korrekturbedarf änderten daran nichts. Der Anteil des gesamten asiatischen Raums (ohne Japan) an der Weltbörsenkapitalisierung beträgt derzeit geradezu lächerliche 3,9 % (zum Vergleich: USA 53 %). Auch für Harry Schultz ist offensichtlich, daß die Zukunft in Asien liegt. In gewohnt launiger Art lobte Roland Leuschel den sprichwörtlichen asiatischen Fleiß: „Chinesischer Student sucht Halbtagsjob (40 Stunden/Woche)“.

Anleihen

Die Perspektiven an den internationalen Anleihemärkten werden dagegen äußerst verhalten eingeschätzt. Dramatisch ist die Situation durch die mittlerweile aufgetürmten Schuldenberge; so wurde in den USA jüngst 1 US-\$ an zusätzlichem Wachstum durch 8 US-\$ an zusätzlichen Schulden erzeugt. Fallende Preise bei Aktien oder Immobilien können in dieser Situation verheerend wirken. Zwar ist Faber optimistisch, weil alle Register gezogen werden, eine Deflation zu verhindern, aber auch eine Inflation wäre Gift für Anleihen. Zudem wird das Vertrauen und die Bereitschaft der Welt abnehmen, den US-Überkonsum weiter in diesem Ausmaß zu finanzieren. Der Trend fallender Zinsen ist zu Ende. Er geht davon aus, daß wir vor einer riesigen Inflationswelle stehen, der eventuell aber erst noch eine Deflation vorangeht. Die Dummen, so ist er überzeugt, werden in der nächsten Krise die Gläubiger von Anleihen sein, denn zahlreiche Schuldner sind schon längst

zu einer skrupellosen „Nach-mir-die-Sintflut“-Politik übergegangen. Auch Leuschel und Bergold weisen auf die gigantischen Schuldenberge diesseits und jenseits des Atlantiks hin, die bei ehrlicher kaufmännischer Rechnung – also unter Einbeziehung schon bekannter künftiger Belastungen – ein Mehrfaches des jeweiligen Bruttosozialprodukts ausmachen. Anleihen könnten nach Leuschel in den nächsten Jahren zu reinen „Certificates of Confiscation“ werden.

Allgemeine Perspektive

Düstere Aussichten wurden auch für das allgemeine Leben in den kommenden Jahren skizziert. Saiger weist auf die Häufung kriegerischer Auseinandersetzungen in Inflationsjahrzehnten hin. Nach seiner Ansicht kein Zufall, sondern eine besonders zynische Art der wirtschaftlichen Krisenbewältigung – Stichwort: „Jobs in Uniform“. Auch die jüngst begonnene „Erschließung“ der Erdölvorkommen des Nahen Ostens durch die USA geht in diese Richtung. Speziell für den weiteren Verlauf der Irak-Besatzung zeigt sich Leuschel jedoch wenig optimistisch, die Parallelen zum anfangs erfolgreichen, letztlich desaströsen Moskau-Feldzug Napoleons drängen sich auf. Vor dem Hintergrund einer durch China strukturell steigenden Ölnachfrage kann die Zündelei in der Welterdölregion zu abrupt steigenden Ölpreisen führen. Gar nicht mal ironisch mahnte Leuschel, daß „es keineswegs sicher ist, daß wir in Demokratie und Freiheit leben.“ Unbedingt rät er deshalb auch zu einer verstärkten geographischen Streuung des Vermögens.

Fazit

Es war eine nicht unerwartete Kohärenz der Meinungen zu verzeichnen. Obwohl kurzfristig auch gegenläufige Bewegungen für möglich gehalten werden, kristallisierten sich Gold und China als die beiden Megatrends dieses Jahrzehnts heraus. Vielleicht hätte ein Advocatus Diaboli, also ein waschechter Optimist für US-Währung und Aktien der Veranstaltung zusätzlichen Pep verliehen. Die bloße gegenseitige Bestätigung bestehender Positionen ist an der Börse bekanntlich nicht ganz ungefährlich. Zumindest ein markantes Fazit dürfen wir hier zusammen mit Uwe Bergold ziehen: Die nächsten Jahre werden nicht jenen Anlegern gehören, die er als „Benchmark-Androiden“ brandmarkt, sondern Menschen, die sich den laut Leuschel höchsten Luxus leisten: eine eigene Meinung zu haben und danach zu handeln.

Ralph Malisch



Uwe Bergold (links) und Johann Saiger

„Nur eine Reaktion im übergeordneten Bärenmarkt“

Smart Investor im Gespräch mit der Investment-Legende Harry Schultz über die Auswirkungen der Abschaffung des Gold-Standards, dahingehende philosophische Aspekte und das baldige Ende des momentanen Börsenaufschwungs.

Smart Investor: Mr. Schultz, seit mehr als 39 Jahren schreiben Sie den „International Harry Schultz Letter“ und können somit neben Jim Dines und Richard Russel zu den drei erfahrensten Herausgebern von Börsenbriefen gezählt werden. Wie unterscheidet sich die heutige Zeit von früheren Zeiten in Ihrer Karriere?

Schultz: Ich möchte darauf in französisch, der Sprache meiner Wahlheimat, antworten: Plus ca change, plus c'la meme chose (zu deutsch: je mehr sich die Dinge verändern, um so ähnlicher werden sie sich; Anm. d. Red.). Wenn Sie nur lange genug leben, sehen Sie die Wiederkehr einer jeden Art von Marktphase bzw. eines jeden Zyklus. Vergleichbar den 70ern erleben wir momentan wieder einen Gold-Bullenmarkt.

Smart Investor: Das klingt nun sehr philosophisch. Überhaupt fällt einem beim Lesen Ihres Börsenbriefes auf, daß Sie sich nicht nur mit der Börse und der Wirtschaft beschäftigen, daher die Frage: Sehen Sie irgendwelche Zusammenhänge zwischen wirtschaftlichen und sozialen Entwicklungen?

Schultz: Ja. Veränderungen beim Sozialverhalten und/oder den Moralvorstellungen sind hilfreich, um einordnen zu können, in welchem Stadium sich ein Bullen- oder Bärenmarkt befindet, und ob es bald zu Eskalationen oder Rückgängen kommen wird, oder ob ein Markt in ein nächstes Stadium übergehen wird. Diese sozialen Veränderungen sind keinesfalls als präzise Timing-Instrumente zu sehen, wohl aber können sie eine wertvolle Hintergrundinformation sein, um das, was die technischen Indikatoren sagen, zu untermauern oder zu entkräften.

Smart Investor: Sie sehen in der Abschaffung der Gold-Standards einen Grund für soziale Veränderungen. Können Sie uns das näher erklären?

Schultz: Jedermann benötigt Standards bzw. Gesetze, Kinder sind hierfür ein gutes Beispiel. Ohne Verhaltensmaßregeln verhalten sich Kinder falsch und werden egoistisch, das gleiche gilt natürlich auch für Erwachsene. Der Gold-Standard gab Richtlinien für das Verhalten von Regierungen. Demnach konnte nicht inflationiert werden, die exzessive Kreation von Papiergeld war unmöglich, und die Staatsverschuldung konnte nicht aus dem Ruder laufen. Das Nichtvorhandensein des Gold-Standards in den letzten Jahrzehnten hat zwei-



„Harry Schultz an der Schreibmaschine auf einer Insel“

Quelle: International Harry Schultz Letter

Chevalier Harry D. Schultz, ein gebürtiger Amerikaner mit jetzigem Wohnsitz in Monte Carlo, hat in 17 verschiedenen Ländern gelebt. Er ist seit 55 Jahren als Herausgeber von verschiedenen Zeitungen und seinem Börsenbrief „International Harry Schultz Letter“ (www.hsletter.com) tätig, dessen Abonnenten in 80 Ländern verstreut sind. Die Inhalte dieses Newsletters, welcher den Untertitel „Der Brief für Millionäre – aktuelle & zukünftige (& frühere)“ trägt – erstrecken sich von Börsenstrategien und der Behandlung wirtschaftlicher Entwicklungen bis hin zu Reiseberichten und Exkursen zu Philosophie und Gesundheit.

felshone auf die Gesellschaft abgefärbt. So können Sie beobachten, daß alle moralischen Errungenschaften unserer Zivilisation mehr und mehr unter die Räder kommen, und infolgedessen nehmen Scheidungen, Betrug und Verbrechen ständig zu.

Smart Investor: Erklären Sie doch einmal Ihre persönliche Beziehung zum Gold!

Schultz: Obwohl ich immer ein Befürworter des Gold-Standards war, empfehle ich Gold nicht prinzipiell als Investment, außer in einem Gold-Bullenmarkt wie momentan. Im Jahre 1980, als der Goldmarkt sein Hoch erklimmte, habe ich verkauft und sogar empfohlen, short im Gold zu gehen. Ich bin eben ein Realist.

Smart Investor: Ein weitsichtiger Investor sollte Ihrer Meinung nach also jetzt im Edelmetall-Sektor engagiert sein. Empfehlen Sie nur physisches Metall oder auch Minenaktien?

Schultz: Beides. Das Metall eignet sich nicht für das Trading. Es eignet sich für das finanzielle Überleben. Goldaktien dagegen sollten sogar energisch getradet werden. Gewinne in der einen Aktie sollte man mitnehmen und zugleich den Erlös in einer anderen Aktie investieren. Man sollte stark gestiegene Aktien verkaufen und liegengeliebene Aktien kaufen. Ich halte die Charttechnik dabei für die beste Methode um laufend, aber beständig kleinere Gewinne zu machen.

Smart Investor: Welches sind Ihre Favoriten unter den Goldminen-Aktien? Können Sie uns ein paar Namen nennen?

Schultz: Ja und nein. Namen zu nennen ist einfach, aber was ich heute als Kauf einstufe, kann für mich in wenigen Tagen schon ein Verkauf sein. Ich halte ein Goldaktie selten länger als zwei bis drei Wochen. Warum sollte ich meine Gewinne wieder hergeben? Making a profit (= eine Aktienposition ist im Gewinn; Anm. d. Red.) und taking a profit (= Realisation eines Gewinns; Anm. d. Red.) sind zwei sehr verschiedene Dinge. Dennoch möchte ich Ihnen ein paar Goldminen nennen, die ich qualitativ für gut er-

achte: Wheaton River, Newmont Mining, Inmet, Gold Resources, Golden Star und Goldcorp. Nebenbei bemerkt gebe ich jeden Mittwoch Kauf- und Verkaufsempfehlungen in meinem wöchentlichen Online-Service „Gold Charts R Us“.

Smart Investor: Was halten Sie vom aktuellen Verhalten der US-Regierung und der amerikanischen Notenbank?

Schultz: Die Fed handelt unverantwortlich. Sie schürte das Feuer der Dotcom-Blase, obwohl es klar war, daß sie eindämmend hätte agieren müssen, z.B. indem sie die Margin-Anforderungen heraufgesetzt hätte, wie ich immer angeregt hatte. Aber Greenspan weiß es nun einmal besser, und überhaupt tut er ja immer das, was der jeweilige Präsident ihm aufträgt. Und die Mitglieder der US-Administration tun in erster Linie das, was ihnen zur Wiederwahl verhilft. Auch einige deren Aktionen halte ich für unverantwortlich.

Smart Investor: Seit März dieses Jahres gehen die meisten Aktienmärkte sehr stark nach oben. Sehen Sie in dieser Bewegung einen neuen Bullenmarkt oder nur eine Rally?

Schultz: Ich habe in meinem Leben 22 Bücher geschrieben, vier davon über Bärenmärkte. Ich habe mich also sehr stark mit dieser Materie beschäftigt und kann Ihnen daher sagen: Wir sind in einem übergeordneten Bärenmarkt, und dieser wird sich vermutlich noch über einige weitere Jahre erstrecken. Was wir seit März erleben, ist folglich nur eine untergeordnete Gegenbewegung bzw. Reaktion innerhalb einer großen Baisse. Wenn Sie wollen, können

Sie natürlich von einer Rally sprechen, aber technisch gesehen handelt es sich um eine untergeordnete Gegenbewegung. Im übrigen habe ich den Start dieser Rally vor ziemlich genau einem Jahr vorhergesagt (die US-Indices markierten ihr Tief bereits im Herbst 2002; Anm. d. Red.). Meiner Meinung nach ist die Rally noch nicht vorbei, aber sie dürfte nicht mehr sehr lange andauern.

Smart Investor: Und was wird uns danach erwarten?

Schultz: Danach werden die Bären wieder das Zepter übernehmen, und daher erwarte ich, daß der US-Aktienmarkt während der kommenden zwei bis vier Jahre immer wieder neue Tiefs markieren wird.

Smart Investor: Geben Sie uns doch zum Schluß einen Langfrist-Ausblick für die Märkte.

Schultz: Nachdem der übergeordnete Bärenmarkt zuende gegangen sein wird, womit ich – wie bereits gesagt – in zwei bis vier Jahren rechne, wird sich ein neuer übergeordneter Bullenmarkt entwickeln, welcher sehr stark sein wird. Ich vermag nicht zu sagen, was dann mit Gold passieren wird. Es ist zu früh, um sich jetzt schon festzulegen. Es wird unter anderem davon abhängen, wie sich das monetäre System bis dahin entwickeln wird, z.B. im Hinblick auf einen weiterhin schwachen Dollar und die Rezessionen, die vermutlich noch vor uns liegen werden.

Smart Investor: Danke für das interessante Gespräch.

Interview: Ralf Flierl

Anzeige



Seminarreihe



Bausteine der Technischen Analyse

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

Börse München, Galerie, Lenbachplatz 2a, 80333 München

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

12. Januar 2004: Modul I: Technische Analyse - klassisch traditionell und modern

14. Januar 2004: Modul II: Indikatoren und ihr Zusammenspiel mit Charts

19. Januar 2004: Modul III: Fibonacci-Techniken – natures law

21. Januar 2004: Modul IV: Kombination der Bausteine

Kosten (incl. 16 % MwSt.):

Komplette Seminarreihe 249,-- (Sonderpreis von 219,-- für Abonnenten von Smart Investor)

Einzelnes Modul 79,--

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

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

Anmeldung:

JA, ich möchte an der Seminarreihe teilnehmen

.... Zum Sonderpreis von 219,-- (für Abonnenten von Smart Investor)

.... Zum Preis von 249,--

.... zum Preis von 79,-- für Modul (bitte Modul eintragen)

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

Nur eine Vision oder schon bald Realität?

Mit einer visionären Studie zur Goldpreisentwicklung hat Dresdner Kleinwort Wasserstein (DKW) von sich reden gemacht. Gleich mehrere Referenten des Goldbrief-Seminars zitierten daraus, und dennoch: An der Finanzpresse scheint der Inhalt völlig vorbeigegangen zu sein.

Das überrascht insofern, als daß die Analyse zu den „Auswirkungen einer wettbewerbsbedingten Abwertung auf die Devisenmärkte“, so der Untertitel, nun schon drei Monate alt ist. Der Mainstream-Presse war die Studie „Alles, was glänzt...“ von John Butler, Head of Debt Strategy, keine Zeile wert. Unserer Meinung nach verdient die DKW-Studie sehr wohl ihren Platz in der Öffentlichkeit, und sei es nur, um mal wieder einen Blick in den Abgrund zu wagen. Denn eines dürfte feststehen: Wenn Sie im Folgenden die möglichen Goldpreise und Währungsrelationen aufgezeigt sehen, dann wird die (Finanz-)Welt gewiß nicht mehr dieselbe sein, wie wir sie derzeit kennen.

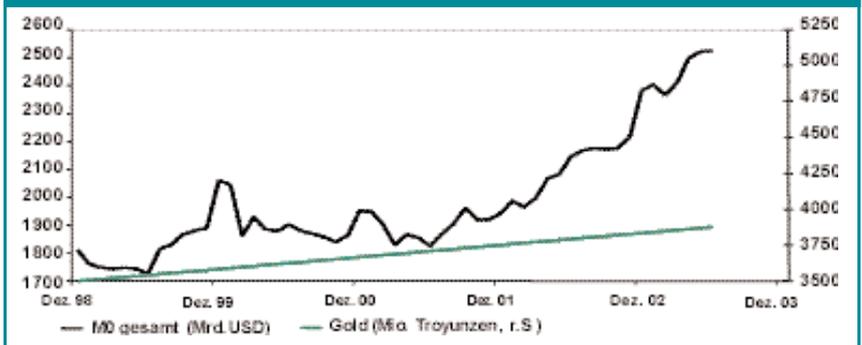
Das – immerhin mögliche – Szenario

Das Exzerpt ist schnell auf die wesentlichen Punkte gebracht: Produktionsüberkapazitäten in den USA implizieren ein weiterhin nicht nachhaltiges Wirtschaftswachstum, mit der Folge, daß ausländische Portfolioströme zur Vermeidung eines weiteren Dollar-Rückgangs immer schwieriger zu realisieren sind. Die globalen Geldmarktzinsen tendieren infolge globaler Reflationierungspolitik gegen Null. Als Reaktion auf eine aggressive Reflationierung könnte im Extremfall eine Rückkehr der Finanzmärkte zu einem De facto-Goldstandard eintreten. Das hätte weitreichende Konsequenzen für die (Papier-)Währungen und das gelbe Edelmetall – und sicherlich nicht nur für diese.

Wirklich nur eine Zeitreise?

Die Analysten von Dresdner Kleinwort Wasserstein packen dieses Szenario in eine gedankliche Zeitreise, vielleicht um ihm ein wenig den Schrecken zu nehmen. Wir schreiben also das Jahr 2005, und die heute schon beobachtbaren Entwicklungen haben sich weiter verfestigt: Die beiden größten Volkswirtschaften Europas, Deutschland und Frankreich, sind trotz Gegenmaßnahmen in eine Deflation abgerutscht. Und obwohl die EZB den Leitzins bereits auf 1 % gesenkt hat, steigt der Euro in Folge des US-Leistungsbilanzdefizits weiter in Richtung 1,30 US-\$ und der Goldpreis über 400 US-\$. (Als Anmerkung am Rande sei hier erwähnt, daß der Goldpreis dieser Tage bereits diese Marke genommen hat.) Spätestens bei 1,30 US-\$ zum Euro beschließen die Finanzminister der Eurozone, aktiv zu intervenieren. Doch die Disinflation setzt sich fort, und so bleibt der EZB nicht viel anderes übrig, als ihre Leitzinsen weiter zu senken, im Extremfall eben auf Null. Schließlich stellt sich die Frage, weshalb der Goldpreis trotz vorhandener Deflationsängste weiter zulegen kann. Die Goldnachfrage hat sich offenbar aus irgend einem exogenen

ABB. 1: ZENTRALBANKEN VERSUCHEN ZU REFLATIONIEREN: GLOBALE GELDMENGE STEIGT GEGENÜBER GOLD EXPLOSIONSBARTIG AN



Quelle: Studie zur Goldpreisentwicklung von Dresdner Kleinwort Wasserstein, Thomson Financial Datastream

Grund verschoben. Trotz des deflationären Drucks verrückt sich die langfristige Risikobalance in der Weltwirtschaft in Richtung Reflation.

Eintritt in den Abwertungswettkampf

Der Werdegang der Reflation verdient näher beleuchtet zu werden. Sie hat ihren Ursprung in den Vereinigten Staaten. Anreize von Seiten der inländischen Geld- und Fiskalpolitik haben das Maximum fast erreicht, so die DKW, wobei man das „fast“ eigentlich auch streichen könnte. Die einzige weitere Möglichkeit zur Reflation besteht in einem schwächeren Dollar. Der Druck auf China in Richtung einer Aufwertung des Yuan ist ein aktuelles Beispiel. Nun stehen aber die Eurozone, Japan und diverse andere Volkswirtschaften selbst am Rande einer Deflation, so daß eine weitere Aufwertung der heimischen Währung das mit am wenigsten Wünschenswerte sein dürfte. Hier befinden wir uns auch schon voll im Abwertungswettkampf, den derjenige gewinnt, der als erstes und am aggressivsten seine Währung niederhalten kann.

Die EZB könnte den Rest besorgen

Wenn auch noch die EZB – als letzte große Zentralbank – ihre Geldpolitik entsprechend lockert, wird die globale Geldmenge nochmals deutlich zunehmen. Sind jedoch Überkapazitäten und Risikoaversion der Investoren ausreichend hoch, so gibt es keinesfalls eine Garantie dafür, daß die lasche Geldpolitik die lahmen Volkswirtschaften zu reflationieren in der Lage sein wird. Bestes Beispiel ist wohl Japan. Jetzt kommen wir zu einem interessanten Punkt. Wenn die Zinsen der wesentlichen Währungsräume auf sehr niedrige Niveaus gezwungen werden (im Extremfall auf Null), so existieren zwischen den (Papier-)Währungen keine Zinsdifferenzen mehr. Gold zu besitzen (im Gegensatz zu Papiergeld) würde dann keinerlei Kosten mehr verursachen. Na, wenn das so ist und da die Notenbanken die Gelddruckmaschinen auf Hochdruck laufen lassen...

Tertium non datur: Alternativen gäbe es dann nicht mehr

...dann wäre es wohl nicht unratsam, physisches Gold zu besitzen. Entscheidend zu verstehen ist der Unterschied zwischen einer Situation wie der beschriebenen und derjenigen, wie wir sie schon seit Jahren in Japan sehen: Dort waren die Zinsen über Jahre hinweg bereits bei Null, aber es existierten noch liquide Papiergeldalternativen für Investoren, die den deflationierenden Notenbankmachenschaften entgehen wollen. Im zuvor dargestellten Szenario gibt es aber keine Ausweichmöglichkeiten mehr. Neue Runden der Geldschöpfung wären kaum noch möglich, wenn die globalen Zinssätze unisono nahe oder bei Null liegen. Daher ist nicht davon auszugehen, daß das Goldangebot mit der dann aufkommenden Nachfrage irgendwie Schritt halten könnte.

Historische Parallelen?

Zwei Faktoren sprächen im Übrigen dafür, daß Gold noch stärker als beispielsweise in den 70er Jahren steigen müßte: Erstens existierte damals in der D-Mark noch eine Hartwährung, da sich die Bundesbank gegen die Abwertungsbestrebungen ihrer Pendanten wehrte und zweitens weil heutzutage ungleich größere Mengen an Geldern in Geldmarktfonds geparkt sind. Im vorgestellten Extremfall mit weltweiten Nullzinsen wären wir bei einem De facto-Goldstandard angelangt, denn Investoren würden Papierwährungen als Wertaufbewahrungsmittel verschmähen und statt dessen in die einzige noch verbliebene ungemanahte Währung gehen wollen: Gold. Doch sind die heutigen Währungen meilenweit entfernt vom theoretischen Gleichgewichtspreis, sprich: Die Währungen sind längst nicht mehr durch entsprechende Goldbestände gedeckt, einige mehr, andere weniger bis quasi gar nicht. Beispiel USA: Offiziellen Reserven von 265 Mio. Unzen Gold steht eine Geldmenge M0 („M Null“) von 710 Mrd. US-\$ gegenüber. Das ergäbe rund 2.700 US-\$ pro Unze Gold als Gleichgewichtspreis. Für den Euro wären dies 1.335 Euro je Unze und damit auch ein implizites Währungsverhältnis von ziemlich genau 2 US-\$ für einen Euro. Der Yen ist praktisch ungedeckt (siehe Tabelle), während der Schweizer Franken wenigstens noch entfernt an seinen Nimbus als sicherer Hafen erinnert (717 CHF pro Unze). Diese Rechnung zeigt, wie weit wir uns heutzutage vom Status einer gedeckten Währung verabschiedet haben: Die globale Golddeckungsquote liegt nur noch bei ca. 10 %.

Es käme wohl noch schlimmer

Welchen Sinn hätte es in dieser Situation noch, daß die Notenbanken an ihren Dollar-denominierten Schuldtiteln (US-Staatsanleihen usw.) festhalten, wenn man sich auf dem Weg zu einem De facto-Goldstandard zubewegt? Keinen, so daß die nicht zur offiziellen Seite gehörigen Investoren außerhalb der USA ihre Dollar-Assets zugunsten der jeweiligen Inlandswährung oder noch besser gleich

Abb. 3: GEWINNER UND VERLIERER EINER NACHHALTIGEN GOLDPREIS-RALLY

Währung	Nominale Wachstumsrate	Nettoauslandsvermögen	Alter der Bevölkerung	Gold rel. zu M0 und Staatsschuld
USD	-	-	-	--
EUR		+	++	+
GBP	+	-	++	-
JPY		++	++	
CHF	--	++	++	++
SEK	-	I	I	II
CAD		-	-	
AUD	II	--	-	II
N/1)	++	--	-	
RUB	++	-	+	+
ZAR	++	-	--	++

Quelle: Studie zur Goldpreisentwicklung von Dresdner Kleinwort Wasserstein

zugunsten von Gold reduzieren. Im extremsten Fall, in dem sämtliche Dollar-Assets von ausländischer offizieller und nicht-offizieller Seite verkauft würden, käme es zu einem drastischen Anstieg der Dollarrenditen. Würde sich die US-Notenbank dagegen zu wehren versuchen, müßte sie alle Assets aufkaufen („monetisieren“). Das aber würde die Dollar-Geldmenge M0 auf das mehr als Fünffache aufblasen (3.900 Mrd. US-\$) und den Goldpreis auf rund 15.000 US-\$ katapultieren. Der Dollar-Wechselkurs zum Euro läge in diesem Fall bei 11,3 und zum Schweizer Franken bei 0,05.

Existieren noch „Sichere Häfen“?

Die vergleichsweise „sichersten“ Währungen in einem solchen Szenario, in dem die Welt auf einen De facto-Goldstandard zusteuert, wären der Schweizer Franken, die Schwedische Krone und auch der Euro. Unter den Währungen der zweiten Reihe wären diejenigen der traditionell Rohstoff- und Edelmetall-gesegneten Länder zu nennen, so also der Rubel, der Australische Dollar und der Südafrikanische Rand. Die Kriterien für eine tendenziell outperformende Papierwährung wären das Wirtschaftswachstum, ein Leistungsbilanzüberschuß bzw. hohe Nettoauslandsvermögen, die Toleranz der Bevölkerung gegenüber Inflation sowie und wohl am wichtigsten: die Goldbestände in Relation zu den im Umlauf befindlichen Devisen und Schuldtiteln.

Ausblick & Conclusio

Entscheidend ist, daß die aufgezeigte Entwicklung, an deren Ende der De facto-Goldstandard stünde, nicht erst in vollem Umfange eintreten müßte, damit das Edelmetall deutlich zulegt und seine historische monetäre Bedeutung wiedererlangt. Bereits ein oder zwei Glieder weiter vorne in der Kausalkette dürften die Risiken einer weltweiten Reflation auf Investoren dergestalt einwirken, daß mit einer entsprechenden Re-Allokation der Assets zu rechnen wäre.* Die zwangsläufige Auswirkung ist eine signifikante Outperformance des Goldpreises gegenüber sämtlichen Währungen. Da sich drei Monate nach Veröffentlichung der Studie einige Entwicklungen (neues Euro-Hoch, Gold über 400 US-\$) bereits kristallisiert haben, bleibt jedem Leser/Investor zu beurteilen überlassen, ob es sich bei dem Gedankenexperiment tatsächlich nur um eine Zeitreise handelt...

Falko Bozicevic

Abb. 2: GLEICHGEWICHTSPREISE UND IMPLIZITE DEVISENKURSE BEI DE FACTO-GOLDSTANDARD

Währung	M0 (31. Aug. 2003)	Gold (Mio. Troyunzen)	Gleichgewichtsgoldpreis (je Troyunze)	Impl. USD-Kurs
USD)	710 Mrd.	261	2.716	k. A.
EUR	529 Mrd.	396	1.335	2,00
GBP	39 Mrd.	10,1	3.878	0,70
JPY	101 Bio.	24,6	4.212.057	1.551
CHF	41 Mrd.	57,3	717	0,24

Quelle: Studie zur Goldpreisentwicklung von Dresdner Kleinwort Wasserstein, Offizielle Zentralbankstatistiken

* Ein weit verbreiteter Denkfehler ist, beispielsweise in Bezug auf den Erdölpreis nach dem Ende der Vorräte zu fragen. Ein signifikanter Ölpreisanstieg würde sich aber nicht erst einstellen, wenn die Vorräte aufgebraucht sind, sondern bereits lange vorher, nämlich dann, wenn trotz Nachfrage die Produktion nicht weiter ausgeweitet oder auch nur konstant gehalten werden kann, weil die Fördermaxima bereits überschritten sind (siehe auch Titelstory des Smart Investor Magazin 11/2003).

Hedgefonds – weder Teufelszeug noch Allheilmittel

Hedgefonds werden ab dem 1. Januar auch dem deutschen Anleger frei zugänglich sein. Was darf man erwarten – und ist die hiesige Börsenlandschaft überhaupt reif für diese – fast – neue Anlageklasse?

Den Bedürfnissen angepaßt

Hedgefonds entstanden ursprünglich im letzten Drittel des 19. Jahrhunderts zur Absicherung gegen Zins- und Währungsrisiken, wie sie durch die Industrialisierung und Globalisierung verstärkt zu Tage traten. Von der reinen Risikoabsicherung wurde schnell das Band geknüpft zum Terminmarkt, wo sich auch Short-Positionen, also Leerverkäufe von Wertpapieren oder Waren (Commodities), bewerkstelligen ließen. Die wirklich große Nachfragerwelle entstand aber typischerweise in einem der größten Bear Markets aller Zeiten, in der Phase von 1966 bis 1982. Auf ihrer verzweifelten Suche nach „alternativen Anlageformen“ wurden renditehungrige Investoren in Hedgefonds fündig, die ein breites Spektrum an Strategien wie Shortselling, Emerging Market-Spekulationen, Arbitrage-Geschäfte etc. zu bieten hatten – ein ideales Betätigungsfeld also, wenn der breite Markt zum Stillstand kommt.

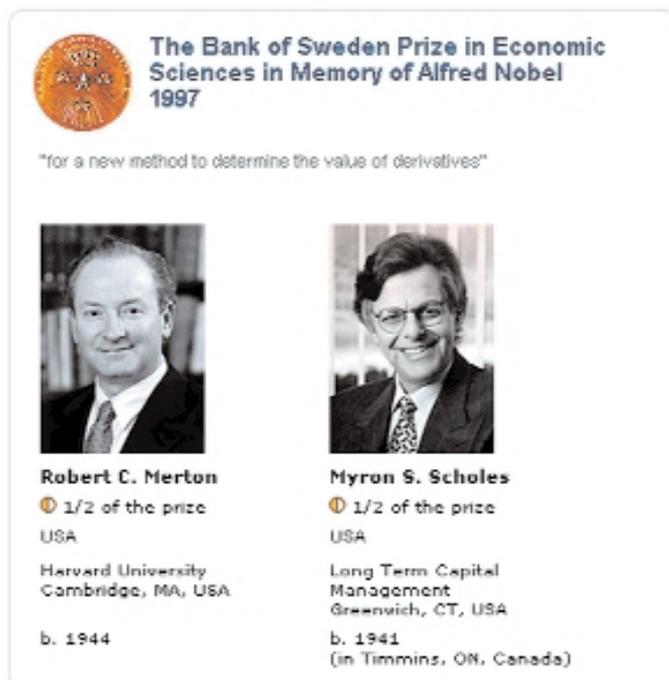
Mehr als nur Leerverkäufe

Basierend auf dieser Re-Definition der eigentlichen Aufgabenstellung hin zu einem ernstzunehmenden Anlagevehikel kondensierten sich im Laufe der Jahre diverse Ansätze heraus. Ohne an dieser Stelle ins Detail zu gehen (siehe Tabelle),

sind aktiv getradete Long- und Short-Positionen noch das gängigste Mittel der Hedgefonds. Viele assoziieren mit dem Begriff Hedgefonds aber vor allem den Leerverkauf von Aktien, und diesen wiederum als etwas, der von böswilligen Fondsmanagern zur Bereicherung einer wohlhabenden Klientel betrieben wird. Daß es die Hedgefonds-Industrie bis heute nicht geschafft hat, diesem Image wirksam entgegenzutreten, stellt vielleicht ihr größtes Manko dar und dürfte auch hierzulande die Erfordernis einer langwierigen Überzeugungsarbeit auf den Plan rufen. Anleger haben deshalb vor allem noch die Beinahe-Pleite des von Nobelpreisträgern gegründeten und betriebenen Hedgefonds Long Term Capital Management (LTCM) in Erinnerung. Dessen Fehlspekulation bescherte 1998 der gesamten Weltfinanz einen schockierenden Blick in den Abgrund, bevor eine konzertierte Aktion der US-Notenbank im Verbund mit einem Dutzend großer Finanzinstitute den drohenden Systembruch gerade noch zu kitten in der Lage war.

Risiken und Nebenwirkungen oftmals ignoriert

In dieser Krise des Jahres 1998 zeigten sich die lange Zeit verdrängten Schwachpunkte der Hedgefonds-Industrie. Aufgrund von Erfolgen in der Vergangenheit imitierten Konkurrenten zuhauf die LTCM-Strategie. Das wäre nicht weiter problematisch, wenn Hedgefonds nicht gerade auf teilweise sehr illiquiden Märkten (wie in diesem Fall Rußland und anderen Emerging Markets) aktiv wären. Als dann alle gleichzeitig aus dem Markt wollten bzw. mußten, ging gar nichts mehr. Daß LTCM einen extrem hohen Hebel (Leverage) aus Eigenkapital und Kredit bildete, sorgte erst recht für zusätzliches Ungemach. Ein weiterer Punkt war makaber: Zu Kursen, bei denen die Hedgefonds eigentlich hätten nachkaufen müssen, weil sich ein entsprechendes Fehl- bzw. Underpricing ergeben hatte, wurde ihnen Geld en masse von nervös gewordenen Investoren abgezogen. Daher mußten statt Nachkäufen Notverkäufe vorgenommen werden, die die Fehlkonstellationen zwangsläufig noch erhöhten. Rußland-Anleihen und -Wertpapiere wurden einem Ende 1998 praktisch nachgeschmissen, gedrückt durch die Zwangsliquidationen. Unvorhergesehene Marktentwicklungen, die entsprechende prozyklische Maßnahmen nach sich ziehen, weil Investoren ihre Mittel zurückfordern, stellen eine der größten Gefahren für Hedgefonds dar.



The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1997

"for a new method to determine the value of derivatives"

	
Robert C. Merton	Myron S. Scholes
1/2 of the prize	1/2 of the prize
USA	USA
Harvard University Cambridge, MA, USA	Long Term Capital Management Greenwich, CT, USA
b. 1944	b. 1941 (in Timmins, ON, Canada)

Nobelpreisträger auf Abwegen: Robert C. Merton und Myron S. Scholes, Träger des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften 1997, kamen 1998 mit dem von ihnen gemanagten Hedgefond „Long Term Capital Management“ (LTCM) in Schwierigkeiten.

Bitte beachten Sie zu diesem Thema auch unsere zwei „Interviews mit einem Investor“ auf den Seiten 41 und 42 sowie die Rubrik „Derivate“ auf S. 21.

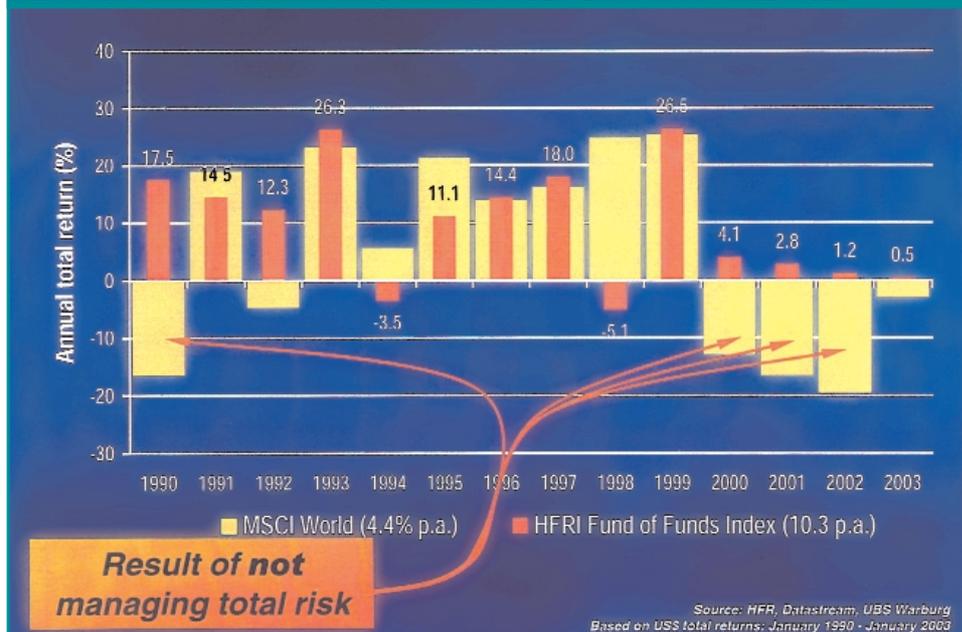
„InvestmG“ macht's erst möglich

Die rot-grüne Koalition hatte im Laufe des Jahres 2003 das sogenannte Investmentmodernisierungsgesetz (InvestmG) verabschiedet, das unter anderem die Integration bisher nicht geregelter Hedgefonds beinhaltet. Erst damit bieten sich den herkömmlichen Investmentfonds, und zwar in- und ausländischen Kapitalgesellschaften, nun auch die Strukturen, um hierzulande Hedgefonds selbst aufzulegen oder in sie zu investieren. Unterschieden wird noch zwischen Single-Hedgefonds und Dachfonds, wobei nur Anteile an Dachfonds öffentlich vertrieben und beworben werden dürfen, nach Single-Hedgefonds müssen interessierte Anleger ihre Bank explizit fragen. Gewisse Einschränkungen, wie sie durchaus nicht überraschend sind, grenzen den Spielraum etwas ein: So dürfen die Dachfonds nicht mehr als 20 % in einen einzelnen Hedgefonds investieren und diese wiederum nicht selbst als Dachfonds auftreten, um einen Kaskadeneffekt zu vermeiden. Ansonsten gelten die gleichen Regelungen wie für herkömmliche Fonds, so etwa die Erstellung eines Verkaufsprospekts, der allerdings entsprechende Risikohinweise beinhalten muß (u.a. daß ein Totalverlust möglich ist). Ausländische Dach-Hedgefonds müssen zudem ihre Bereitschaft zur Zusammenarbeit mit der Bundesaufsicht für Finanzdienstleistungen (BaFin) bezeugen, was eine nicht zu unterschätzende Hürde sein dürfte, wie bereits zu hören war. Im Vergleich mit europäischen Nachbarn kann man dem Gesetz durchaus ein liberales Erscheinen und Praxistauglichkeit konstatieren – im großen und ganzen. Nur die Schweizer dürften innerhalb Europas diesbezüglich auch jetzt noch einen Schritt voraus sein.

Gemeinsam stark: das Gesamtkonzept

Die möglichen Betätigungsfelder der Hedgefonds-Industrie sind praktisch unbegrenzt. Immer steht dabei im Vordergrund, unabhängig von der aktuellen Marktentwicklung an den Kapitalmärkten eine absolute Performance zu erzielen. Performance und Risiko sind zwei Seiten derselben Medaille, auch wenn Anleger meist nur die erste wahrnehmen. Das Gesamtrisiko zu minimieren (gemessen in der Regel anhand der Volatilität der Fonds-Entwicklung) ohne gleichzeitig Einbußen beim Ertrag zu erleiden ist das Hauptziel. Zu dem Zweck müssen die Korrelationen (also die Abhängigkeiten) verschiedener Anlageklassen untereinander möglichst gering sein. Hedgefonds kombinieren im Prinzip nur Engagements in den bekannten Asset-Klassen zu einem „Gesamtwerk“, mit dem Effekt, daß das Risiko reduziert wird – nicht mehr und nicht weniger. Im Gegensatz zu herkömmlichen Fonds verfügen Hedgefonds über die zusätzliche Möglichkeit, Aktien leerzuvverkaufen und sich am Markt für Futures- und Optionen zu betätigen. Je weniger ein Fonds in seinen Aktionen rechtlich eingeschränkt wird, desto besser wird er ein verfolgtes Konzept umsetzen können. Gegenbeispiel: Herkömmliche Fonds haben allein schon daran zu

ABB. 1: PERFORMANCE DES HFRI FUND OF FUNDS-INDEX VERSUS MSCI WORLD-INDEX



knabbern, daß sie (nicht einmal in einer Baisse) ihren Kassenbestand beliebig ausweiten dürfen.

Doch jede Performance will erarbeitet sein

Daß das Prädikat „Hedgefonds“ für sich allein deshalb noch keinen Erfolg garantiert, zeigt beispielsweise die Entwicklung im (vermeintlichen Crashmonat) Oktober dieses Jahres. Der CSFB/Tremont-Hedge-Fund-Index stieg nur um 1,4 %, während der breite MSCI-World um 6 % zulegte. Für das Gesamtjahr sieht der Vergleich kaum günstiger aus: Während der MSCI seit Jahresbeginn 23 % im Plus liegt, muß sich der Hedge-Fund-Gesamtindex mit gerade mal der Hälfte (12 %) begnügen. Die „Schuldigen“ sind schnell ausgemacht: Short Seller stehen in diesem Jahr nicht besonders gut da. Obwohl es sicherlich gute Gründe für fallende Kurse gab und gibt, richten sich die Märkte nicht unbedingt danach. Allein im Oktober verlor die Substrategie Shortselling 7,5 %, seit Jahresanfang ging sogar mehr als ein Viertel an Wert verloren. Da Hedgefonds die verschiedenen und teils gegenläufigen Anlageklassen kombinieren, lassen sie in einer Hausse in der Regel Performance auf der Strecke, was natürlich erst recht bei einem Dachfonds (auf Hedgefonds) zum Tragen kommt. Umgekehrt, in einem Bear Market schlägt die Stunde der Hedgefonds-Manager, denn hier zeigen sich die Vorteile der ver-

TABELLE: DIE BESTEN/SCHLECHTESTEN SUBSTRATEGIEN DER LETZTEN JAHRE

Jahr	TOP-SUBSTRATEGIE	PERF.	FLOP-SUBSTRATEGIE	PERF.
1994	MANAGED FUTURES	+12,0 %	CONVERTIBLE ARBITR.	-8,1 %
1995	GLOBAL MACRO	+30,1 %	MANAGED FUTURES	-7,1 %
1996	GLOBAL MACRO	+35,6 %	MANAGED FUTURES	-12,0 %
1997	GLOBAL MACRO	+37,1 %	MANAGED FUTURES	+3,1 %
1998	MANAGED FUTURES	+20,6 %	FIXED INCOME ARB.	-8,2 %
1999	LONG/SHORT	+47,2 %	MANAGED FUTURES	-4,7 %
2000	CONVERTIBLE ARBITR.	+25,6 %	LONG/SHORT	+2,1 %
2001	GLOBAL MACRO	+18,3 %	LONG/SHORT	-3,7 %
2002	MANAGED FUTURES	+21,5 %	LONG/SHORT	-1,6 %
2003	EVENT DRIVEN	+21,5 %	FIXED INCOME ARB.	-6,6 %

Keine Einzelstrategie funktioniert dauerhaft: fünf verschiedene Top-Strategien in fünf Jahren!
Quelle: CSFB Tremont

minderten Risikopräferenz. Wie zuvor erwähnt sind es unvorhergesehene Marktentwicklungen mit einer sehr geringen Eintrittswahrscheinlichkeit (was aber deshalb längst nicht als „unmöglich“ durchgehen darf), die unsere Finanzwelt ab und an zum Wanken bringt.

Abwarten oder drauflos?

Die großen Fondsgesellschaften drängeln sich verständlicherweise um die Pole Position im neuen Betätigungsfeld Hedgefonds-Markt. Den Zug zu verpassen kann sich niemand leisten, gilt es doch, das Momentum der Einführung auszunutzen. Oder etwa doch nicht? Vor allem internationale Anbieter lassen die Sache etwas vorsichtiger angehen und wollen zunächst nur als Berater auftreten, andere den Markt in der Startphase sondieren lassen und die ersten Reaktionen abwarten. Als weise gilt schließlich derjenige, der aus den Fehlern der anderen lernt und damit eigene Patzer vermeidet. So herrscht breiter Konsens darüber, daß die Qualität der deutschen Produkte erst noch unter Beweis gestellt werden muß, denn: Auf die Deutschen, mit ihrem international etwas belächelten Finanzmarktimage, hat die Welt nun sicher nicht extra gewartet. Um so bedeutender wäre es, wenn die Gesellschaften mit einem geglückten Start ein Signal setzen könnten.



„Hedgefonds Light“ bereits (fast) alltäglich

Im Übrigen: Nun ist das Produkt „Hedgefonds“ selbst hierzulande auch nicht mehr gänzlich neu. Längst konnten auch Privatanleger über Zertifikate in dieser Richtung investieren, und dies sogar mit Steuervorteil (siehe hierzu bitte auch „Derivate“ auf S. 21 sowie das Interview mit Dr. Giacometti von der US-Fondsgesellschaft Auda auf S. 42)! Auch über den Umweg der Lebensversicherungen dürfte der eine oder andere in der Hedgefonds-Welt vertreten sein, auch wenn er sich dessen nicht bewußt ist. Um eine Zahl zu nennen: Weltweit stehen rund 600 bis 700 Mrd. US-\$ unter Verwaltung von Hedgefonds. Sollte sich das vom Smart Investor prognostizierte Szenario eines mehrjährigen Seitwärtsmarktes unter heftigen Schwankungen bewahrheiten, so wird die Nachfrage nach Hedgefonds-Produkten sicherlich weiter zulegen.

Deutschland: Tatsächlich fit for future?

Die Etablierung einer deutschen Hedgefonds-Kultur wird eine ganze Weile brauchen, auch weil das Mißtrauen (basierend i.d.R. auf Unkenntnis) unverändert hoch ist. In dieser Branche zählt aber der Begriff „Marke“ mehr als alles andere, denn eine Marke steht für Vertrauen in ein Produkt. Den deutschen Anbietern fehlen jedoch sowohl die Expertise wie auch die Historie in Form ei-

nes Track Records (Performance-Nachweis). Letzterer ist aber entscheidend bei der Vergabe von Mandaten. So orakelt Dietmar Bahr, Vorstandsmitglied des Bundesverbandes Alternativer Investments, daß wohl „keine deutsche Institution ihr Mandat an einen deutschen Hedgefonds vergeben“ werde. Die Phase der Beobachtung bezifferte er gar auf gut zwei Jahre. Aus Anleger-sicht besteht zudem das Risiko, daß schlecht laufende Fonds einfach wieder schließen werden, anstatt den Versuch zu starten, verlorene Performance wettzumachen. Ein weiterer Malus sind die hohen deutschen Transparenzanforderungen – sicher-

lich in bestem Glauben geschaffen –, doch sind sie nicht nur positiv. Gute Hedgefonds-Manager werden kopiert, was früher oder später definitiv Performance kostet (Extremfall: LTCM-Krise, siehe oben). Das Erstellen der geforderten Berichte etc. kostet Ressourcen an Mensch und Material, deren Kosten zweifellos auf den Anleger umgeschlagen werden. Die Managementgebühren dagegen bleiben ein Buch mit sieben Siegeln – ein nachdrückliches Drängen auf vollständige Offenlegung der Gebührenstruktur (Managementgebühr, Performance Fee, Ausgabeaufschlag) wäre nutzbringender gewesen. Zielgruppe der Hedgefonds-Produkte sind somit mündige, risikobewußte und Performance-orientierte Anleger, die bereit sind, selbst noch einen gewissen Aufwand an Research zu betreiben. In diesem Punkt sei im

übrigen auf unsere Buchbesprechung auf S. 44 verwiesen: „Praxisratgeber Hedgefonds“, wo all das ausführlich besprochen wird, worauf wir hier aus Platzgründen leider verzichten mußten. Weiterhin empfehlen wir die Website www.hedgefondsweb.de, welche einen Überblick über konkrete Hedgefonds-Produkte sowie interessante Basisinformationen bietet.

Fazit & Ausblick

Börsen sind manchmal gefährlich. Mit einer Investition in Hedgefonds können Anleger ihr Depot aber „kontinuieren“, also unanfälliger gegen hohe Volatilitäten machen, nicht mehr, aber auch nicht weniger Vermögen Hedgefonds zu leisten. Mit Verabschiedung des InvestmG hat die ansonsten selbst hoch-volatil agierende rot-grüne Koalition einen überraschend fortschrittlichen Zug unternommen – ob das Produkt „Hedgefonds“ auch bei deutschen Anlegern adäquaten Anklang findet, wird man frühestens im zweiten Quartal 2004 beurteilen können, bis dahin dürfte noch „Sondieren und Reagieren“ auf Seiten der Anbieter wie der Anleger zu erwarten sein. Und das ist gut so. Es besteht nämlich kein Grund etwas zu überstürzen, zumal mit Hedgefonds-Zertifikaten weiterhin steuerbegünstigte Alternativprodukte zur Verfügung stehen – wie lange noch, das wird sich in Berlin entscheiden.

Falko Bozicevic

Derivate

Hedgefonds-Zertifikate in der Schwebel

Bislang war deutschen Privatanlegern die Welt der Hedgefonds nur via Zertifikate zugänglich. Haben diese mit der Gesetzesänderung nun ihre Bedeutung verloren? Nicht unbedingt.

Berliner Spekulationen

Deren künftige Bedeutung hängt wiederum aber auch von der weiteren deutschen Gesetzgebung ab. Schon gleich im neuen Jahr könnte es wieder so weit sein, daß die Bundesregierung das Thema Spekulationssteuer aus ihren Schubladen hervorholt und neu verhandelt. Und eine Abschaffung würde sich in der Tat erheblich auf die Daseinsberechtigung der Hedgefonds-Zertifikate auswirken. Denn gegenüber Fonds oder Dachfonds bieten sie den Vorteil, daß Kursgewinne steuerfrei bleiben, wenn Investoren die Anteile mehr als ein Jahr im Depot halten. Und dies ist ja sogar dann der Fall, wenn die Wertsteigerungen der Zertifikate ursprünglich aus Dividenden oder Zinszahlungen resultieren. Dr. Giacometti, CEO der Anlageberatung Auda und selbst Hedgefonds-Manager (siehe Interview auf Seite 42), sieht in den Zertifikaten nichts anderes als eine „Steuerungseingriff“.

Wichtig zu wissen

Im Prinzip ähneln die Hedgefonds-Zertifikate aktiv gemanagten Dachfonds, abgesehen von einem wesentlichen Unterschied: Geht ein Anbieter von Dachfonds in die Insolvenz, wird das Sondervermögen nicht in die Konkursmasse eingebracht. Als Zertifikateanleger sind Sie jedoch Besitzer einer Inhaberschuldverschreibung und gehen im Pleitefall leer aus. Soweit muß und sollte es natürlich nicht kommen. Für dieses zugegebenermaßen rein theoretische Szenario kann man schließlich auf mentale Stop-Loss-Marken setzen.

HEDGEFONDS-ZERTIFIKATE IM VERGLEICH

EMITTENT	PRODUKTNAME	WKN	TYP	LAUFZEIT	KURS*	1-J-PERF.
COMMERZBANK	TURBO AUF COMAS 25	145 360	TURBO	ENDLOS	381	N/A
COMMERZBANK	COMAS PLUS	719 497	PZERT.	5/2007	5.686	+7,0 %
DRESDNER	AI GLOBAL HEDGE	586 888	PZERT.	ENDLOS	1.080	+7,7 %
DEUTSCHE BANK	HEDGESTAR X	665 498	PZERT.	1/2011	1.000	N/A
DEUTSCHE BANK	HEDGESELECT	842 664	PZERT.	9/2008	1.000	+4,0 %
SOC. GEN.	SG HEDGE	711 711	PZERT.	ENDLOS	1.071	+4,8 %
WESTLB	GLOBAL HEDGE	699 597	PZERT.	4/2008	105	+5,1 %
UBS	HF INDEX ZERTIFIKAT	736 394	PZERT.	3/2008	10.700	+7,0 %

*) Briefkurse in Euro am 15.12.2003

Partizipieren oder gar hebeln?

Neben den aufgeführten Hedgefonds-Partizipationszertifikaten hat die Commerzbank jetzt auch Turbos auf Hedgefonds begeben, also Hebelprodukte mit Knock-out-Schwelle. Wer sich hierunter etwas ganz Wildes vorstellt, der liegt falsch. Denn das zugrunde liegende Basisinstrument, der Hedgefonds-Index „Comas Absolute Return“, hat ja gerade eine geringere Volatilität als einer der gewöhnlichen Aktienindices. Denn dies zu erreichen (bei mindestens gleicher Ertragschance) ist gerade der Sinn eines Hedgefonds-Investments. Das Totalverlustrisiko ist also nicht größer, sondern geringer als bei einem Turbo auf zum Beispiel den Dax. Das Produkt mit dem niedrigsten Basispreis der Serie wäre also durchaus empfehlenswert. Die aufgeführten Partizipationszertifikate unterscheiden sich teilweise stark im Mindestanlagebetrag, der Management-Gebühr und auch hinsichtlich einer Währungsabsicherung. Vor einem Investment sollte sich der Anleger das jeweilige Emissionsprospekt vornehmen oder auch direkt beim Emittenten nachfragen. Neben der reinen Performance, wie wir sie in der Tabelle aufgeführt haben, sollten Anleger sich auch einen Chart ansehen, um die Volatilität beurteilen zu können: Die Kursentwicklung ist die eine Seite der Medaille, die Volatilität und damit das Risikomaß eines Investments ist die andere.

Fazit

Die Zukunft der Hedgefonds-Zertifikate entscheidet sich wohl in Berlin. Sollte die Spekulationsfrist abgeschafft werden, verlieren die Zertifikate ihren steuerlichen Vorteil. Aufgrund der teilweise doch recht üppigen Mindestanlagesummen, Managementgebühren sowie nicht zuletzt auch der hohen Geld-Brief-Spannen erscheint – und das mag überraschen – am ehesten noch die Turbo-Serie der Commerzbank auf den Comas am praktikabelsten.

Falko Bozicevic

Bitte beachten Sie zu diesem Thema auch unsere zwei „Interviews mit einem Investor“ auf den Seiten 41 und 42 sowie den vorangegangenen Beitrag zu Hedgefonds.

TURBO-ZERTIFIKAT AUF DEN COMAS 25 (WKN 145 360) EURO



Prinzipien des Marktes

Volatilität

Ein von Börsenprofis häufig mit ebenso wissendem wie beiläufigem Gesichtsausdruck erwähntes Phänomen ist die Volatilität. Im folgenden soll nach einem Überblick über verschiedene Meßmethoden dieses Phänomens auch dessen praktischer Nutzen aufgezeigt werden.

Was ist Volatilität?

Volatilität ist ein Maß für die Beweglichkeit oder Flatterhaftigkeit eines Kursverlaufs. Je mehr Bewegung in einem Kursverlauf zu beobachten ist, desto volatil ist er. Wenn allerdings in Lehrbüchern Volatilität einseitig als (unerwünschtes) Risiko dargestellt wird, welches der stets risikoscheue Lehrbuch-Anleger zu meiden trachtet, dann ist dies nur ein Teil der Wahrheit. Volatilität kann sich in Form von Kursgewinnen durchaus auch zu Gunsten des Anlegers auswirken. In der Praxis unterscheidet man im wesentlichen zwei grundsätzliche Arten von Volatilitätsmaßen: Historische Volatilitäten und implizite Volatilitäten.

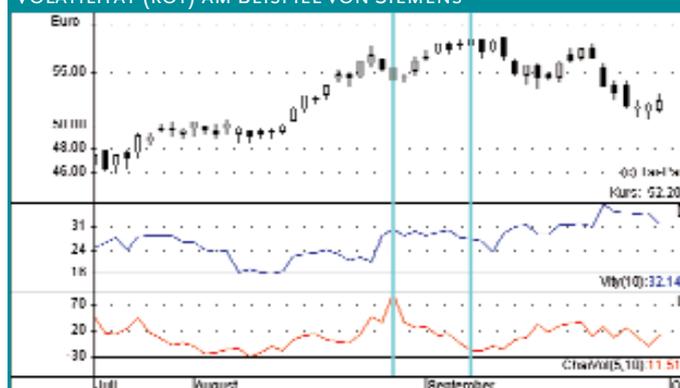
Historische Volatilität

Die historische Volatilität läßt sich prinzipiell für jede Kurszeitreihe ermitteln und mißt allgemein die Abweichungen einzelner Datenpunkte – in der Regel Schlußkurse – von ihrem Mittelwert. Die übliche Vorgehensweise ist dabei die statistische Methode der kleinsten Quadrate. Volatilität läßt sich am anschaulichsten als eine auf den Berechnungszeitraum bezogene Standardabweichung der Schlußkurse charakterisieren. Anstelle der Schlußkurse könnte man diese Berechnung aber auch auf Basis der täglichen prozentualen Kursänderungen vornehmen, was insbesondere bei längeren Betrachtungszeiträumen dem dynamischen Charakter von Kursentwicklungen besser Rechnung trägt. Abb. 1 zeigt im mittleren Fenster die Entwicklung der 10-Tages-Volatilität für Siemens (blaue Linie). Für Statistikinteressierte sei erwähnt, daß die absoluten Zahlenwerte der so ermittelten Volatilität allerdings mit Vorsicht zu genießen sind, da sie implizit von der hier streng genommen nicht erfüllten Hypothese einer Standardnormalverteilung der Kurse ausgehen – die Tendenzaussage bleibt davon jedoch unberührt.

Chaikin Volatilität

Die historische Volatilität in der eben beschriebenen Form weist zwei Eigenarten auf, die in der Regel nicht erwünscht sind. Erstens finden aufgrund der Verwendung von Schlußkursen die während des Tages vollzogenen Kursbewegungen keine Berücksichtigung. Gerade an Umkehrtagen, die sich häufig durch heftige Schwankungen auszeichnen, führt dies zu einer deutlichen Unterschätzung der Volatilität. Zweitens zeigt die historische Volatilität streng genommen nicht die Beweglichkeit des Kurses an sich, sondern deren Abweichen von ihrem Trend. Wenn sich der Kurs beispielsweise „wie an der Schnur gezogen“ auf- oder abwärts bewegt, dann führt dies in klassischer Messung nur zu geringer Volatilität. Marc Chaikin schlägt ein eigenes, nach ihm benanntes historisches Volatilitätsmaß vor, das im wesentlichen auf der Entwicklung der Differenzen zwischen Tageshochs und

ABB. 1: KLASSISCHE HISTORISCHE VOLATILITÄT (BLAU) VS. CHAIKIN VOLATILITÄT (ROT) AM BEISPIEL VON SIEMENS



-tiefs beruht. Im unteren Teil der Abb. 1 ist der Verlauf dieser Chaikin Volatilität (rote Linie) dargestellt. Auffällig ist ihr rapider Verfall zwischen den beiden senkrechten Markierungsbalken, der frühzeitig auf die Kraftlosigkeit des Kursanstiegs der Aktie hinweist und von der klassischen Volatilität nicht in vergleichbarer Weise angezeigt wurde.

Implizite Volatilität

Neben den historischen Volatilitätsmaßen besteht die Möglichkeit, diese anhand von Optionspreisen abzuschätzen – jedenfalls für die Basiswerte, auf die Optionen gehandelt werden. Die Grundidee besteht darin, daß sich nach den Optionspreismodellen (z.B. Black-Scholes) der Preis einer Option zu jedem Zeitpunkt aus folgenden Größen errechnen läßt: Aktienkurs, Ausübungspreis, Restlaufzeit, Zinssatz, Dividende und Volatilität. Der Marktpreis einer Option kann und wird jedoch von dem auf Basis der historischen Volatilität der Aktie ermittelten Optionspreis in der Regel abweichen. Bei bekanntem Optionspreis kann nun aber die Optionspreisformel nach der Volatilität aufgelöst werden, und man erhält die Volatilität, die von den Marktteilnehmern bei der Preisfindung der Option zugrundegelegt wurde. In dieser impliziten Volatilität kommen die Markterwartungen über die künftige Volatilität des Basiswerts während der Restlaufzeit der Option zum Ausdruck. Der Dax-Volatilitätsindex VDax wird beispielsweise auf Basis der impliziten Volatilitäten der an der EUREX gehandelten Dax-Optionen konstruiert.

Volatilität und Money-Management

Die langfristigen historischen Volatilitäten geben dem Anleger Hinweise darauf, auf welche Schwankungsfreude er sich bei einzelnen Titeln einstellen sollte. Obwohl sich diese Größen im Zeitablauf ändern, ist die Tendenzaussage über

den grundsätzlichen Charakter eines Papiers häufig über lange Zeiträume gültig. Abb. 2 zeigt beispielsweise, daß die 250-Tage-Volatilität von SAP durchgängig höher war als die von RWE. Sog. Witwen- und Waisenpapiere werden in der Regel nicht über Nacht zu hochspekulativen Anlagen. Ein Anleger kann beispielsweise auf Basis solcher langfristiger Volatilitäten Obergrenzen für Depotanteile einzelner Titel ermitteln: Je volatil ein Titel, desto geringer der maximale Depotanteil. Im Umkehrschluß bedeutet das aber auch, daß ein wenig volatiles Papier in dieser Hinsicht durch eine Mischung aus einem volatilere Titel und einer Cash-Position ersetzt werden kann.

Schwankungen der Volatilität

Direkt für Anlageentscheidungen nutzbar ist das Schwankungsverhalten kurzfristiger Volatilitäten. Die wesentlichste Eigenschaft kurzfristiger Volatilitäten ist, daß sich Phasen hoher und niedriger Volatilität regelmäßig abwechseln. Dahinter steht zwar kein fester Zyklus oder ein systematisches Mean-Reserve-Verhalten (vgl. Smart Investor 12/2004), aber extreme Volatilitätswerte sind erfahrungsgemäß nur von kurzer Dauer. Wann immer also derart extreme Meßwerte auftreten, können wir davon ausgehen, daß sich diese im Zeitablauf normalisieren werden. Im folgenden sollen zwei Ansätze vorgestellt werden, die dieses Verhalten der Volatilität nutzen.

Volatility Breakouts

Eine Strategie, die sich in Phasen niedriger Volatilität anbietet, sind sogenannte Volatility Breakouts. Das eigentliche technische Kaufsignal wird durch den Kurs erzeugt, der aus einer bestehenden Handelsspanne auf ein neues Hoch ausbricht. Als Nebenbedingung soll der Ausbruch von ansteigenden Volatilitätswerten begleitet sein, was den Rückschluß auf eine kraftvolle Bewegung in Richtung des Ausbruchs nahelegt. In Abb. 3 sind die entsprechenden Signaltage für neue 5-Tages-Hochs und anziehende 5-Tages-Volatilitäten am Beispiel von RWE grün markiert. Besonders hohes Potential haben Ausbrüche immer dann, wenn die Volatilität vor dem Ausbruch in einem ungewöhnlich niedrigen Bereich verharrte. Durch das Anspringen des Kurses aus einem solchen „Dornröschenschlaf“ ergibt sich für viele Marktteilnehmer schlagartig neuer Handlungsbedarf.

Abb. 2: LANGFRISTIGE HISTORISCHE VOLATILITÄTEN IM VERGLEICH: SAP vs. RWE



Abb. 3: VOLATILITY BREAKOUTS (GRÜN) ZEIGEN BEGINNENDE DYNAMIK AM BEISPIEL VON RWE



Optionsstrategien

Wie bereits festgestellt, ist die Volatilität ein wesentlicher Bestimmungsfaktor für die Preisbildung von Optionen. Aus dem Schwankungsverhalten der Volatilität läßt sich an den Optionsmärkten direkt Nutzen ziehen. Zu beachten ist, daß wir in jedem Zeitpunkt Optionen immer nur zu den aktuellen impliziten Volatilitäten und nicht zu historischen Volatilitäten handeln können. Wenn nun diese impliziten Volatilitäten besonders niedrig sind oder weit unter den historischen Volatilitäten liegen, dann kann es sinnvoll sein, Volatilität, also Optionen, zu kaufen. Über den gleichzeitigen Kauf einer Call- und einer Put-Option (Straddle) lassen sich Positionen konstruieren, die zwar von einem Wiederanziehen der Volatilität profitieren, von der Richtung der Kursänderung jedoch weitestgehend unbeeinflusst bleiben. Umgekehrt bieten sich Phasen ungewöhnlich hoher impliziter Volatilitäten mit entsprechend hohen Optionsprämien tendenziell für Stillhaltergeschäfte, also das Schreiben oder Verkaufen von Optionen an. Gerade Neulinge im Optionsgeschäft vernachlässigen oft die Auswirkungen von Volatilitätsschwankungen. Wer beispielsweise Optionen mit hohen impliziten Volatilitäten erwirbt, belastet seine Engagements von Anfang an mit einer schweren Bürde und erreicht häufig nicht einmal dann die Gewinnzone, wenn die von ihm erwartete Kursentwicklung des Basiswerts tatsächlich eintritt. Wer in Phasen hoher impliziter Volatilitäten unbedingt derivative Instrumente erwerben möchte, ist mit Turbo-Zertifikaten, deren Preisbildung ohne nennenswerte Volatilitätskomponente erfolgt, besser bedient als mit klassischen Optionen.

Fazit

Volatilität ist ein Phänomen, das im Vergleich zur Kursentwicklung von vielen Anlegern und zum eigenen Nachteil nur unzureichend bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigt wird. Insbesondere die Hinweise auf beginnende Dynamik können ausgesprochen hilfreich sein. Für den Nutzer derivativer Instrumente ist die Kenntnis der Volatilitäten ohnehin unerlässlich.

Nicht auf Lücke gesetzt! – Auswertung der Leserbefragung

„Ihre Meinung ist gefragt!“ – unter diesem Schlagsatz hatten wir Sie in der letzten Ausgabe um Ihre aktive Mithilfe zur Verbesserung des Smart Investor-Angebots aufgerufen. Die Ergebnisse liegen jetzt vor – und sie brachten einige Überraschungen.

Der Sinn des Ganzen

Vorausschicken möchten wir unser herzlichstes Dankeschön an alle Leser, die unserem Aufruf gefolgt sind und uns den zweiseitigen Umfragebogen per Fax oder auf dem Postweg zurückgesendet haben. Schon bei der ersten „Sichtung“ fielen uns einige Punkte auf, mit denen wir so nicht gerechnet hatten – doch dazu weiter unten mehr. Was war nun der Sinn der Prozedur? Erstens sind wir natürlich kontinuierlich bemüht, hier und da einige Stellschrauben zu justieren, um kleinere Sachen im Laufe des „Normalbetriebs“ zu korrigieren, von denen unsere Leser möglichst wenig mitbekommen sollen, weil sie einfach im Hintergrund ablaufen – es wäre sicherlich verwunderlich gewesen, wenn das Magazin Smart Investor keinerlei Kinderkrankheiten auszumerzen hätte. Zum Zweiten war es Aufgabe der Erhebung ganz konkret herauszufinden, welche Rubriken Ihnen gefallen, welche Themen Sie vermissen und vieles andere mehr. Dies sind schon elementare Ansatzpunkte, die in die Struktur unserer Publikation eingreifen. Und schließlich war es drittens auch noch Sinn der Umfrage, gezielt Ihre Ansichten hinsichtlich unseres



„Smart Investor Mission Statement“ (kurz: SIMS), das wir Ihnen in unserer Premierenausgabe 5/2003 vorgestellt hatten, in Erfahrung zu bringen. Und hier vor allem die Beantwortung der Frage: Wie gut ist dem Smart Investor-Team bislang – aus Ihrer Sicht – die Umsetzung des 10-Punkte-Programms gelungen? Oder anders gefragt: Wie gut bescheinigen Sie uns, unseren eigenen Ansprüchen, geäußert zum Launch im Mai, gerecht geworden zu sein?

Tatsächlich alles top?

Wir wollen die Auswertung nicht zu wissenschaftlich werden lassen, daher beschränken wir uns an dieser Stelle auf die wesentlichen, vor allem aber die auffälligsten Punkte. Wenn wir im folgenden von „unseren Lesern“ sprechen, so gehen wir davon aus, daß die an der Umfrage teilgenommenen Personen zumindest für einen gewissen Grad an statistischer Relevanz sorgen konnten. Erfahrungsgemäß besitzen Leser, die sich die Mühe machen, einen Fragebogen auszufüllen und zurückzuschicken, eine positivere Einstellung zu ihrem Magazin als Nicht-Teilnehmer. Vor diesem Hintergrund ist uns bewußt, daß wir mit unserer Datenerhebung vielleicht einen gerade nicht besonders repräsentativen Teil unserer Leserschaft angesprochen haben. Die Folge wäre, daß speziell die Notenvergabe uns in ein viel zu positives Licht setzt und unsere Sicht vernebelt, während der „Durchschnittsleser“ deutlich weniger Gefallen an den entsprechenden Rubriken und Features findet.

Wenn der Preis stimmt...

Kommen wir aber zunächst aber zu den einfachen Punkten, die sich gut auf einen Nenner bringen lassen. So ergab sich, daß eine überwiegende Mehrheit unserer Leser das Magazin zu 80 % oder mehr liest. Der typische Leser verfügt über die Zeitschrift allein und archiviert sie dann vollständig. Nur ein Viertel der Teilnehmer gab an, das Magazin noch anderen bereitzustellen, in der Regel einer weiteren Person. Unsere Frage nach einem Smart Investor Magazin mit mehr als den bisherigen 48 Seiten beantworteten doppelt so viele Leser mit Nein als mit Ja. Das für uns wichtigste ist aber die Erkenntnis, daß 80 % der Leser den Preis des Smart Investor für angemessen halten. Doch nicht nur das: Vereinzelt wurde angegeben, daß man sogar mehr bezahlen würde...

Musterdepot im Brennpunkt

Interessantes ergab sich beim Anlagehorizont unserer Leser, der sich erstaunlich homogen zeigte. Denn ein Drittel gab eine kurzfristige Orientierung an, ein Drittel eine mittelfristige und schließlich das letzte Drittel eine langfristige Ausrichtung. Vor diesem Hintergrund scheinen wir mit unserer mehrgleisigen Musterdepotstrategie aus kurzfristigen Trading-Gewinnen (wo möglich) und langfristigen Wachstumswerten den Geschmack unserer Leser zu treffen. Die bedeutende Stellung unseres Musterdepots zeigt sich auch darin, daß einem Drittel der Leser diese Rubrik besonders am Herzen liegt. Daß das Musterdepot überflüssig sei, meinte kein einziger Teilnehmer. Wie sich herausstellte, halten rund 70 % unsere diesbezügliche Strategie für transparent (Note „gut“ oder „sehr gut“) und die Anzahl der



Empfehlungen für ausreichend (gut/sehr gut). Die Hälfte der Befragten gab an, daß der Smart Investor bei den persönlichen Anlageentscheidungen eine wesentliche Rolle spielt (gut/sehr gut). Letzteres verwundert nicht, weil ebenfalls die Hälfte unserer Leser nämlich keine weiteren Publikationen bezieht. Auch sahen unsere Leser keine Notwendigkeit zum Kioskverkauf. Ein Kommentar brachte es auf den Punkt: „Boulevard ist nicht smart – daher kein

Kioskverkauf!“. Die Stimmenverteilung lag bei 3 zu 1 zu Ungunsten eines Kioskvertriebs.

Mainstream-Meinung nicht gefragt...

Die Fragen nach Rubriken, die auf- bzw. abgewertet werden sollten, brachten leider keine – durchführbaren! – Erkenntnisse. Denn unserer Leserschaft zufolge sollen wir die Hefteile „Märkte“, „Research“ und auch „Hintergrund“ ausbauen – also praktisch alles (bis auf „Potpourri“), was jedoch im Widerspruch zum Beibehalt einer 48seitigen Ausgabe steht. Eine abzuwertende Rubrik, die Mehrfachnennungen auf sich zog, war die „Externe Analyse“. Dies deckt sich mit den vorgenannten Angaben, wonach unsere Leser auf andere Finanzpublikationen (also in der Regel die sogenannte Mainstream-Meinung) verzichten.



scheuklappen abzulegen und das Ergebnis einer Analyse nicht schon im Vorfeld festgelegt zu haben. 85 % der Leser beantworteten die Aussage, daß der Smart Investor informiert, aber auch anregt und unterhält, mit sehr bzw. voll zutreffend (Note 1 oder 2).

Etwa kein schlüssiges Gesamtkonzept?

Welcher Punkt uns bei der Umsetzung des SIMS-10-Punkte-Programms nicht gelungen ist, läßt sich aus den Fragebögen kaum herausfiltern, allenfalls anhand der wenigsten 1er Noten. Diese Erscheinung zeigte sich bei der Frage nach einem schlüssigen Gesamtkonzept sowie bei der Aussage, ob Smart Investor für Sie eine Hilfestellung bei der Kapitalvermehrung bzw. dem -erhalt darstellt. Mit einer durchschnittlichen Note von ca. 2 kann man beide Fragen zwar im Prinzip mit „zutreffend“ beantwortet interpretiert sehen, doch im Vergleich mit den anderen acht Punkten waren dies bereits die schlechtesten Notenschnitte. Wir hatten versprochen, daß wir die Umfrage sehr ernst nehmen werden, und daher werden wir auch überlegen, inwieweit wir an unserem Gesamtkonzept noch Verbesserungen vornehmen können.

Handlungsbedarf beim Smart Investor Weekly?

Viele Verbesserungsvorschläge betreffen unseren eMail-Service Smart Investor Weekly, die meisten Angaben widersprachen sich jedoch untereinander bzw. sind leider nicht praktikabel – z.B. diejenige nach einer gewünschten Erscheinungsweise am Samstag. Kritikpunkte waren, daß einige Empfehlungen zu hektisch wirkten, andererseits wurden Stimmen laut, den SIW öfter herauszubringen, nämlich dann, wenn Handlungsbedarf bestehe und nicht an einem fixen Termin (so wie derzeit Dienstag nachmittag). Wir werden uns auch hier bemühen, sämtliche Anregungen so weit wie möglich in unsere weiteren Planungen einzubeziehen.

Der Mindshaker

Bei einem der anonymen Leser möchten wir uns explizit bedanken, da er nicht nur einige überlegenswürdige Vorschläge machte, sondern auch ein paar Sachen zugespitzt auf den Punkt brachte: Das oben bereits erwähnte Zitat „Boulevard ist nicht smart“ stammt vom selben Leser wie das Statement zum Inhalt des Smart Investor: „SI füllt Lücken, von denen man vorher nicht wußte, daß es sie gibt“.

Danke

Falko Bozicevic



...oder sogar deutlich abgelehnt!

Da die Rubriken allesamt gute bis sehr gute Noten erhielten, ist die Aussagekraft deutlich begrenzt. Von diesen 14 Themen stachen „Prinzipien des Marktes“ und „Das große Bild“ durch sehr viele 1er hervor. Das „Interview“ mit einem Investor schaffte es, keine einzige Note schlechter als 3 auf sich zu ziehen. Überdurchschnittlich häufig wurden nur der „MoneyTalk“ und die Buchbesprechung mit der Note 3

bedacht, auch die „Externe Analyse“ kam weniger gut weg. Diese letzten Punkte untermauern abermals den Eindruck, daß unsere Leser auf externe Meinungen (von Vorständen, von Buchautoren und von Bankanalysten) partout keinen Wert legen.

Mission Statement voll umgesetzt

Besonders am Herzen lag uns, wie Leser die Umsetzung bzw. den Einhalt unseres Smart Investor Mission Statements beurteilen. Da sämtliche zehn Punkte überwiegend die Note 1 oder 2 erhielten, konzentrieren wir uns auf die Bereiche, wo wir Abweichungen ausmachen konnten. Die beste Durchschnittsnote wurde unserem Anspruch bescheinigt, keinem Zwang zum Optimismus nachzuhängen. Ähnlich gut beurteilten unsere Leser, daß wir in der Lage sind, entsprechendes Hintergrundwissen zu vermitteln. Auch wurde uns bestätigt, daß wir es schaffen, Denk-

Titelstory / Das große Bild

Kapitalmarktausblick 2004

Nachdem die letzten drei Jahre an den Aktienmärkten üble Spuren hinterlassen hatten, kam es 2003 erstmals wieder zu einer sehr freundlichen Entwicklung. Ob es in diesem Stil auch im kommenden Jahr 2004 weitergehen kann, soll in der folgenden Analyse geklärt werden.

Alle Jahre wieder...

Wenn sich das Jahr dem Ende neigt, finden sich in vielen Tageszeitungen und Wirtschaftsmagazinen Expertenumfragen hinsichtlich der prognostizierten Entwicklungen an den Kapitalmärkten im kommenden Jahr. Die Methodik, die dabei verfolgt wird, ist in der Regel immer gleich: Man befragt eine Reihe von Investmenthäusern nach ihrer Einschätzung und mittelt diese Werte, um zu einer Durchschnittsprognose zu gelangen. Nun muß man sich investentmäßig nur noch nach dieser Durchschnittsprognose ausrichten und schon ist der Börsenerfolg sicher, so jedenfalls könnte ein unerfahrener Anleger glauben. Mit der Erfahrung nimmt jedoch auch die Skepsis gegenüber solchen Durchschnittsprognosen zu, ganz Schlaue interpretieren sie gar als Contra-Indikation. Letzteres hatte für die Jahre 2000, 2001 und 2002 auch wunderbar funktioniert, für 2003 lagen die Analysten – zumindest wenn man die Durchschnittsprognose vor einem Jahr mit dem Dax des Redaktionsschlusses (12.12.2003) vergleicht – jedoch äußerst gut. Im Mittel sagten sie einen Anstieg von 30 % voraus, bis Mitte Dezember legte der Dax mit 33 % nur unwesentlich mehr zu.

Volltreffer!

Wir könnten es uns nun einfach machen und ob dieser Treffergenauigkeit der letztjährigen Analysten-Vorhersagen den Durchschnitt der diesmaligen Schätzungen als Prognose für den Dax-Stand in einem Jahr heranziehen. Gemäß einer Umfrage in der Süddeutschen Zeitung vom 13. Dezember dieses Jahres liegt das Mittel aus 23 Bankenprognosen bei 4.274 Dax-Punkten, bezogen auf den momentanen Stand von 3.860 Punkten entspräche dies also einem Plus von knapp 11 % für den Dax in 12 Monaten. Interessanterweise sagte dabei kein einziges Institut eine negative Performance voraus. Natürlich machen wir es uns nicht einfach und werden Ihnen daher eine detaillierte Verlaufsprognose für die kommenden 12 Monate für den Dax bieten. Bevor wir jedoch in medias res gehen, wollen wir Ihnen unsere Vorhersage aus dem ersten Smart Investor-Heft nicht vorenthalten. Abb. 1 zeigt unsere damalige Dax-Prognose für die Monate Mai bis Dezember 2003 (sh. Smart Investor 5/2003; S. 8), für die wir einen sogenannten „Pit Bull Market“ erwarteten, worunter wir hier eine sehr ausgeprägte und scharf verlaufende Aufwärtsbewegung über einen deutlich längeren Zeitraum hinweg verstehen als dieser für eine normale Rally veranschlagt werden kann. Trotz der Treffergenauigkeit unserer damaligen Prognose werden wir sie nun etwas modifizieren in dem Sinne, daß wir das Ende des Pit Bull Markets nun nicht mehr zum Jahreswechsel (wie in Abb. 1 angedeutet), sondern erst im Frühjahr 2004 erwarten.

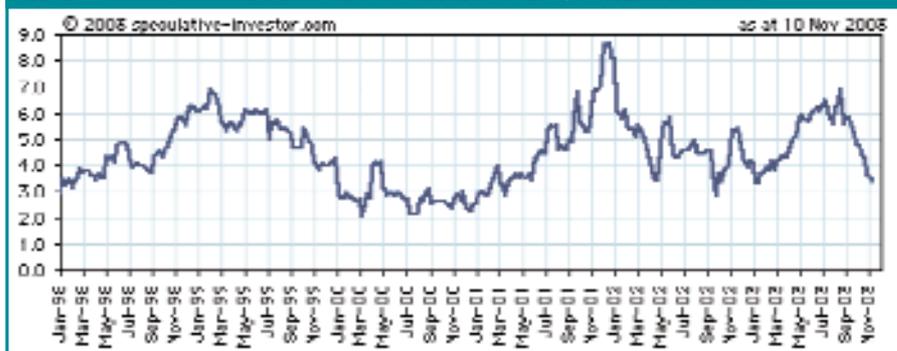
ABB. 1: DAX-PROGNOSE AUS SMART INVESTOR 5/2003

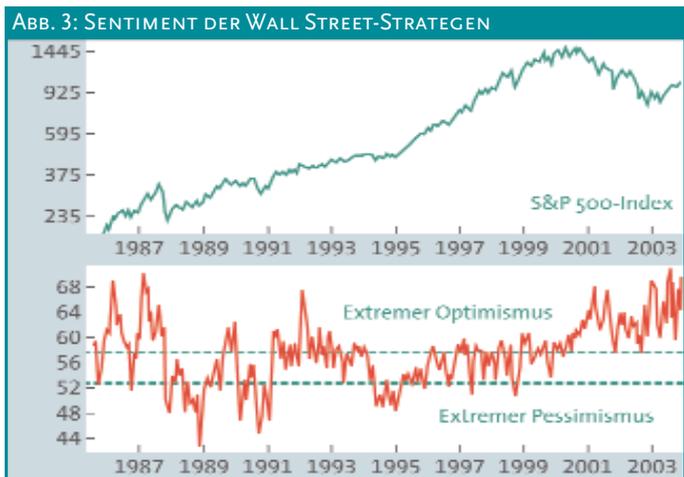


Drei Gründe für hohes US-Wachstum

Zunächst einmal muß man anhand der veröffentlichten Zahlen wie z.B. dem 9 %igen US-Wachstum im dritten Quartal feststellen, daß sich die größte Wirtschaftsnation in einer Aufwärtsphase befindet. Die Börsen goutieren dies weltweit mit starken Anstiegen seit den Tiefs im März 2003. Allerdings gibt es auch eine Reihe von Skeptikern – zu denen auch wir gehören –, die die US-Statistiken nicht ganz so ernst nehmen getreu dem Motto „Traue keiner Statistik, die du nicht selbst gefälscht hast!“. Im Prinzip gibt es für das enorme Wirtschaftswachstum jenseits des großen Teichs drei Gründe: Erstens den Irak-Krieg, zweitens staatliche Maßnahmen zur Ankurbelung des Konsums (z.B. Steuer- und Zinssenkungen, in deren folge es zu Steuerschecks und Cash-out-Finanzierungen kam), welche in erster Linie jedoch nur Einmaleffekte haben, und drittens schließlich statistische Tricks wie die Herabsetzung des Deflators, die Annualisierung des Quartalswachstums und die Berechnung hedonischer Preisindices. Alles zusammengenommen sind erhebliche Zweifel an der Nachhaltigkeit des amerikanischen

ABB. 2: WACHSTUMSRATE DER INFLATIONSBEREINIGTEN US-GELDMENGE M2





Quelle: Ned Davis Research, entnommen aus dem Magazin „Performance“ (www.consort-capital.de)

Wachstumswunders durchaus angebracht. Smart Investor geht davon aus, daß im Verlaufe des Jahres 2004 hier eine Ernüchterung eintreten wird.

Bedenkliche Geldmengen-Entwicklung

Dafür, daß das kommende Jahr für die Konjunktur-Optimisten eine derbe Enttäuschung bringen dürfte, spricht der starke Rückgang der US-Geldmenge in den letzten Monaten. Die von Steve Saville von The Speculative Investor stammende Abb. 2 zeigt die reale Geldmengen-Entwicklung, also die um die Inflationsrate bereinigte Wachstumsrate der Geldmenge M2. Dieser Indikator hat gegenüber der Konjunktur einen Vorlauf von etwa sechs bis neun Monaten. So erreichte er bereits Anfang 1999 sein Hoch und sank anschließend stark, worin eine Indikation für das Konjunkturhoch Anfang 2000 gesehen werden kann. Seit etwa drei Monaten weist die reale Geldmenge ebenfalls wieder einen starken Rückgang auf und deutet daher ein Konjunkturhoch im kommenden Frühling an – Saville tippt auf den April 2004 – mit einem anschließend drastischen Rückgang.

Teure US-Aktien

Daß US-Aktien hinsichtlich der fundamentalen Bewertung inzwischen schon wieder Blasen-Niveau erreicht haben, pfeifen die Spatzen schon von den Börsen-Dächern. Wer beispielsweise Aktionär bei Yahoo werden will, muß mittlerweile wieder etwa das 100fache des Gewinns dieses Jahres hinblättern, und Yahoo ist beileibe kein Einzelfall! Die 30 Dow Jones-Unternehmen werden im laufenden

Jahr vermutlich eine Gewinnsteigerung von im Durchschnitt fast 25 % erzielen können. Dabei sollte man jedoch nicht außer acht lassen, daß dieser enorme Zuwachs bei im Durchschnitt stagnierendem Umsatz erfolgt, zu deutsch: Die Gewinnanstiege kommen fast nur durch Kostensenkungen (in erster Linie Personalentlassungen) zustande und nicht durch Umsatzausweitungen. Man muß nicht Volkswirtschaft studiert haben um zu kapieren, daß so kein nachhaltiger Aufschwung entstehen kann, denn die Kostenreduktion des einen Unternehmens führt zwangsläufig zu einer Umsatzreduktion eines anderen Unternehmens. Daß sich diese Spirale nicht schneller nach unten dreht, ist unseres Erachtens hauptsächlich im massiven Eingreifen des Staates begründet.

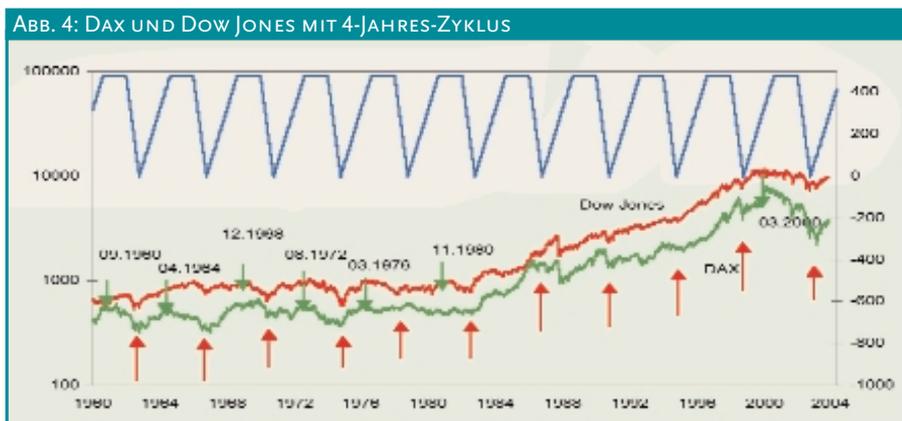
Überschäumender Optimismus

Neben den bedenklichen Entwicklungen im Unternehmenssektor und in der Volkswirtschaft muß auch der überschäumende Optimismus unter amerikanischen Anlegern zur Vorsicht mahnen. Bekanntlich sterben Haussen in der Euphorie, und beim Blick auf US-Sentiment-Indikatoren kann man sich des Eindrucks einfach nicht erwehren, daß dort pure Euphorie herrscht. Beispielsweise sind momentan ca. 57 % der amerikanischen Börsenbriefe positiv für den S&P 500-Index eingestellt, wohingegen nur 23 % der Börsenbriefe negativ gestimmt sind. Ein solch krasses Mißverhältnis war schon seit vielen Jahren nicht mehr zu beobachten. In die gleiche Richtung deutet ein Indikator, der die Stimmung unter den wichtigsten Wall Street-Strategen wiedergibt und der vom hervorragenden US-Researchhaus Ned Davis berechnet wird (Abb. 3). Auch hier zeigt sich, daß unter den Amerikanern grenzenloser Optimismus in die eigene Wirtschaft und Börse herrscht. Allerdings gilt es bei Sentiment-Indikatoren zu bedenken, daß sie keinesfalls als Timing-Instrumente herangezogen werden dürfen. Denn wie Abb. 3 unmißverständlich zeigt, können extreme Sentiment-Ausprägungen über einen längeren Zeitraum anhalten, ohne daß es zu dramatischen Kursbewegungen kommt. Allerdings zeigt die Graphik auch, daß der Markt über kurz oder lang zu viel Optimismus bestraft.

Der 4-Jahres-Zyklus

Seit jeher wird versucht, Zyklen ausfindig zu machen, die das scheinbar unkoordinierte Auf und Ab der Börsen erklären können. Große Beachtung findet beispielsweise der 4-Jahres-Zyklus (nicht zu verwechseln mit dem Präsidentschafts-Zyklus in den USA), welcher für den Dow Jones und den Dax in Abb. 4 verdeutlicht wurde. Demnach markierte dieser Zyklus Ende 2002 sein letztes Tief, das nächste Tief steht also Ende 2006 an. Dies sollte jedoch nicht als frohe Botschaft aufgefaßt werden. Denn wie der

Zyklen-Spezialist Klaus Deppermann von der ING BHF-Bank, von dem der abgebildete Chart stammt, ausführt, sind die Zyklus-Hochs keineswegs im exakten Abstand von vier Jahren zu suchen. Während in Bullenmärkten das Hoch tendenziell sehr spät innerhalb der 4-Jahres-Periode zustande kommt, findet es in Bärenmärkten eher sehr früh statt. Da sich seiner Meinung nach Dow Jones und Dax in einer intakten langjährigen Baisse befinden, sollte man mit dem Markt-Hoch im Verlaufe des ersten Halbjahres 2004 rechnen. Voilà! Dies deckt sich gut mit unserer These wie im Übrigen auch mit der Ansicht der Börsen-Legende Harry Schultz (sh. Interview auf S. 14).



Quelle: ING BHF-Bank

Analoge Kursverläufe

Bei der Beobachtung von Kursverläufen stößt man bei verschiedenen Indices immer wieder auf Sequenzen, die sich hinsichtlich zeitlichen oder kursmäßigen Ausmaßes oder aber hinsichtlich der Struktur ähnlich sind. Johann Saiger wies beispielsweise auf dem 2. Goldbrief-Seminar (sh. S. 12) auf eine interessante und unter Umständen aktuell sehr bedeutsame Chartanalogie hin (Abb. 5). Demnach verläuft der Nasdaq-Index seit seinem Hoch im März 2000 in vielerlei Hinsicht ähnlich wie der Nikkei 225-Index nach seinem Hoch Anfang 1990. Hält diese Analogie weiterhin an, so ist bis Ende Januar 2004 mit einem deutlichen Einbruch an der Nasdaq und dann vermutlich auch bei vielen anderen Indices zu rechnen. Allerdings deutet diese Analogie anschließend wieder freundliche Entwicklung bis in den Sommer 2004 an. Ab dann wäre schließlich mit einer ausgeprägten Baisse bis spät ins Jahr 2005 hinein zu rechnen.



Quelle: Midas Investment-Report (www.goldbrief.com)

Dollar und Rohstoffe

Alle obigen Aussagen müssen natürlich immer vor dem Hintergrund der amerikanischen Wahlen im November 2004 gesehen werden. Es ist davon auszugehen, daß die derzeitige US-Regierung alle wirtschafts- wie auch außenpolitischen Register ziehen wird, um in der nächsten Legislaturperiode wieder an der Macht zu sein. Im Übrigen dürfte hierzu vermutlich auch ein weiter schwacher Dollar gehören, wengleich hier im ersten Quartal 2004 sicherlich eine technische Gegenbewegung nach oben möglich sein dürfte. Begünstigt durch einen per Saldo weiteren Dollar-Rückgang und eine nach wie vor expansive Geld- und Fiskalpolitik in den USA und damit einhergehende Inflationsgefahren gehen wir auch für die Rohstoffmärkte und hier insbesondere für die Edelmetalle von übers Jahr gesehen weiter anziehenden Notierungen aus.



Fazit

Wie sagte einmal ein weiser Mann: „Prognosen sind immer sehr schwierig – vor allem dann, wenn sie die Zukunft betreffen.“ Dem ist nicht mehr sehr viel hinzuzufügen, außer, daß wir es dennoch versuchen wollen. Fassen wir all die vorangegangenen Gedanken zusammen, so gelangen wir für das kommende Jahr 2004 für den Dax zu folgender Verlaufsprognose (sh. Abb. 6): Bis in den Sommer hinein erwarten wir einen Dax auf relativ hohem Niveau, dabei sprechen kürzerfristige Zyklen (wurden hier nicht besprochen) für einen Hochpunkt im März/April 2004 bei etwa 4.500 Punkten, was dem Ende des von uns vor einem Jahr (damals im Online Newsletter Smart Investor Weekly) ausgerufenen „Pit Bull Markets“ entsprechen würde. Erst ab der zweiten Jahreshälfte ist unserer Prognose nach eine negative Entwicklung zu erwarten, welche unter Umständen schon vor den US-Wahlen im November 2004 dramatische Züge annehmen könnte und die sich weit in das Jahr 2005 erstrecken dürfte. Auch wenn wir Punktprognosen für unsinnig halten, so wollen wir den sich aus Abb. 7 ergebenden Jahresendstand für 2004 hier doch benennen: 3.200 Dax-Punkte (entspricht etwa 25 % weniger als vom Durchschnitt der Analysten geschätzt wurde). Es versteht sich von selbst, daß all die hier gemachten Vorhersagen reine Spekulation sind und daher keine alleinige Grundlage für Investmententscheidungen bilden dürfen. Aktuelle Markteinschätzungen finden Sie wie immer jeden Dienstag nachmittag in unserem Online-Börsenbrief Smart Investor Weekly, den Sie sich auch per eMail zuschicken lassen können (www.smartinvestor.de).

Ralf Flierl

VERANSTALTUNGSHINWEISE

Eine Seminarreihe mit dem Titel „Bausteine der Technischen Analyse“ wird von der CM-Equity AG an vier Abenden im Januar (12./14./19. und 21.1.2004) in München veranstaltet.

Kontakt: 0172/884 75 96 (Sonderpreis für Smart Investor-Abonnenten)

Am 20. und 21. Januar 2004 findet in Zürich die **19. Kapitalanlegertagung 2004** statt (Veranstalter: ZfU). Die Referenten werden unter anderem sein: Kenneth Fisher (Fisher Investments, sh. Smart Investor 6/2003), Thomas McManus (Bank of America), Kenneth Rogoff (Ökonomie-Professor in Harvard), Norbert Walter (Deutsche Bank), Felix Zulauf (Zulauf Asset Management) und viele andere.

Kontakt: Barbara Emch (ZfU), Tel.: ++ 41-1 722 85 42, barbara.emch@zfu.ch

Am 24. Januar 2004 veranstaltet der FinanzBuch Verlag in Frankfurt das **Seminar „Traden wie ein Profi“** für Privatanleger unter der Leitung von Uwe Wagner, der bei der Deutschen Bank für die Technische Analyse und den Einsatz technischer Handelssysteme zuständig ist (sh. auch Kolumne auf S. 43).

Kontakt: FinanzBuch Verlag, Tel.: 089/65 12 85 0, www.traden-wie-ein-profi.de

Die nächsten **ESI-Ostbörsen-Seminare** (mit einem „Rußland-Special“) unter der Leitung von Andreas Männicke finden am 27. Januar 04 in Frankfurt/M und am 29. Januar 04 in Hamburg statt;

Kontakt: ESI GmbH, Jüthornstr. 88, 22043 Hamburg, Fax: 040/657084, www.eaststock.de

Relative Stärke

Die Märkte im Griff der Währungen

Differenzierte Entwicklung in Asien. Gold erstmals wieder über 400 US-\$

Aufschwung ohne Schmidt?

Überraschend kam der vorübergehende TV-Abschied des Entertainers Harald Schmidt. Setzte er doch erst dieses Jahr mit der Einführung der 5-Tage-Woche für seine Late-Night-Show „ein Zeichen für den Aufschwung“. Offenbar befand sich Kapitän Schmidt damit auf dem falschen Kurs, denn erst das Aus für seine Show erlaubt es den Deutschen, wieder guten Gewissens eine Stunde früher zu Bett zu gehen und ausgeschlafen am Aufschwung teilzunehmen. Der Dax jedenfalls konnte sich im oberen Mittelfeld gut behaupten und landete auf Rang 6. Nicht auszuschließen, daß auch die sich abzeichnende „Steuerreform light“ hier ihren Beitrag geleistet hat.

„Das Asien der zwei Geschwindigkeiten“

Seit dem Scheitern des EU-Verfassungsgipfels wird wieder die Formel vom „Europa der zwei Geschwindigkeiten“ herumgereicht. Für die asiatische Börsenentwicklung ist dies längst Wirklichkeit. Während sich Thailand und Indien hartnäckig auf den Spitzenrängen halten, rutschten Korea und Japan zuletzt deutlich ab. Offenbar werden nach der ersten Asien-Euphorie nun die einzelnen Märkte differenzierter betrachtet. Insbesondere Japan leidet unter einem Wiederaufkeimen der Ängste vor der „japanischen Krankheit“. Letztlich sind derartige Rotationsbewegungen innerhalb übergeordneter Trends aber auch ein Stück Normalität und sollten nicht dramatisiert werden. Die Dominanz der Währungsverschiebungen des letzten Monats, die insbesondere die Euro/Dollar-Relation betrafen, war aber auch in diesem Bereich des Relative-Stärke-Universums deutlich zu spüren. So belegte der breit gefaßte Shenzhen-Index, die chinesische Währung ist bekanntlich an den US-\$ gebunden, abermals und trotz aller China-Begeisterung nur den letzten Rang; die Blue Chips des Hang-Seng-Index konnten sich immerhin auf Rang 8 behaupten.

US-Anlagen im Dollarstrudel

Die Euro-Stärke bzw. Dollar-Schwäche hinterließ auch bei sämtlichen US-Anlagen des Universums tiefe Spuren, während europäische Anlagen von dieser Entwicklung zum Teil deutlich profitieren konnten (SMI: +10 Ränge, IBEX 35: +9 Ränge). Obwohl es dem Dow Jones Durchschnitt erstmals in diesem Jahr gelang, wieder die magische Marke von 10.000 Punkten zu überwinden, ergab sich für nicht währungsgesicherte Anleger des Euroraums mit Rang 23 im Monatsvergleich sogar ein Verlust. Damit befinden sich derzeit sämtliche US-Indices unter den letzten 5 Rängen. Obwohl wir langfristig in Bezug auf US-Dollar und US-Aktien skeptisch bleiben, bestehen für die nähere Zukunft doch gute Chancen auf Rangverbesserungen: Im Jahr 2004 finden US-Präsidentenwahlen statt und statistisch entwickeln sich US-Anlagen in Wahljahren besonders gut. Apropos Wahlkampf, eine besondere Überraschung fand US-Präsident Bush hinter dem 13. Türchen seines Adventskalenders – den irakischen Ex-Diktator Saddam Hussein.

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

Index	Land	RS 12.12.	RS 28.11.	RS 14.11.	RS 31.10.	RS 17.10.
S.E.T.	Thai	1	2	1	1	3
Sensex	Indien	2	3	3	2	2
HUI *	USA	3	1	2	3	6
Merval	Arg	4	4	5	4	5
MDAX	D	5	6	7	7	9
DAX	D	6	8	6	10	14
TecDAX	D	7	5	4	5	7
Hang Seng	HK	8	7	8	6	8
PTX	Polen	9	24	15	22	10
CAC 40	F	10	9	12	14	15
IBEX 35	E	11	15	20	21	20
SMI	CH	12	11	18	20	17
RTX	Rus	13	10	19	18	1
All Ord.	Aus	14	12	11	9	11
Silber		15	17	17	19	23
Gold		16	16	16	16	21
FTSE 100	GB	17	14	14	13	16
Rohöl		18	23	21	24	22
KOSPI	Korea	19	18	9	12	12
Nikkei 225	J	20	19	10	8	4
NASDAQ 100	USA	21	13	13	11	13
REXP 10 *	D	22	22	24	23	24
DJIA 30	USA	23	21	22	15	18
S&P 500	USA	24	20	23	17	19
Shenzen	China	25	25	25	25	25

grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert

* REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

Gold knackt die 400 US-\$-Marke

Auch bei Gold war der Berichtszeitraum vom Überspringen einer magischen Marke geprägt. Erstmals seit sieben Jahren mußten wieder mehr als 400 US-\$ für die Feinunze bezahlt werden, auf Euro-Basis entsprach freilich auch dies einem leichten Rückgang. Dennoch waren der HUI (Rang 3), Silber (Rang 15) und Gold (Rang 16) unter allen in Dollar notierenden Anlagevehikeln die Bestplatzierten. Zu welchen unerfreulichen Resultaten die zur Zeit heftigen Währungsverschiebungen führen können, mußten die Besitzer südafrikanischer Goldminen jüngst schmerzhaft erfahren. Trotz neuer Rekordmarken des Goldpreises ging dieser Aufschwung an ihren Goldminen aufgrund der Rand-Stärke praktisch vollständig vorbei.

Ralph Malisch

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

Sentimenttechnik

sentix

US-Dollar und Gold im Sentiment-Focus

Von Manfred Hübner (www.sentix.de)

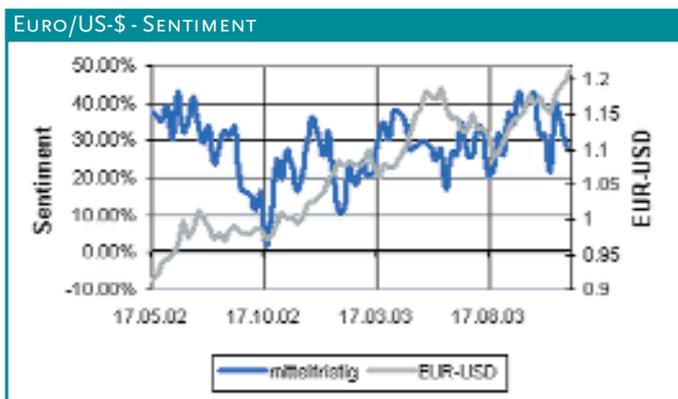


Manfred Hübner

Die letzten Wochen waren für die Anleger nicht einfach. Die Aktien erreichten zwar neue Jahreshöchstkurse, doch es mangelt der Aufwärtsbewegung an Momentum. Angesichts einer starken Häufung von Bullen- und Bärenfallen hatten nur wenige trading-orientierte Anleger einen „goldenen Herbst“. Am Rentenmarkt lief der Film spiegelverkehrt: Hier waren die Anleger, wie es die sentix-Renten-Investitionsgrade dokumentieren, zwar unterinvestiert, doch per saldo tendierten die Kurse seitwärts.

Rückläufiger Optimismus

Dieses volatile und kaum erfolgreich zu handelnde Marktverhalten zeigt seine Spuren in den sentix-Stimmungsindikatoren. So hat sich der mittelfristige Aktienoptimismus der Anleger ebenso reduziert wie der mittelfristige Rentenpessimismus. Die Anleger gehen in eine abwartende Haltung und können ihre Bücher des alten Jahres schließen. Wäre da nicht der US-Dollar, der gegen wichtige Währungen fast täglich neue Tiefs erreicht. Hier haben die Anleger ein Vehikel gefunden, in dem sich gut traden lässt. Der US-Dollar ist ein sicherer Abwertungskandidat, das Gold steigt als Bestätigung der Tendenz, und auch technisch scheint der Weg nach dem Überwinden der alten Jahreshöchstkurse frei. Also lassen wir Aktien Aktien sein, Renten sind eh langweilig, und kaufen wir Euro gegen US-Dollar.



Quelle: www.sentix.de

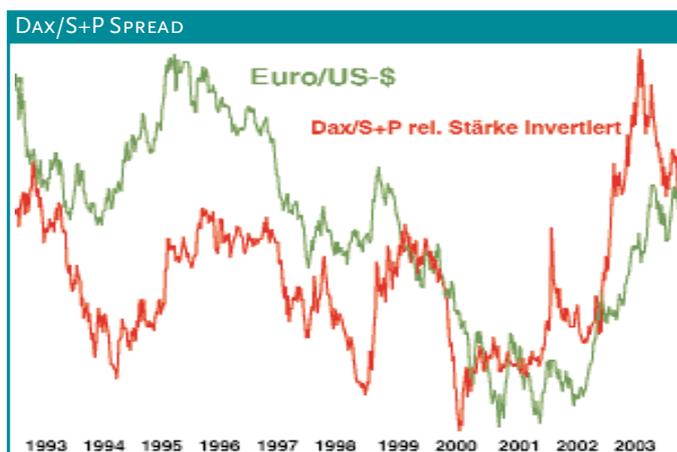
Zeit der Contrarians

Was so provozierend formuliert ist, dürfte die einfache Heuristik einiger Anleger am Devisenmarkt sein. Denn die Medienberichterstattung offenbart, daß die Anleger kein schlüssiges Denkschema für eine Euroaufwertung haben. Sätze wie „Aktien ignorieren US-Dollar“ oder „Anleger sind guter US-Konjunkturdaten überdrüssig und verkaufen US-Dollar“ zeigen, daß sich die Anleger keine besondere Mühe geben, die US-Dollarabwärtsbewegung zu analysieren und die Dauer des Trends und die Folgen für andere Märkte abzuschätzen. Trifft diese selektive Wahrnehmung auf eine einseitige Positionierung und dokumentieren die Sentimentindikatoren

einen nachhaltigen Optimismus, wird es Zeit für den „Contrarian“, nach Schwächen dieser Bewegung zu suchen.

Fünf Gründe für Dollar-Anstieg

Diese sind schnell gefunden: (1) Die Anleger sind gemäß dem Commitment of Traders-Report (COT) der CFTC gegen alle Hauptwährungen einseitig US-Dollar short. (2) Das Saisonmuster spricht für eine US-Dollar-Erholung im 1. Quartal. Im Durchschnitt sind die stärksten Monate des US-Dollars seit 1975 der Januar und der März, während der Oktober und der Dezember die durchschnittlich schwächsten Monate sind. (3) Die Euro-Aufwertung zeigt Wirkung in der relativen Performance der Aktienmärkte. So tendieren bereits US-Autowerte deutlich besser als ihre europäischen Konkurrenten, ohne aber daß dies hinreichend durch die Anleger wahrgenommen wird. Sollte sich dieser Trend verstetigen und die relative Performance des US-Marktes besser werden als die der Eurobörsen, läßt die historische Korrelation der relativen Performance von US- zu Eurolandaktien eine Kurserholung im US-Dollar erwarten (siehe Chart). (4) Bei ca. 1,22 trifft der US-Dollar (gegen Euro) auf sehr starke technische Widerstände, die aus den Jahren 1993/1994 und 1998 herrühren. In Anbetracht der kurzfristig überkauften Markttechnik sowie der mittelfristig negativ divergenten Momentumindikatoren stehen die Chancen relativ schlecht, daß ein nachhaltiger Sprung über diese Widerstände gelingt. (5) Das „Gegenstück“ zum US-Dollar, das Gold, ist ebenfalls am Scheideweg: breite Zuversicht auf steigende Preise und große Longpositionen der „small investors“ gemäß dem COT-Report.



Fazit

Der US-Dollar ist „reif“ für eine nachhaltige Erholung. Möglicherweise läßt er sich noch bis zur ersten Januarwoche bitten, aber der Ruf ist schon zu vernehmen. US-Dollar und Gold sind derzeit die interessantesten Märkte für Contrarians!

Aktie im Blickpunkt

Silver Standard Resources Inc.

Substanz, Wachstum und hoher Hebel bei überschaubarem Risiko

Die Silberstory

Silber hat nach dem Hoch von 50 US-\$ pro Feinunze im Jahre 1980 bis zur Jahrtausendwende eine schreckliche Baisse mit Tiefs um 3,50 US-\$ durchlebt und liegt trotz des Anstiegs auf mittlerweile 5,50 US-\$ inflationsbereinigt immer noch auf historisch niedrigem Niveau. Die niedrigen Preise führten zu Produktionskürzungen; die Nachfrage blieb jedoch hoch, da Silber aufgrund seiner herausragenden physikalischen Eigenschaften und der Verwendung in Schmuck- und Fotoindustrie unentbehrlich ist. Seit 1990 wurden auf diese Weise 1,6 Mrd. Unzen entthortet. Von den weltweit mittlerweile nahezu aufgezehrten Silbervorräten sind Warren Buffett als Repräsentant des Smart Money ca. 20 % zuzuordnen, nachdem er 1997 ca. 129 Mio. Unzen erwarb. Aus dieser Konstellation ist ein riesiges Kurspotential für das „Gold des kleinen Mannes“ ableitbar. Da ca. 75 % des Silberangebots als Nebenprodukt bei der Gewinnung von Gold, Kupfer, Zink und Blei entstehen, sollten die reinen Silberminen von anziehenden Notierungen überproportional gewinnen.

Geschäftsmodell

Die kanadische Silver Standard Resources Inc. (SSRI) ist eine der wenigen börsengehandelten puren Silberaktien. Seit 1993 verfolgt SSRI die Strategie der aggressiven Akquisition und Entwicklung von fortgeschrittenen Projekten mit maximalem Silberanteil. Im Durchschnitt wurden die Ressourcen zu 0,045 US-\$ pro Unze erworben. Dieser im Vergleich zum aktuellen Preisniveau unglaublich niedrig anmutende Preis erklärt sich zum einen durch das bewusst antizyklisch vorgehende Management, das auf Einkaufstour ging, als Wettbewerber aus der Not heraus oder aufgrund von Silberpessimismus verkauften und andere Silberminen nicht die finanziellen Mittel aufbringen konnten, mit Überschuldung (Coeur d'Alene) oder Produktionsproblemen (Pan American Silver) zu kämpfen hatten. Zum anderen ist es ein langer und teurer Weg vom Silber unter der Erde bis zum Barren im Tresor. Weitere Prinzipien des erfahrenen Managements von SSRI lauten: Kontinuierlicher Ausbau der Ressourcen-



basis in minenfreundlichen Regionen ohne Umweltauflagen, Maximierung des Shareholder Value, Beibehaltung des niedrigen Aktienkapitals (zur Maximierung des Hebels auf den Silberpreis), kein Hedging sowie keine nennenswerten langfristigen Schulden.

Ressourcenbasis

Das global diversifizierte Portfolio besteht aus insgesamt elf erstklassigen Silbervorkommen und vier Kaufoptionen auf Projekte in den USA, Kanada, Mexiko, Bolivien, Argentinien, Chile und Australien. Die Ressourcen der sicheren Kategorie („measured and indicated resources“) addieren sich auf aktuell 301 Mio. Unzen Silber sowie 1,1 Mio. Unzen Gold. Die Ressourcen der aufgrund noch nicht ausreichender Probebohrungen etwas unsicheren Kategorie („inferred resources“) betragen nochmals 367 Mio. Unzen Silber und 1,1 Mio. Unzen Gold. Beim aktuellen Silberpreis-Level ist allerdings noch keine profitable Förderung möglich. Für die einzelnen Projekte sind Silberpreise von 6 bis 10 US-\$ pro Unze notwendig, damit sie eine interne Rendite von mindestens 20 % erzielen. Sobald der Unzenpreis dauerhaft den Bereich zwischen 6 und 7 US-\$ erobert, sollen drei Projekte in Produktion gehen: Bowdens in Australien, Manantial Espejo in Argentinien und Shafter in Texas. Gemäß der Projektion der Gesellschaft soll mit der Förderung Ende 2004 begonnen werden.

Liquiditätssituation und Beteiligungen

Die quasi schuldenfreie SSRI macht zwar Verluste von ca. 0,12 US-\$/Aktie. Dies begründet sich aber mit dem Status eines Nichtproduzenten. Umsätze werden heute noch nicht aus dem Silberverkauf, sondern nur durch Zinsen auf das Bankguthaben von derzeit 12 Mio. US-\$ generiert. Da pro Jahr 1 Mio. US-\$ administrative Kosten und 2 Mio. US-\$ für Haltekosten der Lagerstätten veranschlagt werden müssen, ist aus dieser Perspektive das Überleben der Firma zumindest für weitere vier Jahre gesichert. Nicht berücksichtigt sind hierbei Cash Flows aufgrund der Ausübung von im Geld



liegenden (Mitarbeiter-) Optionen. Daneben bestehen noch liquide Wertpapieranlagen von momentan 7,5 Mio. US-\$, wozu eine 12,8 %-Beteiligung an Esperanza Silver Corp. sowie kleinere Aktienpakete an Cardero Resource Corp., Mines Management Inc. und Vista Gold Corp. gehören.

Bewertung und Hebel

Da keine relevanten Umsätze generiert werden, versagen herkömmliche Bewertungsmethoden auf Basis der Cash Flows. SSRI als Nichtproduzent ist vielmehr eine Substanzspekulation und kann als eine unendlich lang laufende Kaufoption auf den Silberpreis interpretiert werden. Da diese Überlegung auch auf andere Silberaktien anwendbar ist, werden im folgenden die fünf größten und bekanntesten Silberwerte anhand ihrer Ressourcenbasis verglichen. Mit 9 Unzen pro auf die Unze normierte Aktie repräsentiert SSRI die mit Abstand höchste Substanz pro Anteil. Auch bei der zweiten Hebelgröße (Market Cap/Unze) schneidet die Aktie am besten ab. Allerdings entspricht der Wert von 0,60 US-\$ ungefähr dem Niveau, zu dem 2002 der Silberexplorer Corner Bay Silver von Pan American Silver übernommen wurde – wobei die Silberpreise damals über 10 % unter dem heutigen Level lagen. Derzeit scheint die Bewertung von SSRI also angemessen. Für deutlich steigende Aktienkurse ist folglich merklicher Rückenwind vom Underlying nötig. Voll zum Tragen kommt der Hebel vermutlich erst, wenn der Silberpreis in Richtung des für SSRI durchschnittlichen Break Even-Preises von 8 US-\$ läuft.

Denn dann kommt die der Aktie inhärente Option ins Geld. Die Gesellschaft selbst schätzt, daß 1 US-\$ Silberanstieg zu einer Verdopplung des Aktienkurses führt. In Anbetracht der hohen Liquidität der Aktie, die sich in einer Geld/Brief-Spanne von meist unter 1 % bewegt, haben wir es hier mit einer für Optionen einmaligen Liquidität zu tun. Wer bisher nur Hebelprodukte von Banken in Erwägung gezogen hat, dem sollte an dieser Stelle der deutlich höhere Bid/Offer-Spread sowie das Emittentenrisiko in Erinnerung gerufen werden.

Beurteilung – Stärken und Risiken

Unser Musterdepotwert (sh. S. 40) ist in politisch als zuverlässig einzustufenden Ländern mit hochwertigem Silbervorkommen gut diversifiziert vertreten. Das Management von SSRI versteht die Silberstory und setzt sie konsequent um. Der beständige Ressourcenausbau auf mittlerweile über 16 Unzen Silber pro Aktie wurde zu niedrigen Preisen bewerkstelligt – der Lagerstättenerwerb erfolgte regelmäßig mit deutlichen Abschlägen auf die von Vorbesitzern getätigten Investitionen. Das Wachstum der Ressourcen liegt deutlich über dem Branchendurchschnitt. Das erfahrene und auskunftswillige Management genießt in der Branche eine exzellente

VERGLEICH DER RESSOURCENBASIS VON SILBERAKTIEN

	PAN AMERICAN SILVER (PAAS)	HECLA MINING (HL)	COEUR D'ALENE (CDE)	APEX SILVER (SIL)	SILVER STANDARD (SSRI)
AKTIENKURS (US-\$)	12,20	7,40	4,80	17,00	10,00
AKTIENKURS IN UNZEN (= AKTIENKURS/5,50)	2,2	1,3	0,9	3,1	1,8
AUSSTEHENDE AKTIEN (MIO.)	51,8	114,4	213,1	36,8	40,8
MARKET CAP (MIO. US-\$)	632	847	1.023	625	408
RESSOURCENBASIS (MIO. UNZEN)	700	80	220	500	668
MARKET CAP/UNZE (US-\$)	0,9	10,60	4,7	1,3	0,6
RESSOURCEN/AKTIE (UNZEN)	13,5	0,7	1,0	13,6	16,4
SILBERRESSOURCEN PRO UNZE AKTIENWERT (UNZEN)	6,1	0,5	1,2	4,4	9,0

Reputation. Die Liquiditätssituation ist gesund, und Privatplazierungen sind bisher immer problemlos über die Bühne gegangen. Per 30.6.2003 wurden 94 % der SSRI-Aktien von 19.000 Privatanlegern aus 40 Ländern gehalten. Eine Steigerung der Aufmerksamkeit unter institutionellen Investoren ist im 2. Halbjahr 2003 durch eine gezielte Investor Relations-Kampagne erreicht worden. Hier besteht sicherlich noch Nachholbedarf – wie auch in Bezug auf das Coverage durch Analysten und Broker. Die wertvolle Ressourcenbasis in Kombination mit dem hohen Streubesitz machen SSRI zu einem idealen Übernahmekandidaten – spätestens bei Knappheit signalisierenden explodierenden Silberpreisen. SSRI ist also her-

vorragend positioniert, um von einer Silberhaussa maximal zu profitieren. Technisch betrachtet zeichnet sich SSRI durch eine enorme relative Stärke aus, da die Aktie im Gegensatz zu den meisten anderen Edelmetallwerten bereits neue Allzeithochs erreicht hat. Kursrisiken für die Aktie ergeben sich aufgrund technischen Rückschlagspotentials nach dem rasanten Anstieg der letzten Monate. Der enorme Hebel wirkt selbstverständlich auch bei fallenden Silbernotierungen, da dann nicht nur die Substanz Werteinbußen erleidet, sondern auch Finanzierungsrunden zäher verlaufen, was wiederum das Wachstum beeinträchtigt. Zudem hat SSRI als führende Ressourcenge-

sellschaft wahrscheinlich weniger Erfahrung mit dem Aufbau und dem Betreiben von Minen, so daß zusätzliche Kosten und Schwierigkeiten bei der Expansion in diesen Geschäftsbereichen entstehen könnten. Außerdem würden die mit der Produktionsaufnahme notwendigen Kapitalerhöhungen zu einer Verwässerung der Altaktionäre führen.

Fazit

Für Silberbullen sollte die Aktie von Silver Standard Resources Inc. (SSRI) ein exzellentes Investmentvehikel sein. Die Kursexplosion der letzten Wochen hat allerdings dazu geführt, daß unser Musterdepottitel nun nicht mehr unterbewertet ist. Von den langfristig ausgezeichneten Perspektiven für das Edelmetall sollte dieser Blue Chip der Explorationsbranche dennoch überproportional profitieren, denn die SSRI-Aktie vereint Substanz, Wachstum und Hebel auf den Silberpreis in vollendeter Weise. Kursrückschläge sollten zum langfristigen Einstieg genutzt werden. Die größte Liquidität hat die Aktie an der Nasdaq (SSRI), sie wird aber auch in Vancouver (SSO) und Frankfurt (WKN 858 840) regelmäßig gehandelt.

Jürgen Ganßleben



Externe Analyse

Heidelberger Druckmaschinen AG

„New Heidelberg“ birgt langfristig Potential

Von Michael Punzet, Analyst bei der Landesbank Rheinland-Pfalz



Michael Punzet

Der Heidelberger-Konzern ist Weltmarktführer für Drucklösungen und verfolgte einen ganzheitlichen Systemansatz. Jüngst verkündete das Management in Folge des anhaltenden Konjunkturabschwungs den umfassendsten Konzernumbau in der 150jährigen Unternehmensgeschichte. Die Produktion von Rollenoffsetmaschinen, die speziell für die Herstellung von Hochglanzkatalogen und Zeitungen mit hoher Auflage eingesetzt werden, soll voll-

ständig abgegeben werden. Service und Vertrieb sollen jedoch in diesem Segment beibehalten werden, um als „bester Partner der Printmedien-Industrie“ die Dienstleistungen weiterhin anbieten zu können. Auch der Bereich Digitaldruck steht vor einer Neuordnung. Mit dem 400 Mio. Euro-Programm, wovon nur 100 Mio. Euro liquiditätswirksam sind, zielt das Management auf eine langfristige Erhöhung der Umsatzrentabilität auf 10 bis 12 % für das Geschäftsjahr 2006/2007, so daß die bislang in diesem Jahr schwache Unternehmensentwicklung den Tiefpunkt darstellen sollte.

Unternehmen

Der Konzernumsatz blieb im ersten Halbjahr 2003/2004 hinter den Erwartungen zurück und reduzierte sich im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 20,7 % auf nunmehr 1.509 Mio. Euro. Rund ein Drittel der Umsatzreduzierung ist auf Währungskurseffekte zurückzuführen, die durch sonstige betriebliche Ergebnisse aufgefangen werden. Der überproportionale Rückgang im Segment Bogenoffsetdruckmaschinen (-25,3 %) und Web Systems (-13,9 %) wirkt sich aber unmittelbar auf das Ergebnis aus. So wird erstmals ein negatives Halbjahresergebnis von 129 Mio. Euro ausgewiesen. Das Unternehmen hält auch nach der am 27. November veröffentlichten Neuausrichtung an der Jahresprognose fest, zumindest im operativen Jahresergebnis eine schwarze Null ausweisen zu können (Halbjahr: -93 Mio. Euro). Zwar zeigt das traditionell stärkere 2. Quartal eine leichte Verbesserung im Quartalsergebnis (-53 Mio. Euro gegenüber -77 Mio. Euro im 1. Quartal), und insbesondere der Auftragseingang, der die Konsensprognose deutlich übertraf, scheint einen Wendepunkt zu signalisieren. Unsicherheit besteht darin, ob dieses Niveau auch für das zweite

Halbjahr beibehalten werden kann. Der fehlende Unternehmensausblick für das kommende Geschäftsjahr, das Verlängern der Kurzarbeit für die Beschäftigten im Bogenoffsetsegment bis zur DRUPA, der verschärfte Unternehmensumbau und die jüngsten Quartalszahlen der deutschen Konkurrenten König & Bauer und MAN Roland zeigen, daß das gesamte Marktumfeld zunächst schwierig bleibt.

Marktumfeld

Die monatliche Umfrage des Münchner Ifo-Instituts bei etwa 300 Betrieben der Druckindustrie in Deutschland hilft, das Hoffnungsfeuer der gesamten Branche für den Heimatmarkt zu schüren. So ist die Produktion im Oktober 2003 erstmals seit drei Jahren lebhafter als im Vormonat gewesen. Auch der Novemberbericht verbreitet zunehmende Zuversicht. Während der Geschäftsklimaindex auf ein Fünf-Jahres-Hoch klettert, hat sich die Nachfragesituation „merklich gebessert“. Nichtsdestotrotz hält der Preisdruck weiterhin an. Signifikante Margenerhöhungen werden sich erst einstellen, sobald die Konjunktur tatsächlich nachhaltig anspringt, die Kapazitätsauslastung und die Anzeigendichte steigen. Dieses Szenario ist aber in Europa und auf dem größten Einzelmarkt, den USA, kurzfristig nicht in Sicht. Einzig in Osteuropa scheint die Nachfrage ungebrochen. Insbesondere in Rußland und dem EU-Beitrittsland Polen konnte der Vorjahresumsatz gehalten und der Auftragseingang mit 130 Mio. Euro sogar übertroffen werden. In Asien verzeichnete das Unternehmen eine deutliche Zunahme an Auftragseingängen. Die Messe IGAS in Tokio und die erste All-in-Print Messe in Shanghai/China, die auf große Resonanz beim Fachpublikum stieß, zeigen, daß Asien als Zugpferd für die lahme Druckindustrie in Europa dienen und die DRUPA im Mai 2004 zusätzliche Impulse für Heidelberger Druckmaschinen geben könnte.



Chancen

Die weltgrößte Messe für Druckmaschinen in Düsseldorf findet im vierjährigen Rhythmus statt, das nächste Mal im Mai 2004. Die Aussteller, und mit ihnen der Marktführer aus Heidelberg, erhoffen sich daraus einen ähnlich positiven Effekt wie dies bereits 2000 der Fall war. Doch die aktuellen Vorzeichen sind andere, obwohl die Erwartungen nicht minder hoch sind. Die letzte DRUPA fiel mit dem konjunkturellen Höhepunkt der Branche zusammen. Außerdem führte Heidelberger Druckmaschinen erstmalig neue innovative Technologien wie den Digitaldruck einem internationalen Publikum vor. Auf der kommenden DRUPA scheinen nun zwar effizientere, nicht aber bahnbrechende neue Produkte vorgestellt zu werden. Im Vorfeld der Messe ist darüber hinaus mit Auftragszurückhaltung zu rechnen, in der Hoffnung auf innovative Überraschungen. Als wichtiger Impulsgeber für die umsatzstärksten Regionen EMEA und Amerika kann die DRUPA aber dienen. Sicherlich hat der bisherige Kursverlauf der Heidelberger Druck-Aktie bereits einige Phantasie vorweggenommen, und es bleibt weiterhin unsicher, ob der Erwartungsdruck tatsächlich erfüllt werden kann.

Das Restrukturierungsprogramm, mit dem Titel „New Heidelberg“, sieht einen weiteren Stellenabbau um 1.000 Stellen vor, eine funktionale Ausrichtung der Organisationsstruktur und eine Focussierung auf den Bereich Bogenoffsetdruck. Die Geschäftsfelder Web- und Digitaldruck, die als Sorgenkinder im Heidelberger Unternehmen gelten, sollen umgegliedert werden. Zwar wurden endgültige Lösungen noch nicht vorgestellt, aber ein Zeitplan mit einigen Details veröffentlicht. So befinden sich die Gespräche für eine wahrscheinliche Übernahme der Web-Sparte durch Goss, ein auf Zeitungsdruck spezialisiertes US-Unternehmen, auf der Zielgerade. Eine Entscheidung für den Bereich Digitaldruck soll bis spätestens März 2004 verkündet sein, als wahrscheinlichste Option scheint eine Reduzierung des Anteils am Joint Venture mit Kodak. Operativ haben der Web- und Digitaldruck im ersten Halbjahr 66 Mio. Euro von den insgesamt 93 Mio. Euro Verlust verursacht, aber nur zu einem minimalen Umsatz- und Auftragsingangsanteil von unter 20 % beigetragen. Im Vorfeld der Ankündigung wurde bereits über eine Veräußerung der Sparten spekuliert, so daß fehlende Fakten noch keine wirklichen Kurs sprünge auslösten. Doch sobald darüber endgültige Klarheit herrscht, könnten diese dem Unternehmen nachhaltige Phantasie verleihen.

Die hohe Volatilität der Aktie dürfte mit den immer wieder aufkeimenden Übernahmespekulationen erklärbar sein. Während Konkurrenten durch kartellrechtliche Probleme bereits frühzeitig ausscheiden dürften, hält sich das Gerücht eines potentiellen

Großinvestors hartnäckig im Markt. Der Mehrheitsaktionär RWE sieht die Beteiligung an Heidelberger Druck als Nichtkerngeschäftsfeld an und möchte sich definitiv davon trennen. Auch die anderen Gesellschafter Allianz, Commerzbank und Münchner Rück (zusammen rund 28 %) möchten ihr Beteiligungsportfolio neu strukturieren. Doch noch ist offen, ob die Preisvorstellungen der Aktionäre sich mit denen der potentiellen Käufer decken.

Risiken

Das größte Risiko besteht in der bereits vorweggenommenen Konjunkturerholung. Nur bei einer dauerhaften Verbesserung des Klimas dürfte die Investitionsnachfrage anspringen. Erst wenn Überkapazitäten abgebaut sind und die Ertragsseite der überwiegend mittelständigen Druckereien und Verlage sich aufhellt, steigt die Bereitschaft zum Kauf neuer Maschinen. Zusätzlich könnte die DRUPA nur einen temporären Impuls freisetzen. Interessant ist hierbei ein branchenfremder Vergleich mit der IAA. Auch dort ruhten die Hoffnungen der gesamten Automobilbranche sowie der Investoren auf der Messe und führten kurzfristig zu Kurs sprüngen, doch die erhofften langfristigen Wachstumsimpulse blieben bislang aus.



Ein weiteres Risikoszenario besteht in der künftigen Entwicklung des US-Dollars. Nahezu der gesamte Weltmarkt wird von drei deutschen und dem japanischen Unternehmen Komori aufgeteilt. Durch die parallele Yen- und Euro-Stärke gegenüber dem Dollar entstehen daher keine klaren Wettbewerbsvorteile für einen der Konkurrenten.

Der Marktführer aus Heidelberg hat sich für das laufende Geschäftsjahr eine Euro/US-\$-Parität und für das kommende Geschäftsjahr einen Euro/US-\$-Kurs von 1,10 gesichert, so daß Umsatzverluste durch Währungskursgewinne abgefedert werden. Trotzdem ist in den Dollar-Regionen mit sinkenden Margen zu rechnen, da Preissteigerungen kaum durchsetzbar sein dürften.

Fazit

Ein Vergleich mit dem Konkurrenten König & Bauer auf Kurs/Gewinn-Basis für das kommende Geschäftsjahr zeigt, daß beide Unternehmen mit einem durchschnittlich erwarteten KGV von rund 26 aufkeimende Konjunkturphantasie bereits enthalten. Kurzfristig überwiegen daher bei dem aktuellen Kursniveau die Risiken, daß die impliziten Konjunkturerwartungen nicht erfüllt werden. Die Bekanntgabe weiterer Details zum Unternehmensumbau dürfte zu deutlichen Kursbewegungen führen. Für langfristige Investoren, die auf eine erfolgreiche Umstrukturierung des Konzerns und auf einen Boom in den Heimatmärkten Amerika und Europa setzen, ist die Aktie sicherlich ein interessanter Turnaround-Kandidat.

MoneyTalk

„Die nächsten beiden Jahre sind ganz entscheidend“

Smart Investor im Gespräch mit Norbert Lang, Finanzvorstand des Internet-Service-Anbieters United Internet, über den laufenden Markteintritt in den USA und die nächsten Schritte auf dem Weg zum Global Player

Smart Investor: Die letzten von United Internet gemeldeten Geschäftszahlen sahen recht gut aus. Vielleicht könnten Sie die herausragendsten Punkte kurz kommentieren.

Lang: Das Umsatz- und Auftragswachstum in der Berichtsperiode kann sich wirklich sehen lassen. Dabei ragte das Geschäft im Produktbereich deutlich heraus, wo der Vorsteuergewinn im Neunmonatsvergleich um 42 % auf fast 44 Mio. Euro wuchs. Die Vorsteuergewinnmarge lag so bei über 20 %.

Smart Investor: Im Outsourcing-Geschäft läuft es dagegen längst nicht so gut wie im Produktgeschäft, die Erträge liegen unter den Vorjahreswerten. Was planen Sie hier im Weiteren?

Lang: Hier muß man sehen, daß wir nach Erhalt eines Großauftrags zunächst die personalintensiven Kapazitäten auf- und ausbauen müssen, z.B. in Skandinavien, Großbritannien und Polen, was anfangs natürlich das Ergebnis belastet. Das kann je nach Entwicklung einige Monate in Anspruch nehmen, bis wir unsere Zielproduktivität wieder erreichen. Das Outsourcing-Geschäft kann mit dem Wachstum im Produktbereich in der Tat nicht mithalten, das Umsatzverhältnis lag zuletzt schon bei 4 zu 1.

Smart Investor: United Internet versucht jetzt, auch in Amerika Fuß zu fassen. Welche Zielsetzungen haben Sie dort?

Lang: Im Gegensatz zum deutschen Markt ist der amerikanische extrem zersplittert, es existieren dort ca. 2.000 Anbieter. Wir werden ähnlich vorgehen wie bei unserem Markteintritt in Großbritannien vor rund 2 1/2 Jahren, wo wir unsere Strategie durch den inzwischen eingetretenen Erfolg bestätigt sehen. In punkto Neukundengewinnung liegen wir dort jetzt auf Platz 1, obwohl wir damals als 643. Unternehmen auf den Markt kamen. Sie finden auch heute in den USA schon Gesellschaften, die auf EBITDA-Basis positiv sind, aber ich sehe kein Unternehmen, das auch auf Vorsteuerbasis einen Gewinn macht. Trotz unserer qualitativ hochwertigen Produkte und Dienstleistungen können wir auch in den USA eine Preisstruktur bieten, die deutlich unter den teilweise zwei- bis dreimal so hohen Marktpreisen liegt. Der Grund, daß wir trotzdem Gewinne erzielen, liegt in der Art des Geschäftes. Wir betreiben letztlich ein Softwaregeschäft, bei dem wir die auf international gleichen Standards aufsetzende Software nicht verkaufen, sondern in unseren Rechenzentren betreiben und an unsere Kunden vermieten. Es kommt daher schlicht auf die Kundenzahl an: Die Entwicklungskosten bleiben die gleichen, ob Sie nun 10 oder 10.000 Kunden ansprechen und ob diese in Deutschland, Großbritannien oder den USA sitzen.

Smart Investor: Für das US-Geschäft sind aber auch Anlaufverluste zu erwarten. Wo wäre die Grenze zu setzen oder gibt es keine?

Lang: Die derzeit laufende Einführungsphase sieht bereits ziemlich vielversprechend aus, sie endet dann auch ungefähr mit dem Jahreswechsel. Danach hängt alles von der Frage ab, was uns die Gewinnung eines einzelnen Kunden kostet. Wir könnten sicher auch ohne den US-Markt leben, indem wir uns auf wachstumsstarke europäische Länder konzentrieren, wo sich weiterhin starkes organisches Wachstum erzielen läßt. Einige Märkte in Europa sind bezüglich DSL noch überhaupt nicht entwickelt. Aber auf einem so interessanten und aussichtsreichen Markt wie dem der USA wären wir sehr gern dabei.



Norbert Lang

Smart Investor: Sollen Dividenden jetzt zu einem zentralen Punkt der Unternehmenspolitik werden?

Lang: Ja, dies hatten wir schließlich Anfang des Jahres so kommuniziert. Neben der Basisdividende werden wir eine variable Dividende ausschütten, die je nach den Bedürfnissen und der Ertragssituation eines konkreten Jahres entsprechend schwanken kann.

Smart Investor: Wo und als was sehen Sie United Internet in den nächsten paar Jahren?

Lang: Ganz entscheidend sind meiner Ansicht nach die nächsten beiden Jahre. Wenn United Internet den Markteintritt in den USA so vollzieht, wie wir uns das vorstellen, dann gelänge uns damit der entscheidende Schritt zum Global Player.

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

Interview: Falko Bozicevic

Buy or Good Bye

Buy: Norilsk Nickel

Eine Art Gemischtwarenladen in Bezug auf Rohstoffe können sich Anleger mit dem russischen Bunt- und Edelmetallschürfer Norilsk Nickel ins Depot legen. Der Konzern ist der weltweit größte Produzent nicht nur von Nickel, sondern auch von Palladium. Letztes stand von 2001 bis Mitte 2003 nicht mehr in der Gunst der Industrie, was den Kurs um 80 % auf 150 US-\$ pro Unze einbrechen ließ. In gleichem Maße stieg Platin (durch Substitutionseffekte z.B. in der Katalysator-technologie) im Gegenzug an. Neben Impala Platinum und Anglo American Platinum sind die Russen auch hier vorne mit dabei. Bei einem Kursverhältnis von 4 zu 1 für Platin wird sich die Forschung in den nächsten Jahren aber zwangsläufig früher oder später wieder auf den günstigeren Part konzentrieren. Das weiß auch Norilsk und kündigte seinerseits an, diesbezügliche Projekte zu fördern oder gar zu finanzieren.

Auch die Expansion in den Goldsektor hat der Rohstoffkonzern durch einen harten Bieterwettstreit forciert. Weitere Goldreserven von über 1 Mio. Unzen ergänzen seit kurzem das Portfolio der Russen. Auch andere Grundstoffe (wie Nickel bei fast 6 US-\$ / Pfund) notieren auf neuen Mehrjahreshochs (vergleiche hierzu auch Smart Investor 12/2003, wo wir den australischen Zinkproduzenten Perilya empfahlen, der sich jetzt auch im Musterdepot befindet). Das schlägt sich auch in den Zahlen nieder: Der Umsatz stieg nach neun Monaten um 54 % auf 3,1 Mrd. US-\$, der operative

Gewinn verdoppelte sich sogar – selbst wenn man berücksichtigt, daß die russische Bilanzvorschrift RAS noch eine Spur weniger aussagekräftig sein könnte als das neue US-GAAP. Im Prinzip läuft alles für Norilsk, und das hat sich auch im Kursverlauf manifestiert. Nach dem Yukos-Schock hat sich der Kurs überzeugend rasch wieder nach oben ausgerichtet. Daß die Aktie mit ca. 8 ein nur halb so hohes KGV besitzt wie ausländische Konkurrenten, ist Ausdruck des generellen Rußland-Risikos, dessen sich Anleger aber immer bewußt bleiben müssen.



Good Bye: Intershop

Der angeschlagene Ex-Highflyer des Neuen Marktes verabschiedet sich nun auch von der US-Computerbörse Nasdaq, die man im Zuge des einstigen Booms mit stolz geschwellter Brust angesteuert hatte. Immerhin ermöglichte das den US-Shortsellern, den wahren Unternehmenswert (mit Erfolg) auszuloten. Das US-Geschäft aber bleibe bestehen – noch, sollte hinzugefügt werden. Denn das Jenaer Softwareunternehmen hat mittlerweile alles ausgetauscht oder umgekrempelt, was einst ohne jedwede Scheu von Kosten installiert wurde: Die Mitarbeiterzahl wird auf 250 fast halbiert, den neuen Vorstandsvorsitzenden (Jürgen Schöttler, der zunächst und nicht lange zuvor nur als Finanzvorstand ins Unternehmen kam) kennt man praktisch noch gar nicht und auch von der Hälfte des Jahresumsatzes trennt sich Intershop. Keine schlechte Idee, wenn man bedenkt, daß schließlich jeder Euro Umsatz im laufenden Jahr fast zwei Euro kostet.

Nun hat Intershop den Cash Burn seit Sommer zumindest ansatzweise in den Griff bekommen. Die Gesamtliquidität sank seit Juni nicht weiter und lag zuletzt bei noch knapp 11 Mio. Euro. Gegenüber dem schrecklichen zweiten Quartal stieg der Umsatz in Q3 wieder um 16 % auf 6,5 Mio. Euro. So käme man auf 25 Mio. Euro im laufenden Jahr – allerdings bei Verlusten von noch fast 20 Mio. Euro. Die Nachricht, daß Intershop den Barmittelverbrauch begrenzen konnte, wurde Ende Oktober

mit einer Kursverdoppelung honoriert. Bei einem ambitionierten Kurs/Umsatz-Verhältnis von 2,3 fragt man sich, welche Hoffnungen Investoren mit einem Engagement in Intershop noch verbinden. Im dritten Quartal schließlich ist nicht mehr gelungen, als weiter die Kostenschrauben anzuspinnen. Und Intershop wird die Mitarbeiterzahl kaum auf Null bringen können. Der Nachweis über eine Konkurrenzfähigkeit der Intershop-Software steht zudem bis heute noch aus bzw. wurde durch die Geschäftsentwicklung negativ beantwortet.



Turnaround

comdirect bank AG

Aufwärts im Windschatten der Börsen

Standen die Discount Broker in den Jahren 2001 und 2002 vor dem scheinbaren Ruin, so hat sich die Lage mit dem aufgehellten Börsenklima deutlich entspannt. So präsentierte sich die comdirect bank vor einer großen Schar Analysten auf der German MidCap Conference Ende November in runderneuerter Verfassung.

Reifeprozess durchlaufen, Verlustbringer adé

Der Markt für Brokerage-Dienstleistungen ist spätestens 2002 in seinen Reifeprozess übergegangen. Die vielen kleinen Broker, die aus dem Nichts auf den Markt drängten, sind entweder abgewickelt oder re-integriert worden. Als börsennotierte Profiteure blieben hierzulande dann doch nur wieder die drei großen Direktbanken übrig, die auch schon vor dem 1999 einsetzenden Boom im Geschäft waren. Die comdirect bank ist eine von diesen dreien, und die Zeit der Konsolidierung wurde offenbar sinnvoll genutzt: Im dritten Quartal 2003 erreichten die Quickborner ein Rekordergebnis und untermauerten damit ihre Position des deutschen Marktführers. Die hoch defizitäre italienische und auch die französische Tochter wurden gleich Anfang/Mitte 2002 wieder abgestoßen, so daß das fast zu zwei Dritteln in den Händen der Commerzbank befindliche Unternehmen außer in Deutschland jetzt nur noch auf dem britischen Markt vertreten ist.

Standfester auf drei Beinen

Nun kommt der Turnaround nicht von ungefähr. Der seit April 2003 laufende Aufwärtstrend an den Börsen weltweit trägt sicher seinen Teil dazu bei, doch auf einem unfruchtbaren Boden würde schließlich trotz Bewässerung nichts wachsen können. Es ist die nachdrückliche Ausrichtung auf den Komplettanbieterstatus, der die comdirect bank die Kurve hat bekommen lassen. Online-Trading ist nur noch eine Funktion des Dienstleistungsspektrums, wenn auch die wichtigste. Neben den klassischen Bankfeatures (u.a. Girokonten) gehört ein breites Spektrum an Investmentprodukten (vor allem Fonds) inzwischen zum Standardrepertoire. Zusätzlich kamen verstärkt Funktionen der Finanz- und Vermögensberatung hinzu. Eine nicht unwesentliche Rolle spielt auch die Ko-



operation mit T-Online, Deutschlands wichtigstem Internet-Zugangspvieder und damit entscheidender Zubringer der Zielgruppenklientel. T-Online ist übrigens selbst mit 21,4 % an der comdirect bank beteiligt.

Externe und interne Ergebnisbringer

Die konsequente Verschlinkung gipfelte zuletzt im besten Quartalsergebnis seit Gründung der Bank im Jahr 1994: 16,8 Mio. Euro lautete das operative Ergebnis im dritten Quartal, nach 10 Mio. Euro in Q2 und 5 Mio. Euro in Q1. In 2002, dem Jahr der handfesten Krise, fiel nach neun Monaten noch ein kumuliertes Minus von 27,6 Mio. Euro an. Entscheidend für diesen Ergebnisswing war, daß man es geschafft hat, das Verhältnis zwischen Kosten und Ertrag von unsäglichem 97 % im Vorjahr auf jetzt 60 % zu drücken. Die zweite Hälfte geht im wahrsten Sinne des Wortes auf das Konto der comdirect bank-Kunden: Dank freundlicherer Märkte legte das Ordervolumen um 23 % und damit doppelt so stark zu wie das der Deutschen Börse, auch stieg das Depotvolumen um beachtliche 33 %.

Fazit

Der Amsantritt des 37jährigen Achim Kassow als CEO im Juni 2002 ging einher mit einem Großreinemachen beim deutschen Marktführer. Die rasche Umsetzung der Management- und Strategieentscheidungen verfehlte ihre Wirkung nicht. Die Ankündigung einer Dividendenpolitik dürfte das deutlichste Anzeichen des Vertrauens in den vollzogenen Turnaround sein. Allerdings, dies ist inzwischen auch bereits in den Kursen enthalten – und mehr als das sogar (sh. Tabelle). Solange die Börsen jedoch steigen, dürfte auch comdirect noch über weiteres Kurspotential verfügen.

Falko Bozicevic

COMDIRECT BANK AG			
BRANCHE	BANKEN		
WKN	542 800	AKTIENZAHL (MIO.)	140,50
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 15.12.03 (EURO)	7,36
MITARBEITER	922	MCAP (MIO. EURO)	1034,1

	2002	2003€	2004€
UMSATZ (MIO. EURO)	181,9	150,0	165,0
% GGÜ. VJ.		-17,5 %	+10,0 %
EPS (EURO)	-0,07	0,21	0,25
% GGÜ. VJ.			+19,0 %
KUV	5,68	6,89	6,27
KGV	-105,1	35,0	29,4

In dieser neuen Rubrik stellen wir Unternehmen vor, die unserer Meinung nach vor oder in der Phase eines Turnarounds stehen. Eine Kauf- oder Verkaufempfehlung ist damit nicht zwangsläufig verbunden.

Musterdepot

Endaufstellung angenommen

Unser Musterdepot gewann im letzten Monat zwar leicht hinzu, wurde vom Dax aber outperformt. Dennoch fühlen wir uns mit unserer breiten Aufstellung wesentlich besser als der deutsche Leitindex gerüstet, auch mal schwächere Phasen zu überstehen.

Aktuell kein Handlungsbedarf mehr

Der Dax legte seit Erscheinen des letzten Smart Investor weitere 3,3 % zu, da können wir mit unserem breit diversifizierten Depot nicht ganz mithalten. Die Kunst besteht jedoch nicht darin, im Aufwärtstrend einen volatilen Leitindex zu schlagen, sondern darin, wenn es mal nicht mehr permanent aufwärts geht, weniger stark oder sogar gar nicht einzubüßen. Dies ist schließlich auch eines der Ziele von Hedgefonds (lesen Sie hierzu bitte auch die Seiten 18-20 sowie 41/42). Unter diesem Aspekt sehen wir uns mit unserer Drei-Säulen-Strategie aus Rohstoff-Titeln, ausgewählten asiatischen Unternehmen sowie deutschen Spezialsituationen bestens gewappnet, den Dax in jedweder schwächeren Börsenphase hinter uns zu lassen. Der breite S&P 500 entwickelte sich im übrigen weit schlechter als unser Depot. Angesichts der auf 14 % heruntergefahrenen Liquidität müssen und können wir auch in nächster Zeit keine größeren Zukäufe mehr vornehmen. Im Gegenteil: Energiekontor und Highlight hatten wir unter Trading-Gesichtspunkten aufgenommen, so daß wir hier eventuell auch mit Stops operieren. Als möglichen Zukauf behalten wir allenfalls Norilsk Nickel (siehe auch „Buy & Good Bye“ auf S. 38 sowie das Rußland-Special ab S. 6) auf unserer fiktiven Watchlist, einen Kauf würden wir dann aber kurzfristig entscheiden und wie üblich über den Newsletter Smart Investor Weekly (www.smartinvestor.de) bewerkstelligen.

Hoch beim Gold, aber Tief bei Durban

Durban Roodepoort mußte im Vergleich zum Vormonat nochmals kräftig Federn lassen und fiel jetzt sogar ins Minus. Selbst der Goldpreis auf einem Mehrjahreshoch hat nicht ausgereicht, um den negativen Einfluß der steigenden südafrikanischen Währung aufzufangen. Anfang Dezember waren nur noch etwas mehr als 6 Rand für einen Dollar zu bezahlen. Da bei diesem Goldpreis (in Rand ausgedrückt) die Produktion in einigen Minen unattraktiv wird, hat Durban sogar eine Mine stillgelegt, um so Verluste zu begrenzen. Die Unternehmensführung von Durban wäre nicht die erste, die eine solch drastische Maßnahme wie eine Minenstilllegung zur Un-Zeit vornimmt. Sollte der Dollar zu einer Korrektur ansetzen, sind wir auch auf diesem Weg und in dieser Richtung diversifiziert aufgestellt, denn für Harmony Mining gilt im Prinzip das gleiche wie für Durban.

„Turnaround“ bislang nur im Kurs

Unsere beiden neuen deutschen Titel Schaltbau („Turnaround“ in Ausgabe 12/2003) und Arques erwiesen sich als genauso spekulativ wie wir vermutet, aber eben nicht unbedingt gehofft hatten. So liegt Arques bei 12 Euro gegenüber unserem Einstand von 16 Euro doch ein wenig schmerzlich im Minus. Schaltbau hat 4 % nachgegeben. Bei beiden Titeln waren wir uns des Risikos vollauf bewußt, und genau deshalb haben wir hier auch nur entsprechend kleine Positionen verantwortet. Dies gilt auch für die US-Ölexplorationsgesellschaft Tri-Valley und

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)

PERFORMANCE: +32,1 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +51,5 %); +1,1 % GG. VORMONAT (DAX: +3,3 %)

TITEL (LAND)	WKN	STRATEGIE**	STÜCK	KAUF-DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF	STOP-KURS
BANPU (THAI)	882 131	A	5.000	02.06.03	0,82	2,27	11.350	+19,5 %	+176,8 %	
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.03	3,90	8,30	8.300	+24,8 %	+112,8 %	
BAYWA (D)	519 406	S	700	28.10.03	9,50	12,60	8.820	+26,0 %	+32,6 %	
HARMONY MINING (SA)	864 439	R	800	15.07.03	10,00	12,70	10.160	+0,8 %	+27,0 %	
GROESUS MINING (AUS)	871 679	R	15.000	02.06.03	0,30	0,38	5.700	-9,5 %	+26,7 %	
CANON (J)	853 055	A	300	31.03.03	32,50	37,85	11.355	-4,1 %	+16,5 %	
PERILYA (AUS)	876 505	R	5.000	24.11.03	0,61	0,71	3.550	-	+16,4 %	
HUANENG POWER (CHI)	892 647	A	150	08.08.03	44,80	50,30	7.545	+0,3 %	+12,3 %	
CNR (CAN)	865 114	R	150	18.09.03	34,00	37,68	5.652	+0,3 %	+10,8 %	
HIGHLIGHT (D)	920 299	S	2.000	28.10.03	2,58	2,80	5.600	-1,4 %	+8,5 %	
TOM.COM (CHI)	935 147	A	20.000	29.07.03	0,23	0,24	4.800	-4,0 %	+4,3 %	
ENERGIEKONTOR (D)	531 350	S	2.000	28.10.03	2,25	2,22	4.440	-12,3 %	-1,3 %	1,90
SCHALTBAU (D)	717 030	S	600	17.11.03	5,20	5,00	3.000	-	-3,8 %	
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.03	3,70	3,50	2.625	-	-5,4 %	
DURBAN DEEP (SA)	865 260	R	5.000	27.03.03	2,13	1,99	9.950	-14,6 %	-6,6 %	
TATNEFT (RUS)	904 282	R	500	14.10.03	22,10	17,80	8.900	+3,2 %	-19,5 %	15,00
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.03	16,00	12,50	2.500	-26,5 %	-21,9 %	
LIQUIDITÄT UND LIQUIDITÄTSQUOTE							17.948	(13,6 %)		
GESAMTWERT							132.120			

*) am 15.12.2003; in Euro; **) Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A= Asien; S= Spezialsituationen)

den australischen Zink-Explorateur Perilya. Bei letzterem stellte sich unser Abstauberlimit bei 0,61 Euro als goldrichtig heraus, inzwischen stieg der Kurs bereits über 0,70 Euro. Auch bei den im Minus liegenden Unternehmen sind wir von den Aussichten weiterhin überzeugt. Daß mehrere negative Einzelentwicklungen vom Gesamtdepot so gut aufgefangen werden konnten, spricht dann auch eindeutig für unsere Drei-Säulen-Strategie.

Interview mit einem Investor I

„Viele Hedgefonds-Manager wissen nicht mal, warum sie irgendwann erfolgreich waren“

William Gianopulos, Hedgefonds-Manager bei Aegis Funds, über die Besonderheiten des Hedgefonds-Business und die Gründe, warum in Europa noch sehr viel Verbesserungsbedarf besteht

Smart Investor: Herr Gianopulos, was ist denn überhaupt das Besondere an Hedgefonds?

Gianopulos: Hedgefonds können sämtliche Asset-Klassen in einem einzigen Paket anbieten, praktisch wie ein One Stop Shopping. Als Anleger können Sie hier also prozentual mehr Geld anlegen als dies bei einer Diversifikation in nur eine Asset-Klasse der Fall sein sollte, ohne dabei Ihr Risiko zu erhöhen.

Smart Investor: Das klingt natürlich sehr positiv, so wie Sie es darstellen, aber wo ist hier der Haken?

Gianopulos: Hier in Amerika existieren mehr Aktienfonds als Aktien, auch gibt es mehr Handelsstrategien als qualifizierte Trader. Das große Problem bei jeder Strategie ist, daß sie nur solange erfolgreich ist, wie sie nicht von zu vielen übernommen wird. Zu viele Portfoliomanager imitieren nur ihre Kollegen oder deren Ansätze und erleiden dann urplötzlich Schiffbruch. Keine Strategie funktioniert immer und ewig, gerade als Hedgefonds-Manager muß man ständig etwas Neues finden, um seiner Zeit und seinen Kollegen voraus zu sein.

Smart Investor: Und welchen Ansatz verfolgen Sie persönlich, handeln Sie mit einem mechanischen System oder mehr aus dem Bauch heraus?

Gianopulos: Weder noch. Wir konzentrieren uns ausschließlich auf liquide Märkte, und das sind nun mal Aktien, Festverzinsliche und Währungen, und eben nicht ein skurriler Markt wie für Kakao-Futures, wo man durch Eingehen einer größeren Position unter Umständen selbst zum Markt wird. Wir verwenden riesige Mengen an historischen Daten zum Backtesting (Testen der Strategien anhand historischer Daten; Anm. d. Red.), teilweise zurück bis ins 18. Jahrhundert. Manchmal finden wir pro Jahr vielleicht nur eine einzige wirklich gute Idee, die im gegebenen Moment funktioniert, und die wird dann in unser Gesamtkonzept aus Technischem und Fundamentalem eingebettet. Damit justieren wir dann unser Mischungsverhältnis neu, immer bestrebt, anhand geringer Korrelationen die Volatilität und damit das Risiko zu senken. Wir sind nicht so eitel anzunehmen, daß wir voraussehen könnten, was als nächstes an den Märkten passieren wird – so funktioniert das nicht –, daher die permanente Suche nach komplementären und nicht korrelierenden Portfoliobestandteilen und Strategien.

Smart Investor: Was war denn Ihr größter Reifall oder Ihre folgenschwerste Fehlentscheidung?

Gianopulos: Ein Fehler liegt im Auge des Betrachters, und ich möchte Ihnen erklären, warum: 1999 sind wir komplett aus Long-Investments ausgestiegen, obwohl uns Anleger bedrängten. Das

Gebürtig aus Chicago, wendete sich William Gianopulos bereits während des Studiums den modernen Finanzmärkten zu. Der Buchautor und Fondsmanager hat heute seinen Schwerpunkt bei der Entwicklung von Handelssystemen und beim Money-Management. Sein erster Fonds, AEGIS Fund Class-C, weist seit Gründung vor zehn Jahren eine kontinuierliche Entwicklung aus. Vor einem Jahr kam CI Fund AEGIS Balanced hinzu. Beide Fonds sind auch für kleinere Investments offen.

Info: www.aegisfund.de



William Gianopulos

wirkte kurzzeitig wie eine totale Fehlentscheidung, erst später stellte es sich als Erfolg heraus. Etwas ähnliches spielt sich vielleicht derzeit ab, wir befinden uns noch immer in einer Post Bubble Economy, in die immer neues Geld hineingepumpt wird. Ich wäre nicht überrascht, wenn in fünf Jahren der Goldpreis bei 1.000 US-\$ oder sogar noch viel höher steht. Wer zu früh in Gold eingestiegen ist, hatte auf kurze Sicht auch wenig zu lachen gehabt.

Smart Investor: Wieso haftet Hedgefonds immer noch ein so zweifelhafter Ruf an, und wie ist diesbezüglich Ihr Ausblick?

Gianopulos: Ich sehe große Probleme für dieses Business, gerade was den Start jetzt in Deutschland angeht. Erstens ist es die weitreichende Unerfahrenheit der neuen Hedgefonds-Manager und zweitens frage ich mich, ob die deutschen Banken etc. überhaupt das Know-how besitzen in diesem Bereich. Die europäischen Rahmenbedingungen müssen ganz einfach besser werden, so hilft es niemandem, Einschränkungen aufzuerlegen, die einfach nur meinen Handlungsspielraum begrenzen und damit das Gesamtrisiko meines Fonds erhöhen – solche Restriktionen, wie wir sie in Europa sehen, sind völlig kontraproduktiv.

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

Interview: Falko Bozicevic

Bitte beachten Sie zu diesem Thema auch den Beitrag zu Hedgefonds auf S. 18 sowie die Rubrik „Derivate“ auf S. 21.

Interview mit einem Investor II

„Auf einen Track Record von mindestens 5, besser aber 7 bis 10 Jahren achten“

Smart Investor im Interview mit Dr. Marcel Giacometti, Präsident der US-Vermögensberatung Auda, über die Qualitäten von Hedgefonds-Managern, Renditeerwartungen und den deutschen Hedgefonds-Vertriebsstart 2004

Smart Investor: Ganz direkt gefragt: Warum sollte ich in Hedgefonds investieren?

Giacometti: Es ist kaum zu verstehen, wenn ein professioneller Investor nicht in Hedgefonds anlegt, zumindest wenn man über eine gewisse Summe verfügt. Als Privatanleger sieht die Sache ein kleines bißchen anders aus, weil man vielerorts derartig hohe Gebühren auferlegt bekommt, daß die Sache schon wieder unattraktiv wird.

Smart Investor: Können Sie uns Ihre Herangehensweise an die Finanzmärkte schildern?

Giacometti: Das ist rein analytisch, wir sind ja ein Dachfonds-Anbieter, der in Hedgefonds investiert. Wer macht was, wie gut ist das Management, welche Erfahrung hat es? Wir gehen hin und legen unsere Bewertungsmaßstäbe an. In erster Linie ist es ein Haufen harter Arbeit.

Smart Investor: Woran erkennen Sie denn einen guten Hedgefonds-Manager?

Giacometti: Am Track Record, seiner persönlichen Philosophie und daran, wieviel Geld er persönlich in seinem Fonds investiert hat. Je mehr Geld er mit wenig Leverage verdienen kann, desto besser natürlich; auf so etwas muß man besonders achten.

Smart Investor: Nun werden aber deutsche Anbieter, die 2004 ihr Geschäft aufnehmen, zwangsläufig noch „unbefleckte Blätter“ sein.

Giacometti: Natürlich wird man in der Anlaufphase eines solchen Projekts eine entsprechende Ausfallquote haben. Meiner Meinung nach sollten Sie als Anleger den weitaus größten Anteil Ihres Geldes nur in Hedgefonds investieren, die schon mindestens fünf Jahre dabei sind. Unsere institutionellen Investoren sind zufrieden, wenn sie wie bei dem aktuell tiefen Zinsniveau vielleicht 8 bis 10 % pro Jahr an Return bekommen. Junge Hedgefonds-Manager haben oft einen weit aggressiveren Ansatz, der sehr hohe Risiken mit sich führt.

Smart Investor: George Soros hat über viele Jahre hinweg 30 % p.a. geschafft. Ist so etwas heute völlig aus der Welt?

Giacometti: Ja! Angesichts des niedrigen Zinsniveaus und des Reifegrades, den das Hedgefonds-Business heutzutage erreicht hat, sind solche Renditen nicht dauerhaft möglich. Zugegebenermaßen war Soros auch einer der besten, und irgendwann wird es schon mal wieder einen überragenden Manager geben.

Smart Investor: Wie problematisch halten Sie denn (vor allem die für Deutschland geplanten) Transparenz- und Offenlegungsvorschriften – machen diese die Rendite kaputt?

Dr. Marcel Giacometti ist Präsident und CEO der US-amerikanischen Vermögensberatung Auda, die er 1989 gegründet hat, zuvor war er Vizepräsident bei J.P. Morgan. In nunmehr über 20 Jahren sammelte der Schweizer in verschiedenen Positionen und Funktionen umfangreiche Erfahrungen in der Finanzbranche. Auda verwaltet derzeit ca. 2,2 Mrd. US-\$ in mehreren Fonds, darunter auch 13 Hedgefonds. Der deutschsprachige Raum wird durch die Auda Deutschland GmbH abgedeckt. Info: www.auda.net.



Dr. Marcel Giacometti

Giacometti: Gegen Transparenzvorschriften ist im Prinzip nichts einzuwenden. Was aber noch mehr Sinn machen würde, wäre eine Aufschlüsselung, wer wieviel Geld bekommt.

Smart Investor: Welches spezielle Know-how muß man als Hedgefonds-Manager mitbringen?

Giacometti: Exzellente Ausbildung und ca. 10 Jahre praktische Erfahrung in einer Bank oder Vermögensverwaltung. Ansonsten beruht eigentlich alles auf Talent, Erfahrung und Arbeit, wie andernorts auch. Und wie ich schon sagte: Am vertrauenswürdigsten sind für mich Fonds mit mindestens 5, besser aber 7 bis 10 Jahren Historie und einem Manager, der auch sein eigenes Geld im Fonds hat.

Smart Investor: Woher kommt Ihrer Ansicht nach das negative Image von Hedgefonds?

Giacometti: Aus der Presse. Aber mich stört das nicht sonderlich, weil man dann als Klientel nämlich nur die Leute bekommt, die schon ausreichende Erfahrung besitzen. Die deutsche Presse ist ganz besonders „kritisch“, aber das hat auch Hintergründe: Die historische Gesetzgebung in Deutschland ist sehr verwirrend; die Regierung hat keine Ahnung, was sie eigentlich will, und dann wechseln die Gesetze alle paar Jahre wieder. Das verunsichert natürlich die Investoren.

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

Interview: Falko Bozicevic

Kolumne

Bewegungsdynamik – ohne sie geht nichts

Von Uwe Wagner*



Uwe Wagner

Wir erleben es oft und immer wieder: Die Kurse stehen kurz vor dem Sprung, das Umfeld scheint zu stimmen, und dann erstirbt die Bewegung, bevor sie richtig begonnen hat. Oder ein anderes Szenario: Aus einem langsam anlaufenden Bewegungsimpuls, dem man zunächst wenig Aufmerksamkeit schenkt, wird plötzlich ein stabiler Trend. Was ist es, das Bewegungsschübe einmal stabil und weiterführend werden und ein andermal im Keim ersticken lässt? Es ist die Bewegungsdynamik, die Kraft, mit der sich ein Bewegungsimpuls aufbaut und abläuft.

Aus unserer Sicht ist die mittelfristige Bewegungsdynamik die wichtigste markttechnische Komponente, das wichtigste Indiz, welches man bei der Beurteilung von Bewegungsimpulsen beachten sollte. Stellen Sie sich bitte vor, Sie fahren mit einem Fahrrad über einen stark beschädigten Weg und müssen gegen erheblichen Seitenwind ankämpfen. Fahren Sie sehr langsam, wird Ihr Fahrverhalten durch die äußeren Widrigkeiten deutlich gestört, Sie werden unter Umständen einige Male umgestoßen. Fahren Sie dagegen kraftvoller und mit mehr Schwung, steigt die Stabilität Ihres Fahrverhaltens und Sie werden die äußeren Hürden viel leichter bewältigen. Im ersten Falle hatten Sie eine niedrige Bewegungsdynamik, im letzten Fall dagegen eine höhere. Im Zusammenhang mit Bewegungstrends können wir ähnliche Feststellungen treffen: Trendverläufe mit einer hohen Bewegungsdynamik sind in der Regel recht stabil und in ihrem Ablauf recht zuverlässig. In solchen Phasen werden die meisten analytisch hergeleiteten Kursziele auch tatsächlich erreicht. Marktphasen mit einer niedrigen Bewegungsdynamik zeichnen sich dagegen in der Regel durch die Ausbildung von Konsolidierungszonen aus, hier treten die meisten Fehlsignale auf, Bewegungsimpulse halten meist nur wenige Tage, bevor ein neuer Richtungswechsel einsetzt, und Kursziele werden häufig verfehlt.

Die mittelfristige Bewegungsdynamik spiegelt im Grunde die Stärke der Dominanz einer Marktseite wider, des Angebotes oder der Nachfrage. Wird eine der beiden Seiten zunehmend stärker und erlangt kontinuierlich die Oberhand, drückt sich das auch in der Bewegungsdynamik aus. Mittlerweile gibt es verschiedene Technische Indikatoren, welche die Entwicklung der Dynamik einer Kursbewegung bewerten. Der bekannteste und gebräuchlichste ist der sogenannte ADX (Average Directional Movement Index). Ein steigender ADX signalisiert eine steigende Bewegungsdynamik und damit auch eine zunehmende Stabilität des Bewegungsimpulses.

Dieser Indikator funktioniert wie ein Geschwindigkeitsmesser in einem Auto, er zeigt uns die Intensität einer Kursbewegung an. Der ADX kann jedoch nicht zwischen steigenden oder fallenden Kursen unterscheiden. Wie bei einem Auto ist es im Grunde egal, ob es vorwärts oder rückwärts fährt, der Geschwindigkeitsmesser kann nur eine positive Geschwindigkeit anzeigen.

Der ADX weist die Intensität einer Bewegung in absoluten Zahlen zwischen 0 und 100 aus. Statistische Tests zeigen, daß ein ADX unter 20 Punkten auf eine trendlose Phase hinweist, ein ADX über 20 Punkten und steigender Tendenz unterstellt dagegen einen sich stabilisierenden Trendverlauf. Praktisch sinnvoll läßt sich ein ADX als Filter einsetzen, um die Trendverläufe herauszufinden, welche eine akzeptable Bewegungsstabilität erwarten lassen und bei einem akzeptablen Chance/Risikoverhältnis eine weiterführende Positionierung erlauben. Im Dax signalisiert ein steigender ADX oberhalb der 20 Punktmarke einen chancenreichen Trendmarkt. Bei einem ADX unter 20 oder bei fallender ADX-Tendenz sollte ein trendloser Markt unterstellt werden, hier liegt der Schwerpunkt dann bei der Beurteilung der oszillierenden Indikatoren. Für weiterführende Positionierungen ist diese Marktphase dann weniger geeignet.



In der nebenstehenden Grafik ist der Dax-Kursverlauf mit einem ADX (Berechnungsperiode: 14 Tage) unterlegt. Recht gut erkennt man die sich langsam entfaltende Bewegungsdynamik Anfang 2002, die mit der zunächst langsamen Ausbildung eines erneuten Abwärtstrends einhergeht. Den Höhepunkt an Dynamik sehen wir hier im Juni und Mitte Oktober des Jahres. Das Jahrestief 2003 wurde ebenfalls mit hoher Bewegungsdynamik markiert, bevor diese im Laufe des Jahres abschmolz. Auffallend für 2003 ist die dynamikarme Entfaltung eines primären Aufwärtstrends, was sich auch in der geringen Bewegungsstabilität des Dax-Kurses in den letzten Monaten widerspiegelte.

Unter der Leitung von Uwe Wagner veranstaltet der FinanzBuch Verlag am 24. Januar 2004 in Frankfurt das auf Privatanleger zugeschnittene Seminar „Traden-wie-ein-Profi“. Kontakt: 089 / 65 12 85 0 oder www.traden-wie-ein-profi.de

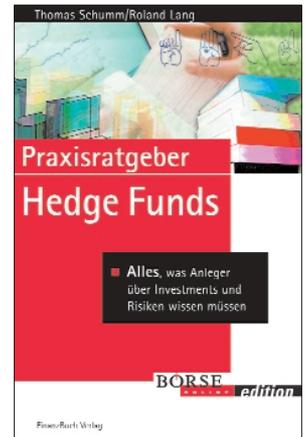
* Uwe Wagner ist bei der Deutschen Bank zuständig für Technische Analyse und mechanische Handelssysteme

Buchbesprechung

Praxisratgeber Hedgefonds – Alles, was Anleger über Investments und Risiken wissen müssen

Parallel zum Hedgefonds-Vertriebsstart in Deutschland erscheint dieser Praxisratgeber, gerade rechtzeitig also. Damit ist das Buch von Schumm & Lang das erste überhaupt auf dem Markt, welches die neue Gesetzeslage berücksichtigt, da sich die Verlage angesichts der bis zuletzt noch verändernden Rechtslage nicht früher rühren konnten. Es richtet sich an alle am Thema interessierten Einsteiger und auch Fortgeschrittene. Zu letzterem wird man ganz automatisch, wenn man sich diesen Praxisratgeber zu Gemüte führt. Nach der Lektüre wird sich ein Leser selbstständig in den wichtigsten Belangen im Universum der Hedgefonds zurechtfinden können. Neben dem obligatorischen geschichtlichen Hintergrund fehlen weder eine Erläuterung der möglichen Sub-Strategien noch eine umfangreiche Linksammlung, unter der internetbasierte Interessenten zusätzliche Informationsquellen anzapfen können. Das gesamte Buch ist am Anspruch „echter Mehrwert für den Leser“ ausgerichtet, da es sich explizit an den Bedürfnissen eines Privatanlegers orientiert, der vorhat, ein Hedgefonds-Investment ernsthaft in Betracht zu ziehen bzw. sich gründlich informieren möchte. Entsprechend kam daher auch der Bereich Anlegerschutz, Abzockerei und Checklisten nicht zu kurz. Selbst die zu-

sätzlichen Themenkomplexe Zertifikate und Steuern werden nicht ausgespart. Der lockere (aber nicht zu lässige) und jederzeit verständliche Schreibstil der beiden Autoren lässt Langeweile nicht aufkommen. Unter dem Strich also: Mission erfüllt. Der Preis von 29,90 Euro ist für ein Finanzbuch angemessen; ja sogar gering, wenn man ihn in Relation zur Gebührenstruktur einiger Hedgefonds-Anbieter setzt, die man aber mit Hilfe dieses Praxisratgebers gerade umgehen kann...



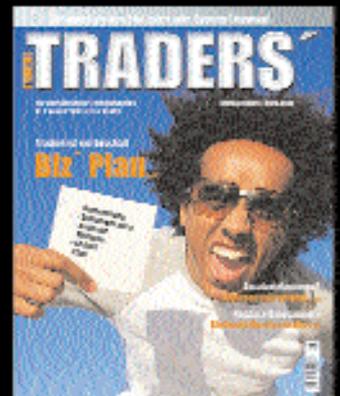
Praxisratgeber Hedgefonds, von Thomas Schumm und Roland Lang; 2004 FinanzBuch Verlag München, 256 Seiten, 29,90 Euro*

*Erscheinungstermin: Januar 2004

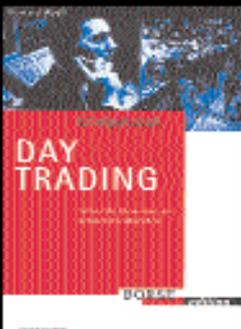
Anzeige

Abonnieren Sie heute und erhalten Sie 15 Ausgaben TRADERS´ zum Preis von 12.

TRADERS´



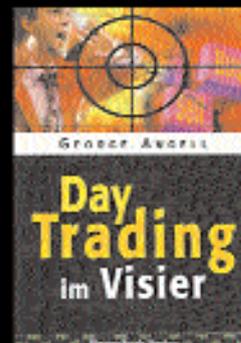
Besuchen Sie www.traders-mag.com oder rufen Sie an: 07561 6715 und wählen Sie aus diesen drei Trading Büchern Ihr Geschenk!



Zum erfolgreichen Day-Trading gehört die richtige Finanzierung. Das entsprechende Umfeld, die richtigen, und vor allem: die richtigen Tools. Das Trading-Profi Robert R. R. stellt Ihnen in diesem Buch die wichtigsten Trading-Strategien vor, die Ihnen helfen, Ihre Trades zu managen. Weil erfolgreich ist. Dabei berücksichtigen Sie die psychologischen Merkmale, die wichtiger sind als die technischen. Denn das ist das Geheimnis zum Erfolg: Die richtige Finanzierung und das richtige Umfeld. Das ist das Erfolgsrezept zum erfolgreichen Day-Trading. Das ist es.



UNTERNEHMENSSTRECKEN SIND GUT STRATEGISCH UND ERGEBNISORIENTIERT. In diesem Buch werden Sie erfahren, wie Sie Ihre Unternehmen erfolgreich managen können. Das ist das Erfolgsrezept zum Erfolg: Die richtige Finanzierung und das richtige Umfeld. Das ist das Erfolgsrezept zum erfolgreichen Day-Trading. Das ist es.



Day Trading ist die Königsdisziplin der Spekulation. Um erfolgreich zu sein, müssen Sie die richtigen Tools und Strategien wählen. Das ist das Erfolgsrezept zum Erfolg: Die richtige Finanzierung und das richtige Umfeld. Das ist das Erfolgsrezept zum erfolgreichen Day-Trading. Das ist es.

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
AEROFLOT	634 381	8
APEX SILVER	910 898	33
AVTOVAZ	576 848	8
BASHNEFT	722 777	7
CARDERO RESOURCE	919 945	33
COEUR D'ALENE	868 071	32
COMDIRECT BANK	542 800	39
DURBAN ROODEPOORT	865 260	40
E.ON	504 500	8
EXXONMOBIL	852 549	7
GAZPROM	903 276	8
GOLD RESOURCES	936 946	15
GOLDCORP	890 493	15
GUM	901 611	8
HECLA MINING	854 693	33
HEIDELBERGER DRUCKMASCHINEN	731 400	34
INMET	873 251	15
INTERSHOP	747 292	38
KOMORI	868 320	35
KÖNIG & BAUER	719 350	35
LUKOIL	899 954	8
NEWMONT MINING	853 823	15
NORILSK NICKEL	676 683	8, 38
PAN AMERICAN SILVER	876 617	33
ROSTELECOM	912 293	7
SILVER STANDARD RESOURCES	858 840	32
SUN INTERBREW	923 906	7
SURGUTNEFTEGAZ	904 596	8
TATNEFT	904 282	8
UNITED INTERNET	508 903	36
VIMPEL COM	903 602	8
VISTA GOLD	662 748	33
WHEATON RIVER	889 191	15
WIMM BILL DANN	534 436	8
YUKOS	632 319	6

Vorschau

auf Smart Investor 2/2004

Gold-Explorationsgesellschaften:

Edelmetallspekulation mit Super-Hebel

Managergehälter:

Über die ausufernde Bezahlung der Führungselite

Portfolio Insurance:

Mit Rohstoffen das Depot absichern

Prinzipien des Marktes:

Marktstruktur

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 1 (Januar)

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. Alle
Preise incl. Versandkosten und
7 % MwSt.

Abonnementverwaltung:

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

Redaktion:

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

Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Marco Feiten,
Jürgen Ganßleben, Kevin
Sternkopf

Charts

Die Charts wurden erstellt mit
TradeSignal von www.technical-
investor.de und mit Tai-Pan von
Lenz + Partner AG

Externe Autoren:

Manfred Hübner, Andreas
Männicke, Michael Punzet,
Manfred Wagner

Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

Redaktionsanschrift:

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

Bildredaktion:

Andreas Potthoff

Titel:

Illustration Schuppler
(schuppler@direkt.at)

Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

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:

© 2003 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 Zeit-
schrift oder Teile daraus auf pho-
tomechanischem Wege (Photo-
kopie, Mikrokopie) zu vervielfäl-
tigen. Unter dieses Verbot fallen
auch die Aufnahme in elektroni-
sche Datenbanken, Internet und
die Vervielfältigung auf CD-ROM.

VKZ B 61978
ISSN 1612-5479

Zitate

Über die Politik und damit die Menschen, die derzeit die Weichen unser aller Zukunft stellen

„Wenn wir nicht von Schwarzeneggers regiert werden wollen, dann brauchen wir eine angemessene Bezahlung von Politikern.“

Dieter Wiefelspütz, innenpolitischer Sprecher der SPD

„Internationales Recht? Ich rufe besser meinen Anwalt an.“

US-Präsident George W. Bush auf einen Einwand Kanzler Schröders, daß bei der Auftragsvergabe für den Irak internationales Recht gelten müsse

„Es ist gefährlich richtig zu liegen, wenn die Regierung falsch liegt.“

Voltaire, französischer Autor und Philosoph (1694-1778)

„Politiker sind wie Schlauchboote. Je mehr Luft in ihnen ist, desto leichter schwimmen sie oben.“

Wolfgang Reus, deutscher Journalist, Satiriker, Aphoristiker und Lyriker

„Es ist eine alte Wahrheit, daß man in der Politik oft vom Feinde lernen muß.“

Wladimir Iljitsch Lenin (1870-1924), russischer Revolutionär und sowjetischer Staatsmann

Schauspiel-Stoiker Arnold Schwarzenegger ist kaum ein paar Tage im Amt, schon hat er ein paar fragwürdige Bestimmungen erlassen: So stößt sein brachiales Vorgehen bei Hispano-Amerikanern auf eine breite Front des Widerstands: Seiner Auffassung nach sollen Einwanderer keinen Führerschein mehr machen dürfen. Die Autofahrer-Klientel an sich scheint ihm aber am Herzen zu liegen. Sein Vorgänger auf dem Gouverneursposten hatte die Kfz-Steuer aus gutem Grund verdreifacht, aber eine von Schwarzeneggers ersten Amtshandlungen war es, diesen Beschluß wieder rückgängig zu machen. In den USA sieht man am deutlichsten: Wessen Brot ich eß', dessen Lied ich sing'...

Das trifft nun zweifellos erst recht auf Schwarzeneggers obersten Dienstherrn, George W. Bush, zu. Ohne jegliche Skrupel hinsichtlich einer weiteren Eintrübung des angeschlagenen internationalen Images soll die Auftragsvergabe für den Wiederaufbau des Irak an (und nur an) die Koalition der Willigen gehen, ausgeschlossen also sind einstige Widerständler wie Deutschland, Frankreich und Rußland. Die Frage ist jetzt nur noch, wozu sich die Vertreter dieser drei Länder noch hinreißen lassen, um sich der Gnade des Imperators zu unterwerfen. Denn daß ökonomische Interessen stets über politischen Interessen stehen, zeigt bestens der umstrittene Verkauf der Hanauer Uran-Wiederaufbereitungsanlage an ein diktatorisches Regime wie China. Wie beruhigend, daß die chinesische Führung ihr Wort gibt, die Anlage nur friedlich zu nutzen. Leider wird das wohl niemand jemals überprüfen können – oder wollen.

Wie ein Schlauchboot auf dem Wasser treibt die deutsche rot-grüne Koalition der Unfähigen derzeit dahin. Um die Steuerreform durchzupauken, buckelt Kanzler Schröder gewaltig vor CDU-Chefin Merkel. Schröder hat von seinem Amtsvorgänger bereits gelernt, der Nachfolgeregierung einen möglichst zerrütteten Haushalt sowie hohe Arbeitslosenzahlen zu vermachen. Wenn die SPD nach derzeitiger Sachlage also bereits davon ausgehen muß, bei der Wahl 2006 vollends abzusauften, welchen Anreiz gäbe es dann jetzt noch, den Nachfolgern das Feld zu bestellen? Vor diesem Hintergrund sollte gesehen werden, weshalb Rot-Grün möglichst viel auf Pump durchboxen will – es wird nicht mehr ihr Problem sein.

