

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

## Kapitalmarkt- ausblick 2010



**HOCHGEPUSHT:**  
Dubai erschreckt die  
Märkte – zu Recht?

**HOCHPROZENTIGES:**  
Investments in Wein  
bereichern das Depot

**HOCHAKTUELL:**  
Finanzsozialismus:  
auf dem Vormarsch

01  
4 196197 805002



# Helden sind selten!

Das Jahr neigt sich dem Ende zu, und ein Rückblick auf die letzten 12 Monate erscheint daher angebracht: Das Jahr 2009 war gewiss kein einfaches, immerhin herrscht Rezession, die vielen Menschen und Unternehmen doch mächtig zusetzt. Die Medien- und Verlagsbranche wurde dabei über die Maßen durchgeschüttelt: Verlagspleiten, Heftschließungen, Abonnentenschwund, Einbrüche bei den Werbeerlösen, Entlassungen von Personal usw. In diesem rauen Umfeld haben wir uns recht gut geschlagen, wie ich meine. Vor allem freut mich dabei, dass unsere Leserschaft kontinuierlich weiter wächst. Da wir kaum am Kiosk vertreten und unsere Marketingmaßnahmen eher beschränkt sind, finden unsere meisten neuen Abonnenten durch Empfehlungen von Altabonnenten zu uns. Eine bessere Auszeichnung für unser Magazin kann ich mir als Chefredakteur kaum vorstellen.

Warum wir so stark weiterempfohlen werden, hat sicherlich mit unserer Herangehensweise an die Themen Wirtschaft und Börse zu tun. Gegen den Mainstream und politisch unkorrekt versuchen wir unsere Leser nach bestem Wissen und Gewissen zu informieren. Und dies wird offensichtlich honoriert.

Apropos Mainstream: Nichts beeindruckt mich mehr als Menschen, die sich entsprechend ihrer Berufung und Leidenschaft für ihre Sache einsetzen, ohne Rücksicht auf das, was politisch korrekt ist. Menschen also, die sich nicht darum scheren, was die anderen von ihnen halten werden. Diese Personengruppe ist zugegebenermaßen recht schwach besetzt, ich möchte exemplarisch an dieser Stelle zwei dieser Menschen erwähnen, die mich 2009 ganz besonders beeindruckt haben.

Der frühere US-Präsidentschaftskandidat und Vertreter der Österreichischen Schule Ron Paul setzt sich gegen alle nur denkbaren Widerstände für eine bessere und



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

nachhaltige Wirtschaft ein. Mit seiner Initiative „Audit the FED“ will er beispielsweise die ungeheuerlichen Machenschaften der US-Notenbank aufdecken, welche mit ihrer desaströsen und falschen Geldpolitik die Welt an den finanziellen Abgrund geführt hat. Googeln Sie nach „Ron Paul“ und sehen Sie sich auf YouTube Filme über ihn an! Und Sie werden sofort erkennen: Dieser Mann hat Herz und Rückgrat. Übrigens: In der kommenden Ausgabe werden wir einen größeren Bericht über Ron Paul bringen.

Und dann möchte ich noch Dominik Brunner erwähnen, der im September 2009 am Münchner S-Bahnhof Solln von zwei Jugendlichen tot geschlagen wurde, weil er mehreren Kindern zur Seite stand, die von den beiden Tätern bedroht wurden. Dieser Fall berührt mich zudem besonders, weil Herr Brunner erstens Finanzvorstand einer börsennotierten Gesellschaft war (Erlus AG) und zweitens weil er seinen Tod nicht einmal drei Kilometer vom Smart Investor-Firmensitz entfernt fand. Gäbe es mehr von seiner Sorte, die Welt wäre eine bessere.

Das sind meine Helden des Jahres 2009: Ron Paul und Dominik Brunner.

Ich wünsche Ihnen schöne und erholsame Weihnachtsfeiertage und ein gutes neues Jahr 2010.

Herzlichst

## Gemeinsam investieren

Sie möchten erfolgreich investieren und die Märkte besser verstehen? Beim **MÜNCHNER INVESTMENT CLUB** sind Sie richtig. Mit den drei MIC-Fonds kombinieren Sie die Vorzüge von Investmentfonds mit den Vorteilen eines Investmentclubs.

### Ihre Vorteile im MIC

- **Völlige Unabhängigkeit**
- **Flexibilität und Transparenz**
- **Sicherheits- und Kontrollkonzept**
- **Sonderkonditionen**
- **Unsere bundesweiten Börseninfotreffen**
- **MIC-Hotline**

Der MIC bietet Ihnen die Chance, vom Wachstum der Kapitalmärkte zu profitieren.

Lernen Sie uns besser kennen und besuchen Sie eine unserer bundesweiten MIC-Veranstaltungen – neue Investoren sind immer herzlich willkommen.

Weitere Informationen und eine aktuelle Terminübersicht finden Sie unter **www.mic-online.de**

### MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

Herterichstraße 101  
81477 München

Telefon +49(0)89-790863-54  
Fax +49(0)89-790863-59  
E-Mail info@mic-online.de



**MÜNCHNER INVESTMENT CLUB**

**3 Editorial**

**Märkte**

- 6** 2010 – Jahr der Wahrheit: Warum die Credit-Rally enden wird
- 10** „Man wird die Inflation tolerieren müssen“; Interview mit Stefan Riße

**Hintergrund**

- 12** Weininvestments – Flüssige Schätze im Rebstock
- 15** „Ich höre eben viel, wenn ich unterwegs bin“; Interview mit Michael Graeter
- 18** **Österreichische Schule:** Finanzsozialismus auf dem Vormarsch
- 25** **Lebensart & Kapital – International:** Die Vereinigten Arabischen Emirate
- 28** **Nachhaltiges Investieren:** Mit vollen Akkus ins neue Automobilzeitalter
- 32** **Prinzipien des Marktes:** Mondzyklen, das Wetter und Wahlen bewegen die Kurse

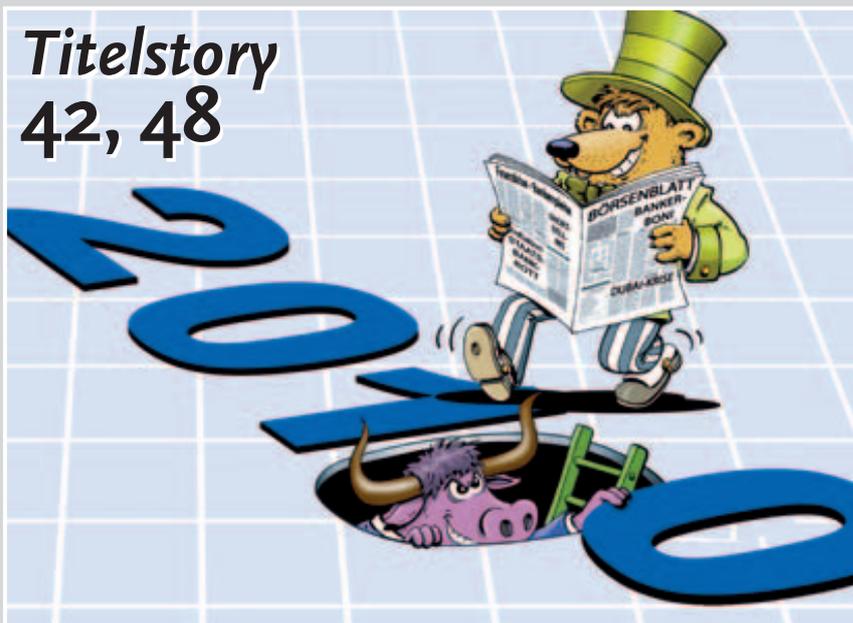
**Instrumente**

- 35** **Derivate:** Den Boom hebeln
- 36** **Fonds: Inside** ETFs, die Anlegerwerkzeuge
- 38** **Fonds: Inside** „ETFs sind flexibel, transparent und einfach“; Interview mit Markus Jordan
- 39** **Fonds: Analyse** Absolute Return Plus UI, von Daniel Flück, HwV Research GmbH
- 40** **Fonds: Kolumne** Zwei Schwellenländerregionen sind führend, von Dr. Mark Mobius, Templeton Asset Management
- 41** **Fonds: News, Facts & Figures** Winterspeck angesetzt

**Research – Märkte/Titelstory**

- 42** **Das große Bild/Titelstory:** Kapitalmarktausblick 2010
- 47** **Sentimenttechnik:** Jahresend-Prognosen der Banken
- 48** **Das große Bild/Titelstory:** Emerging Markets 2010
- 50** „Brasilien hat den Schwenk geschafft“; Interview mit David Halpert
- 51** **Charttechnik:** Ist Euroland angebrannt?
- 52** **Commitment of Traders (CoT):** Kupferpreis vor Preisschwäche

# Titelstory 42, 48



## Kapitalmarktausblick 2010

Wie in jedem Jahr wagt Smart Investor einen Blick in die große Kapitalmarkt-Kristallkugel. Findet die Hausse eine Fortsetzung? Wohin gehen Euro und Dollar? Setzt das Gold seinen Höhenrausch fort? Gibt es bei den Rohstoffen ein böses Erwachen? Diese und noch andere Fragen versucht der große Kapitalmarktausblick ab Seite 42 zu beleuchten. Abermals bilden darin die Emerging Markets ab Seite 48 einen Schwerpunkt, denn dort spielt auch 2010 die Musik – zumindest volkswirtschaftlich. Dieser Meinung ist auch der amerikanische Fondsmanager und Emerging-Markets-Experte David Halpert, der im Interview auf Seite 50 auch einige interessante Chancen wittert.



### 6 Unternehmensanleihen

#### Warum die Rally endet

Eine atemberaubende Rally, die wohl stärkste aller Zeiten, haben Unternehmensanleihen im vergangenen Jahr aufs Börsenparkett gelegt. Warum der Optimismus demnächst dennoch einen ordentlichen Dämpfer erleiden könnte, erfahren Sie in der ausführlichen Analyse ab Seite 6.



### 12 Wein-Investments

#### Mehr Oechsle fürs Depot

Mouton Rothschild 1945: Eine Weinflasche mit diesem Etikett bringt auf einer Auktion einen Erlös von geschätzten 22.000 EUR ein. Spitzenrendite inklusive. Ab S. 12 analysiert Smart Investor, wie aus Oechsle Prozente werden und aus Weinliebhaberei eine echte Investment-Bereicherung erwachsen kann.

## PEBBLE PROJECT

### Northern Dynasty und Anglo American

Entwickeln eine der weltweit bedeutendsten Lagerstätten für Gold, Kupfer und Molybdän

Au

Cu

Mo

[northerndynasty.com](http://northerndynasty.com)

**HD** HUNTER DICKINSON  
UNTERNEHMENSGRUPPE

1020 - 800 West Pender Street  
Vancouver, Kanada, V6C 2V6

Tel: +1-604-684-6365

Email: [info@hdgold.com](mailto:info@hdgold.com)

[hunterdickinson.com/de](http://hunterdickinson.com/de)



## 18 Finanzsozialismus

### Wall Street sojus

Vorwärts immer, rückwärts nimmer. Die geflügelten Worte umschrieben früher den DDR-Sozialismus. Heute könnte Ähnliches für die Eingriffe des Staates in die Marktmechanismen gelten. Wohin das führt und welche Gefahren von diesen Bestrebungen ausgehen, hinterfragt die Betrachtung ab Seite 18.



## 10, 15, 50, 56 Interviews

### Riße, Graeter, Halpert, Müller

Vier Köpfe, fünf Meinungen. Heribert Müller propagiert das Ende der Gold-Hausse (S. 56), während Stefan Riße den Inflationsschutz bei Anlagen betont (S. 10). Dazu berichtet Klatsch-Kolumnist Michael Graeter über Schein und Sein bei Promis (S. 15) und Fondsmanager David Halpert über die Emerging Markets 2010 (S. 50).

**53 Intermarketanalyse:**  
Positive Signale weiterhin  
klar in der Mehrheit

**54 Relative Stärke:**  
Jahresend rally mit Timingproblemen

**55 Edelmetalle:**  
Edelmetallausblick für 2010

**56 Edelmetalle:**  
„Ende des Goldbullensmarktes“;  
Interview mit Heribert Müller

#### Research – Aktien

**58 Buy or Good Bye:**  
Gerry Weber und Lufthansa

**59 Turnaround:**  
ItN Nanovation AG

**60 Aktie im Blickpunkt:**  
Tsingtao Breweries

**62 Gastanalyse:**  
Vossloh AG, von Roger Peeters,  
Close Brothers Seydler

**64 MoneyTalk:**  
„Die Investorennachfrage ist struktu-  
reller Natur“; Chuck Jeannes, Goldcorp

**66 Nachrichten aus den Unternehmen:**  
Der Optimismus ist zurück

**70 Nachrichten aus den  
Beteiligungsgesellschaften**

**70 Nachrichten aus den  
Immobilien-gesellschaften**

**71 Musterdepot:**  
Ein gutes Jahr geht zu Ende

#### Stellenmarkt

**73 Stellenanzeigen**  
In Kooperation mit

**eFINANCIALCAREERS.de**  
Die Karriere-Initiative

#### Potpourri

**74 Interview mit einem Investor:**  
Holger Däuble, 1st Capital  
Management Group GmbH

**76 Veranstaltungen:**  
Volles Haus

**78 Leserbrief:**  
Acker, Gold und Derivate

**80 Buchbesprechung:**  
„Neulich in meinem Café“

**82 Zu guter Letzt:**  
„Soli“ für Dubai?

**81 Unternehmensindex/Impressum und  
Vorschau bis Smart Investor 5/2010**

# The End

Der Vorhang fällt – nicht nur für das Jahr 2009, sondern auch für die Hausse bei Unternehmensanleihen, vermutlich jedenfalls  
Dr. Jochen Felsenheimer.

## 2010 – Das Jahr der Wahrheit

*Warum die Credit-Rally enden wird*

*Gastbeitrag von Dr. Jochen Felsenheimer, Co-Head of Credit bei Assenagon Asset Management S.A.*

Nachdem Unternehmensanleihen 2009 die Assetklasse schlechthin waren, stehen nun viele Investoren vor der Frage, ob sie Gewinne realisieren sollten oder ob für sie der aktuelle Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen noch attraktiv genug ist. Eines zumindest steht fest: Die immense Einengung der Renditeaufschläge im Jahr 2009 wird sich 2010 nicht wiederholen – dafür müssten die Renditeaufschläge unter die Nulllinie fallen.

### Ursachen der Jahrhundertally

Der Treiber dieser Jahrhundertally war – neben der stark sinkenden Risikoaversion, die ihren Hochpunkt im März 2009 gefunden hatte – eine anhaltend hohe Liquiditätsbereitstellung durch alle relevanten Zentralbanken. Genau deshalb ist ein zentraler Risikofaktor für die Kreditmärkte 2010 die zu erwartende restriktivere



**Dr. Jochen Felsenheimer** ist Co-Head of Credit bei Assenagon. Er war von 2001 bis 2008 im Research der Hypo-Vereinsbank (UniCredit Group) beschäftigt. Er promovierte an der volkswirtschaftlichen Fakultät der LMU München. Assenagon ist ein bankenunabhängiger, europaweit tätiger Finanzdienstleister, der Asset-Management und Risiko-Management miteinander verzahnt. Dank hoher Innovationskraft und langjähriger Strukturierungserfahrung gibt das

Unternehmen insbesondere Antworten auf die aktuellen Herausforderungen der Finanzkrise. Info unter: [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com)

ABB. 1: SPREAD-ENTWICKLUNG IM EUROPÄISCHEN KREDITMARKT



Bereitstellung von Liquidität. Man kann die Zentralbanken für ihre exzessive Bereitstellung von Liquidität dahingehend entschuldigen, dass die Vermeidung einer „Kernschmelze“ des Finanzsystems oberste Priorität hatte und die Zentralbanken nur über einen eingeschränkten Satz an Instrumenten zur Krisenbekämpfung verfügen. Es bleibt aber festzustellen, dass die Zentralbanken zur Krisenbekämpfung genau die Mittel einsetzen, die (zumindest teilweise) für die Entstehung der Krise verantwortlich waren: eben die immense Bereitstellung von Liquidität, die letztlich in einer Fehlallokation derselben endet. Heute wird der frühere US-Notenbankchef Alan Greenspan dafür gescholten, dass er den Leitzins in den USA auf 1% im Jahr 2003 gesenkt und damit

den Subprime-Boom finanziert hat. Heute steht der amerikanische Leitzins bei 0,25%. Damit ist die Gefahr der Bildung spekulativer Blasen eher noch größer, als das damals der Fall war!

### Risikofaktoren 2010

Auch wenn die Mehrheit der Marktteilnehmer die positive Gewinnentwicklung im Banken- und im Unternehmenssektor, die verbesserten Wachstumsaussichten sowie die anhaltend hohe Liquiditätsversorgung von Seiten der Zentralbanken als Argument dafür zu sehen scheinen, dass das Schlimmste bereits hinter uns liegt, stehen hinter einer nachhaltigen Erholung der Kreditmärkte durchaus einige Fragezeichen. Vor allem eine Kombination aus den folgenden drei Risikofaktoren bereitet uns Sorge:

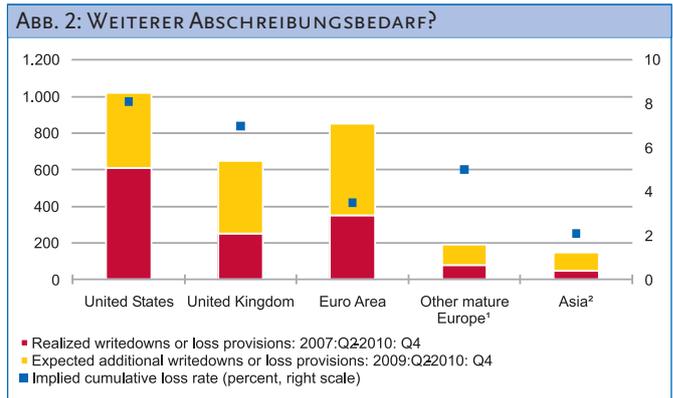
1. Eine schärfere Regulierung des Bankensektors wird zwangsläufig in höheren Eigen- und Risikokapitalanforderungen sowie einem gestiegenen Liquiditätsvorbehalt der Banken enden. Banken werden daher als Risikoverkäufer, insbesondere am Markt für Kredite und Asset Backed Securities (ABS), auftreten.
2. Diese Situation wird verschärft werden durch anhaltend hohe Ausfallraten (bis ins Jahr 2010 hinein) und weitere Qualitätsherabstufungen, die bei Banken zusätzliches Eigenkapital (oder eben den Abbau von Aktiva) erfordern werden.
3. Noch ist nicht sicher, wie sich die Zentralbanken verhalten. Erste Anzeichen sprechen aber dafür, dass die immense Überschussliquidität im Markt reduziert werden soll (bspw. durch die Verschärfung der Lieferbarkeitskriterien für ABS-Transaktionen zur Liquiditätsbeschaffung bei der Europäischen Zentralbank). Es bleibt abzuwarten, ob die privatwirtschaftliche Refinanzierung die staatliche bereits ablösen kann. Spätestens wenn inflationäre Tendenzen auf den Gütermärkten (Vermögenswertinflation ist ja bereits vorhanden) auftreten, wird die Gefahr des Liquiditätsentzuges dramatisch steigen.

Verkürzt kann die Zentralbankpolitik folgendermaßen beschrieben werden: Man versucht, einem Drogenabhängigen damit zu helfen, indem man ihm Drogen in ausreichendem Maße zur Verfügung stellt. Der Drogenabhängige ist der Markt und die Droge ist die Liquidität. Der schwierige Teil der Therapie kommt jetzt – der Entzug der Liquidität!

### Sind Banken aus dem Größten raus?

Wie schnell die Zentralbanken dem Markt Liquidität entziehen werden, hängt primär davon ab, ob der Interbankenmarkt auch ohne Unterstützung der Zentralbanken funktioniert. Und diese Funktionsfähigkeit ist wiederum abhängig von der Frage, inwieweit das Bankensystem mit weiteren Belastungen zu rechnen hat. Abb. 2 zeigt, dass man diesbezüglich nicht zu optimistisch sein sollte!

Laut Internationalem Währungsfonds sind erst etwa 40% der durch die Finanzkrise bedingten Wertberichtigungen im europäischen Bankensektor ausgewiesen. Auch die Deutsche Bundesbank sieht noch Wertberichtigungsbedarf von bis zu 90 Mrd. EUR allein im deutschen Bankensystem, resultierend vor allem aus Abschreibungen auf Buchkredite und ABS-Positionen. Es wiederholt sich also genau das, was man von früheren Finanzkrisen kennt: Der größte Teil der durch Finanzkrisen entstehenden Kosten ist durch sogenannte Übertragungseffekte sowie durch Effekte, die dem sich verschlechternden ökonomi-



1) inkl. Dänemark, Island, Norwegen, Schweden und Schweiz

2) inkl. Australien, Hongkong SAR, Japan, Neuseeland und Singapur

Quelle: IMF staff estimates, Assenagon Asset Management S.A.

schen Umfeld geschuldet sind, bedingt. So gesehen ist die Konjunkturabhängigkeit der Bankgewinne (bzw. Abschreibungsverluste) zurzeit besonders hoch.

### Globales Refinanzierungsdilemma

Der Entzug der Liquidität verschärft das zentrale Problem, vor dem die Kreditmärkte stehen: das globale Refinanzierungsdilemma, welches nicht nur Unternehmen und Banken, sondern sogar Staaten betrifft. Unternehmen stehen einer mehr als zurückhaltenden Kreditvergabe von Seiten der Banken gegenüber. Das erklärt die sich auf Rekordniveau befindende Neuemissionsaktivität am Anleihenmarkt, während der Markt für Bankkredite stark rückläufig ist. Unternehmen werden auch in Zukunft zum Zwecke der Refinanzierung ausstehender Verbindlichkeiten verstärkt auf den Anleihenmarkt zurückgreifen – auch wenn das mit höheren Kosten verbunden ist.

Um sowohl die ökonomischen als auch regulatorischen Herausforderungen bewältigen zu können, werden die Kapitalbedürfnisse der Banken in den nächsten Jahren weiter zunehmen. >>

Anzeige

## BULLIONART

Silberkunst

Emanuel Basler d.J. | "Jüngling" | Silberhohl-guss (999) | 10 kg  
 Höhe 32 cm | 30 Expl. | www.bullion-art.de | +49.(0)89.33 55 01

REKORDVOLUMEN IM EUROPÄISCHEN UNTERNEHMENSANLEIHENMARKT										
MONAT	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 YTD
Q1	21,8	45,9	25,8	36,4	22,6	27,8	30,3	33,9	19,1	113,4
Q2	30,0	51,9	50,1	40,2	33,6	35,9	48,8	54,2	49,8	85,6
Q3	30,3	34,1	12,4	32,6	22,3	12,7	24,5	12,9	24,7	56,7
Q4	23,7	39,6	18,0	33,2	26,2	31,3	47,8	34,8	37,7	43,6
	105,9	171,5	106,3	142,3	104,7	107,7	151,3	135,8	131,3	299,3

Emissionsvolumen in Mrd. EUR; Quelle: LBBW

Hinzu kommt, dass das Volumen fällig werdender Anleihen in den nächsten Jahren extrem ansteigen wird. Auch die Banken werden also verstärkt auf den Anleihenmarkt zurückgreifen müssen und mit dem damit verbundenen Angebot an Neuemissionen für anhaltenden Druck auf die Renditeaufschläge (auch am Sekundärmarkt) sorgen.

Nun hat der Dubai-Vorfall gezeigt, dass sogar Staaten von dem globalen Refinanzierungsproblem betroffen sind. Man könnte argumentieren, dass Dubai eine Ausnahme darstellt, da ein mit Fremdkapital finanzierter Immobilienboom zwangsläufig zu einem Platzen der Blase führt. Und zwar genau dann, wenn dieser Boom ein Ende findet. Leider aber ist Dubai nicht das einzige Land, in dem derartige Probleme bestehen. Das ist vor allem an den außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten ersichtlich, die seit Jahren aufgebaut und während der Krise noch verstärkt wurden. In diesem Kontext steht neben einigen osteuropäischen Ländern auch China auf der „Watchlist“. Nicht nur in Dubai sind einige Wachstumsträume auf Sand gebaut. Letztlich ist damit ein weiteres signifikantes Risiko verbunden: die immanente Gefahr, dass einige Länder von den Agenturen herabgestuft werden, was deren Refinanzierungskosten weiter in die Höhe treiben wird. Das birgt die Gefahr, dass es zu einer Negativspirale an Defiziten, Refinanzierungskosten und Herabstufungen kommt.

**Die nächste Krise kommt!**

Es ist momentan genügend Zündstoff im Markt für Unternehmensanleihen, um ein erneutes Platzen einer Blase im Jahre 2010 herbeizuführen. Der Mechanismus, der zum Entstehen und in der Folge dem Platzen der Subprime-Blase geführt hat, ist noch nicht beseitigt. Der Regulator hinkt dem Markt hinterher. Und ursprünglich als wichtig erachtete regulatorische Änderungen werden vor dem (möglicherweise trügenden) Eindruck, dass Banken sich wieder auf der Gewinnerstraße befinden, nur verzögert umgesetzt.

Hierunter fallen beispielsweise die Bestrebungen in Bezug auf die Regulierung der Ratingagenturen. Noch vor wenigen Monaten standen sie im Zentrum der Kritik. Für die Bewertung von Restrukturierungsansaktionen werden sie jetzt wieder vor allem von Banken dringend benötigt, um toxische Kreditstrukturen bilanzschonend zu verpacken. Die Ratingmodelle entsprechen noch weitestgehend denjenigen, die vor dem Ausbruch der Krise zur Bewertung von komplexen Kreditstrukturen eingesetzt wurden. Deren Versagen war offensichtlich.

Des Weiteren ist bemerkenswert, dass einige der Banken, die noch vor einem Jahr ohne staatliche Unterstützungsmaßnahmen vor dem Kollaps gestanden wären, die vom Staat direkt oder indirekt zur Verfügung gestellten Mittel nicht für die Kreditvergabe nutzen, sondern ihre Risikopositionen signifikant ausgebaut haben. Teils wurden die staatlichen Mittel mit dem Ziel zurückgezahlt, zu den alten und kürzlich noch als krisenursächlich verpönten Vergütungsstrukturen zurückkehren zu können. Das mag von einigen als moralisch verwerflich empfunden werden, es zeigt aber vor allem, dass Moral-Hazard-Verhalten im Bankensystem nach wie vor vorhanden ist. Die Privatisierung von Gewinnen bei gleichzeitiger Sozialisierung der Verluste hat überlebt.

Nachdem also die krisenursächlichen Mechanismen nicht abgeschafft wurden, muss man Finanzkrisen als systemimmanent betrachten. Das heißt, sie werden immer wieder auftreten. Es stellt sich also nicht die Frage ob, sondern nur wann die nächste Krise kommt. Auch wenn man darüber streiten kann, ob die Märkte schon 2010 erschüttert werden: Es gibt jedenfalls genügend Signale für ein schwierigeres Investitionsumfeld für Unternehmensanleihen. Relativ niedrige Renditeaufschläge und eine anhaltend hohe Neuemissionstätigkeit in Verbindung mit den oben genannten Risikofaktoren sprechen für ein stark gestiegenes Risiko einer Konsolidierung. Diese mag allerdings stärker ausgeprägt sein, als viele Marktteilnehmer dies momentan annehmen. Bei einem Renditeaufschlag von ca. 100 Basispunkten (bp) bei europäischen Firmenanleihen mittlerer Qualität („A“) genügt eine Spread-Ausweitung von etwas mehr als 20 bp, um den laufenden Überertrag eines Jahres aufzuzehren. Das sind wenig erquickende Aussichten in einem weiterhin von hoher Volatilität geprägten Marktumfeld! ■

Alles geht einmal zu Ende, erst recht die schönste Hausse.





# „Man wird die Inflation tolerieren müssen“

Smart Investor im Gespräch mit **Stefan Riße** über die kommende Inflation und die zukünftige Herkulesaufgabe der Notenbanken

**Smart Investor:** Herr Riße, Sie behaupten in Ihrem Buch, „der Grat zwischen Inflation und Deflation wird immer schmaler“. Wie meinen Sie das?

**Riße:** Die aktuelle weltweite Verschuldung führt dazu, dass wir sehr tiefe Zinsen brauchen, um die Schulden noch finanzieren zu können. Man muss sich vor Augen halten, dass beispielsweise in den USA die Leitzinsen seit 1980 von in der Spitze 18% auf aktuell 0,25% gefallen sind. Die Welt hängt an diesen niedrigen Zinsen wie ein Drogenabhängiger an der Nadel. Wenn irgendwann die Inflationsraten durch höhere Rohstoff- oder Importpreise steigen, dann müssten eigentlich die Notenbanken dies bekämpfen. Die Zinsen müssten auf jeden Fall über der Inflationsrate liegen. In diesem Moment würden aber die Zinsen für die Schuldner untragbar. Banken leihen sich derzeit kurzfristig billiges Geld und legen es in länger laufende, rentierliche US-Anleihen an. Auch ein großer Teil der Wirtschaft und die US-Immobilienbesitzer sind kurzfristig finanziert. Das ist eine große Falle! Die HRE lässt grüßen. Die Folge steigender Zinsen wäre ein Abgleiten in eine tiefe, deflationäre Rezession verbunden mit vielen Pleiten und hoher Arbeitslosigkeit. Das ist der schmale Grat. Weil Deflation das noch größere Übel ist, wird man alles tun, um dies zu verhindern. Aus Äußerungen von Politikern und Notenbankern lässt sich schließen, dass man von diesem schmalen Grat in die Inflation fallen will und wird.

**Smart Investor:** Was passiert dann mit dieser Inflation?

**Riße:** Das wird der Job der Zentralbanken sein. Eine Hyperinflation oder Währungsreform halte ich für ausgeschlossen. Was ich sehe, ist ein Szenario, das den 70er Jahren ähnelt, nämlich hohe Inflationsraten um die 10%, und das über eine Dekade. So werden die Altschulden dann natürlich real entwertet.

**Smart Investor:** Wir halten den Vergleich mit den 70ern für nicht ganz passend, weil damals eben die Zinsen angehoben und die Inflation damit offensiv und erfolgreich bekämpft wurde.

**Riße:** Ja, diesen Unterschied zwischen heute und damals gibt es schon. In den letzten 20 bis 25 Jahren ist die Geldmenge ca. 2,5-mal so stark gewachsen wie das Bruttoinlandsprodukt. Die gesamte US-Verschuldung war damals bei 160% des BIP. Heute liegen wir bei 375%. Die Zinsen können oder dürfen also nicht mehr in diesem Ausmaß wie in den 70ern steigen. Man wird die Inflation also tolerieren müssen, um real von der Schuldenlast herunterzukommen.

**Smart Investor:** Wer ist eigentlich für die aktuelle Krise und kommende Inflation verantwortlich? Ist es Alan Greenspan?

Der Vollblutbörsianer **Stefan Riße** arbeitete als Kolumnist und Journalist für „Die Telebörse“, die „Wirtschaftswoche“ und für n-tv. Aktuell ist er als Kolumnist für „Focus Money“ tätig. Seit 2006 ist der passionierte Radsportler (norddeutscher Vizemeister 2002) Deutschland-Chef von CMC Markets und Vorsitzender des CFD-Verbandes. Gerade eben ist sein Buch „Die Inflation kommt“ erschienen.



**Riße:** Das sagen viele. Ich will den Mann nicht frei sprechen. Aber das Problem von Greenspan war, dass er – wann immer er in Krisen mit viel Geld eingesprungen ist – wenig Einfluss hatte, wohin das Geld letztendlich floss. So ist das Geld in die Finanzmärkte sowie neue Asset Bubbles geflossen und nicht in die kriselnde Realwirtschaft oder zum Konsumenten, wo es hätte hin sollen. Da ist die Notenbank in ihrem Spielraum stark begrenzt. Sie kann zwar Geld schaffen, aber nicht bestimmen, wo und wie es die Akteure dann ausgeben. Der Vorwurf, den ich aber Greenspan machen würde, ist folgender: Er hat jede Krise in dem Moment, indem sie auch nur ansatzweise auftrat, sofort mit expansiver Geldpolitik bekämpft. Man hätte zwischendurch auch mal eine Rezession zulassen sollen. Natürlich wären dann auch ein paar Firmen mehr pleite gegangen und eine höhere Arbeitslosigkeit zu beklagen gewesen. Aber das hätte auch dazu geführt, dass die Risikobereitschaft der Banken und Investoren nicht ein solches Ausmaß angenommen hätte wie vor der Finanzkrise. So hat man hat sich jahrelang daran gewöhnt, dass



die Fed immer die Geldschleusen öffnet und rettend einspringt. Es wurde immer nur eingeatmet und nicht ausgeatmet. So konnte diese Krise nicht verhindert, sondern nur immer weiter in die Zukunft verschoben werden.

**Smart Investor:** Da gehen Sie vergleichsweise milde mit Mr. Greenspan um. Woran liegt es aber dann?

**Riße:** Greenspan ist schon ein Stück weit schuldig. Natürlich ist auch die mangelnde Regulierung schuld, die eine Vervielfältigung dieser Finanzinstrumente wie CDS, CDO oder ABS und ein entsprechendes Schneeballsystem erst ermöglicht hatte. Die Welt wurde mit Schulden aufgebläht. Oder nehmen Sie die privaten Rating-Gesellschaften mit ihren Interessenkonflikten bei der Bewertung der Bonität ihrer Kunden. Ebenso war die Aufhebung des Glass-Steagall-Acts, also des Trennbanken-Systems, ein riesiger Fehler. Das Investment- und Kreditgeschäft wurde in den 30ern ja nicht umsonst getrennt. Das war absolut sinnvoll.

**Smart Investor:** Da stimmen wir Ihnen größtenteils zu, aber der wichtigste Preis überhaupt, nämlich der des Geldes, der Zins, wird doch durch die Notenbanken sehr wohl reguliert. Hätte man nach 9/11 die Zinsen nicht angetastet, wäre die aktuelle Krise erst gar nicht eingetreten.

**Riße:** Ja, da stimme ich voll zu. Nach den Terroranschlägen und eineinhalb Jahren Baisse hatten die Amerikaner große Angst vor einer Rezession und haben massiv die Zinsen gesenkt. Außerdem haben sie ganz bewusst den Immobilienboom angekurbelt. Ich habe mit den generellen Greenspan-Kritikern nur das Problem, dass diese oft gleich einen Goldstandard fordern. Und das halte ich für sehr gefährlich. Die letzten 20 Jahre waren tendenziell deflationäre Zeiten. Mit einer normalen Zinspolitik wären wir wahrscheinlich immer in eine Deflation geraten. Das wurde durch die expansive Geldpolitik aber am Schluss massiv übertrieben.

**Smart Investor:** Welche Länder bzw. Währungsblöcke werden von dem Inflationsproblem, so wie Sie es sehen, besonders betroffen sein?

**Riße:** An erster Stelle sehe ich das britische Pfund. In England ist die Situation mit einem Budgetdefizit von ca. 12,5% ja noch viel fataler. Die englische Notenbank kauft ja mittlerweile komplett die neuen Staatsanleihen auf. In der Zeitung habe ich heute gelesen, dass es dort ein Gesetz geben soll, das die englischen Banken verpflichtet, britische Staatsanleihen zu kaufen. Damit soll deren

Bilanzstruktur verbessert werden. Hier baut sich ein unglaubliches Risiko auf! Dann kommt der US-Dollar. Der Euro ist mit Ländern wie Griechenland, Spanien, Italien oder Irland nicht mit der D-Mark von einst vergleichbar. In dieser Reihenfolge und Brisanz sehe ich die Inflationsraten und entsprechende Währungsabwertungen eintreffen. Für mich ist der Schweizer Franken die ehemalige D-Mark, wenn Sie so wollen.

**Smart Investor:** In welcher Größenordnung sehen Sie denn die Inflationsraten?

**Riße:** Das ist natürlich sehr schwer abzuschätzen. Aber ich würde Pi mal Daumen sagen: in Europa 5-10%, in den USA 7-14% und in Großbritannien 10-15%.

**Smart Investor:** Das klingt nicht gut. Wie sollte der Anleger vorgehen, um sich und sein Ersparnis zu schützen?

**Riße:** Alle Anlagen müssen ab jetzt inflationsgeschützt sein. Also keine Versicherungen oder Rentenfonds. Anleihen nur, wenn sie inflationsindexiert sind. Die werden zwar keinen kompletten Schutz bieten, weil die Inflationsraten nicht sauber ausgewiesen werden. Selbstgenutzte Immobilien schützen natürlich vor steigenden Mieten. Aktien sind als Sachwert nicht zu unterschätzen. Denn Inflation ist nicht per se schlecht für Aktien. Nur das, was Notenbanken in der Regel tun, um Inflation zu bekämpfen, nämlich hohe Zinsen, ist schädlich für Aktien. Aber da ich davon ausgehe, dass die Notenbanken die Preissteigerung tolerieren werden, gehören Aktien in ein Portfolio. Je substanzstärker, desto besser. Rohstofftitel etwa oder Unternehmen mit starken Markennamen. Und natürlich Gold. Was wir jetzt sehen, sind Anfänge eines Preisanstieges, der ja bisher nur von Inflationsangst getrieben ist. Wenn die Inflation erst mal da ist und der einfache Sparer auf der Straße plötzlich merkt, dass die Inflation sein Geld in vermeintlich sicheren Anlagen auffrisst, dann wird ein Run auf Sachwerte und eben Gold die Folge sein. Der Goldpreis wird dann erst explodieren.

**Smart Investor:** Vom Goldstandard halten Sie nichts. Wie wird die Finanzarchitektur von morgen dann aussehen?

**Riße:** Ich glaube nicht, dass wir uns so weit von dem, was wir jetzt haben, wegbewegen werden. Sobald die Schulden weitgehend „weginflationiert“ sind, wird es mit Papiergeld und einer aktiven Geldmengensteuerung über die Notenbanken weitergehen. Aber man sollte akzeptieren, dass zu einem Wirtschaftswachstum auch Schrumpfungsphasen gehören. Und zwar solange, bis die Verschuldung auf einen vernünftigen Grad zurückgekommen ist. Ich würde die Verschuldung bei 200 oder max. 250% des BIP begrenzen.

**Smart Investor:** Mal sehen, wie das Spiel ausgeht. Vielen Dank für das Gespräch. ■

*Interview: Ralf Flierl, Bernhard Wageneder*



„Die Inflation kommt – Die besten Strategien, sich davor zu schützen“; Stefan Riße; FinanzBuch Verlag; 304 Seiten; 19,90 EUR



Die enormen Berge an frisch gedrucktem Geld müssten eigentlich unweigerlich die Teuerung förmlich explodieren lassen.

# Flüssige Schätze vom Rebstock

*Wein ist ein Genuss – und manchmal eine lohnende Geldanlage. Anleger können direkt auf Edeltropfen setzen oder Weinaktien kaufen.*

Kunst, Oldtimer oder Uhren sind langfristig im Wert steigende Investitionsobjekte, auf die sich Anleger gerne in unsicheren Zeiten besinnen. Eine besonders genussvolle Alternative sind hochklassige Weine und Champagner. Die erlesensten Produkte dieser Art dürften vom nahenden Wirtschaftsaufschwung und Crack-up-Boom sowie von einer Flucht in Sachwerte profitieren. Denn bei raren Weinen ist anders als bei Geldwerten ein realer, inflationsgeschützter Gegenwert vorhanden. Und: „Falls es der Anleger wünscht, hinterlassen Weininvestments wenig Spuren – im Gegensatz etwa zu Bankkonten und Wertpapierdepots, die von den Finanzbehörden ohne Probleme

abgerufen werden können“, schreibt der Wirtschaftsjournalist und Weinexperte Michael Brückner in seinem Buch „Champagner, Wein & Co. – Flüssige Werte als Kapitalanlage“. Analysten bewerten die Top-Erzeugnisse von Winzern allerdings ähnlich wie Wertpapiere und unterscheiden zwischen „Investment-Grade“ (geeignet zur Geldanlage) und „Consumption-Grade“ (eher zum Genuss geeignet). Dass eine Investition in Rebsäfte keine Marotte gelangweilter Parvenüs ist, belegen auch Weinindizes und -fonds sowie die langfristig steigende Wertentwicklung von Weinaktien.



„Champagner, Wein & Co.: Flüssige Werte als Kapitalanlage“; Michael Brückner; FinanzBuch Verlag; 250 Seiten; 34,90 EUR

## Wenn Rotweine zu Blue Chips werden

Im März 2008 trauten Liebhaber edler Tropfen ihren Augen kaum: Eine Doppelmagnumflasche (3 Liter) 1947er-Château Cheval Blanc wechselte im New Yorker Auktionshaus Christie's für rund 135.000 USD den Besitzer. Nach Berechnungen der Londoner Weinbörse Liv-Ex haben sich langlebige Spitzenweine (Grand Crus) wie Cheval Blanc, Mouton Rothschild, Petrus oder Latour in der Vergangenheit als wahre Investmentwunder entpuppt und ihren Besitzern Renditen von knapp 13% p.a. beschert. Auch in diesem Jahr lief es bisher sehr gut: Der „liv-ex 100“ legte seit Anfang Januar um 14,7% zu. Einen Grund für die Attraktivität guter Tropfen als Geldanlage benennt der Hamburger Weinexperte Mario Scheuermann: „Große Weine von berühmten Gütern lassen sich nicht beliebig vermehren.“ Da ist es dann auch zu verschmerzen, dass man auf laufende Einnahmen wie Dividenden



Gut Ding will Weile haben – die besten Tropfen reifen über Jahre hinweg in Eichenfässern tief unter der Erde.



oder Zinsen verzichten muss und allein auf eine Wertsteigerung spekulieren kann.

Wer Ende November 2004 exakt 10.000 EUR in die Weine des „liv-ex 100“ investiert und auf deren Genuss fortan verzichtet hätte, würde heute in seinem Weinkeller edle Gewächse im Wert von 24.500 EUR lagern. Hätte ein Anleger dagegen damals für den gleichen Betrag Blue Chips aus dem DAX gekauft, wäre das Kapital nur auf 13.700 EUR angewachsen. Bei richtiger Auswahl der Weine sind auch höhere Wertsteigerungen möglich. „Tatsächlich wurden bei manchen Gewächsen aus dem Bordeaux innerhalb von fünf Jahren Preissteigerungen von rund 300% erzielt – und das garantiert frei von der Abgeltungsteuer“, sagt Brückner. Grundsätzlich gilt, dass französische Spitzenweine des Bordelais und aus dem Burgund das Maß aller Dinge sind. Daneben haben sich einige spanische Weine und seltene Champagner etablieren können.

Die Renditen von Weininvestments hat Mahesh Kumar („Wine Investment for Portfolio Diversification“, 2005) erforscht. Der Analyst ermittelte anhand von 50 Edeltropfen der Kategorie „Investment-Grade“ aus den Jahren 1983 bis 2002 eine jährliche Rendite von 12,3%. Die Performance schlug sowohl den Dow Jones als auch den Rentenmarkt. Gleichzeitig stellte Kumar fest, dass die bessere Wertentwicklung nicht mit einem höheren Risiko verbunden ist und der Markt für hochwertige Weine eine geringe Korrelation zu anderen Märkten aufweist.

## Kleines Angebot an Spezialfonds

Doch ganz unbeeindruckt von Markterschütterungen sind die edlen Gewächse nicht. „Seit sich herauskristallisierte, dass die Realwirtschaft nicht von der Finanzkrise verschont bleibt, neigte auch der Weinmarkt zur Schwäche“, erklärt Liv-Ex-Direktor James Miles. Vor allem bei jüngeren Bordeaux-Jahrgängen, deren wahrer

Wert sich noch nicht abschätzen lasse, habe es Preisrückgänge von rund 25% gegeben. Zu schaffen macht dem Markt, dass eine ganze Reihe ehemals zahlungskräftiger Investoren aus Ländern wie China oder Russland sowie geltungssüchtige Neureiche als Käufer wegblieben. Die Branche begrüßt es allerdings, dass die große Spekulation inzwischen abgeebbt ist und sich die Preise einem vernünftigen Niveau angenähert haben.

Weinfreunden, die edle Tropfen als Geldanlage nutzen wollen, steht nur ein recht kleines Angebot zur Verfügung. Es reicht von Weinfonds über Aktien großer Weingüter und Spirituosenkonzerne bis hin zum direkten Einlagern großer Weine im eigenen Keller. Wer in die vom Volumen her kleinen Weinfonds investiert, profitiert vom Know-how erfahrener Manager. Die Portfolios werden fast nur mit Bordeaux bestückt. Die meisten Weinfonds haben eine festgelegte Laufzeit, etwa fünf Jahre. Danach werden sie aufgelöst. Anleger können dann entscheiden, ob sie den Wein beziehen und genießen oder dessen aktuellen Wert ausgezahlt bekommen möchten. Groß ist die Fondsauswahl in Deutschland derzeit nicht, da einige Weinfonds entweder geschlossen sind oder vorerst keine Neuauflage planen.

### In Weingüter und -händler investieren

Besser ist es daher, sich am Aktienmarkt umzusehen. Ein lupenreines Weininvestment verbirgt sich hinter Vina Concha y Toro, der größten börsennotierten Kellerei der Welt. Die Papiere der Chilenen sind zurzeit ambitioniert bewertet. Deutlich günstiger zu haben sind Aktien von Baron de Ley, einem Zusammenschluss viel versprechender Rioja-Weingüter. Da auch in China immer mehr Menschen eine gute

Bouteille entkorken, verspricht die Aktie des in Deutschland nicht notierten Weinerzeugers Yantai Changyu Pioneer Wine Wertzuwächse. Im UBS Equity Greater China Fund zählt der Titel zu den Schwergewichten. Die stetig wachsende Zahl von Weinliebhabern begünstigt auch die Geschäfte einiger Zulieferer. So versorgt etwa die spanische Vidrala SA Winzer in ganz Europa mit Flaschen.

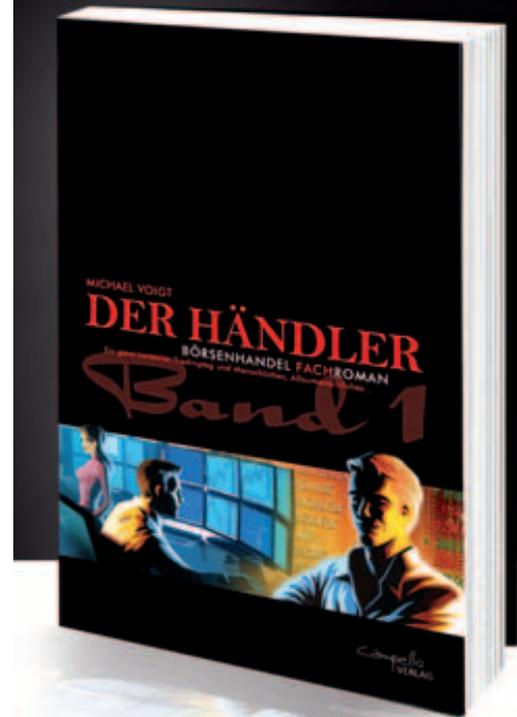
Auch in Deutschland werden Anleger fröhlich. Der Trierer Schaumweinproduzent Sektellerei Schloss Wachenheim hat den Turnaround geschafft und müsste von der Börse bald eine höhere Bewertung erfahren (SI 12/09, S. 66). Die Schlumberger AG aus Wien hat ihren Umsatz im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2009/10 stabil halten können. Das letzte Quartal dürfte wegen des Weihnachtsgeschäfts noch einen kräftigen Schub bringen. Bleiben die Verbraucher roten Edelweinen weiterhin treu, dürfte sich auch die Erfolgsstory des Hamburger Weinhandelshauses Hawesko fortsetzen. Das Neunmonats-EBIT spiegelt mit 9,3 Mio. EUR das zweitbeste Ergebnis der Firmengeschichte wider.

### Asien wird die reifen Märkte ablösen

Vom Volumen her weltweit der größte Weinproduzent ist Constellation Brands. Der US-Getränkekonzerne wird im Geschäftsjahr 2009/10 voraussichtlich einen Umsatz von 3,3 Mrd. USD erzielen und den Gewinn auf 1,65 USD pro Aktie leicht steigern. Der global führende Spirituosenkonzern Diageo vertreibt für den Luxuskonzern LVMH die Champagner Dom Pérignon und Moët & Chandon. Die Briten leiden derzeit darunter, dass die Verbraucher vermehrt zu preisgünstigeren Alkoholika greifen. Diageo sollte bei einer Konjunkturerholung aber ebenso wie LVMH, Pernod-Ricard, Laurent-Perrier und Rémy Cointreau sowie Davide Campari-Milano (alle vertreiben auch Weine und Champagner) höhere Erlöse erzielen. Allerdings müssen sich die Unternehmen darauf einstellen, dass >>



Sind Ihre Absichten und Ihr Verhalten deckungsgleich?



Jetzt erstmalig  
**HÖRPROBE**  
für ein Tradingbuch.  
**Hören Sie**  
auf Ihr Gefühl!

Campello  
VERLAG

Die neue Fachbuchserie  
für Händler von  
Michael Voigt

[www.der-haendler.com](http://www.der-haendler.com)



## ACHT TIPPS FÜR DEN WEIN-INVESTOR

**Marktinformationen:** Jährlich überarbeitete Weinführer wie „Der kleine Johnson“ oder „Stuart Pigotts kleiner genialer Weinführer“ bieten einen Überblick über den Weinmarkt.

**Weinkritiker:** Ohne das schwer wiegende Urteil des Amerikaners Robert Parker („The Wine Advocate“) hat ein guter roter Tropfen kein Potenzial. Was nach der neuen Ernte seiner Maximalbewertung von 100 Punkten nahe kommt, bietet sehr gute Chancen auf Preissteigerungen.

**Fachliteratur:** Der Vermögensverwalter Valentin Brodbeck gibt in seinem Buch „Wein als Investment – Die genussvolle Rendite“ (Plöger Medien GmbH, 2008) Tipps für die Geldanlage mit Spitzenweinen.

**Internet:** Mario Scheuermann konzentriert sich bei [bordeaux.blogg.de](http://bordeaux.blogg.de) auf französische Weine mit Schwerpunkt Bordeaux. Nützlich sind auch sein Weblog Drink Tank ([drinktank.blogg.de](http://drinktank.blogg.de)) sowie Weinportale wie [www.weinportal24.info](http://www.weinportal24.info), [www.wein-plus.de](http://www.wein-plus.de) und [www.decanter.com](http://www.decanter.com).

**Indizes:** Zwei an der London International Vintage Exchange ([www.liv-ex.com](http://www.liv-ex.com)) ermittelte Indizes bilden die Preisentwicklung von 100 bzw. 500 gehandelten Investment-Weinen ab.

**Weinfonds:** Wer sich über schon aufgelegte oder geplante Fonds informieren möchte, wird bei folgenden Adressen fündig: [www.firstgrowthbordeaux.co.uk](http://www.firstgrowthbordeaux.co.uk), [www.lunzerwineinvestments.com](http://www.lunzerwineinvestments.com), [www.thefinewinefund.com](http://www.thefinewinefund.com), [www.valveri.com](http://www.valveri.com), [www.grapevault.de](http://www.grapevault.de), [www.wineinvestmentfund.com](http://www.wineinvestmentfund.com) und [www.winecapital.de](http://www.winecapital.de).



Fachkundige Beratung vor Weininvestments ist dem Anleger unbedingt anzuraten.

**Versteigerungen:** Sammler können an Versteigerungen großer Häuser wie Sotheby's und Christie's teilnehmen oder sich an Auktionshäuser wenden, die sich auf Weine und Spirituosen spezialisiert haben (z.B. Koppe & Partner und Munich Wine Company). Käufe bei Ebay sind riskant, da die Zahl der gefälschten Edelgewächse wächst.

**Raritätenhändler:** Michael B. Spreckelmeyer ([www.lust4wine.de](http://www.lust4wine.de)) oder Jan Erik Paulson ([rare-wine.de](http://rare-wine.de)) kaufen und verkaufen gereifte Edelgewächse. Ein großes Angebot haben auch die Antique Wine Company ([www.antique-wine.com](http://www.antique-wine.com)) und 1855 ([www.1855.com](http://www.1855.com)). ■

Asien auf lange Sicht die USA, Japan und Europa als weltweit wichtigste Absatzmärkte ablösen wird.

Eine Alternative zu Einzelwerten stellt der Wein-Basket der österreichischen Raiffeisen Centrobank dar, in dem 13 Weinhersteller enthalten sind. Zum Inhalt des Korbes zählt auch Takara Holdings. Die Japaner vertreiben unter anderem Reisweine. Das vor gut vier Jahren zu 10,20 EUR emittierte Zertifikat hat sich von seinem Tief im April 2009 bereits wieder um rund ein Drittel erholt.

### Für 10.000 Euro Edeltropfen im Keller

Schließlich besteht für Anleger noch die Möglichkeit, direkt in Weine zu investieren. Doch dafür bedarf es eines soliden Fachwis-

sens über die Haltbarkeitsdauer, korrekte Lagerung und den Zeitpunkt des Erreichens der richtigen Trinkqualität. Der Weinexperte Brückner empfiehlt mindestens 10.000 bis 15.000 EUR als Startkapital – genug für zwölf gute Tropfen. Zudem sollten höchstens 10% des angelegten Kapitals in Wein oder Champagner gesteckt werden, rät der Experte weiter. Ein großer Nachteil, den flüssige Schätze im Vergleich zur Aktienanlage haben, ist der weniger liquide und zum Teil undurchsichtige Markt. Ließe weltweit das Interesse an den gelagerten Weinen nach, bestünde die Gefahr von Preisstürzen. Stacey Lea Golding, verantwortliche Direktorin bei Premier Cru Fine Wine Investment in London, macht Anlegern jedoch Mut: „Wein war historisch gesehen immer das letzte Investment, das abstürzte, und das erste, das sich erholt.“

AUSSICHTSREICHE WEINAKTIEN								
UNTERNEHMEN	WKN	KURS*	MARKET-CAP**	UMSATZ 09E**	UMSATZ 10E**	EPÄ 09E*	EPÄ 10E	KGV 10E
BARON DE LEY [E]	908 149	34,06	198,4	83,1	85,0	2,81	2,98	11,4
CONSTELLATION BRANDS [USA]***	871 918	10,92	2.419,7	2.229,7	2.276,5	1,08	1,23	8,9
DAVIDE CAMPARI-MILANO [I]	A0E AX5	7,18	2.085,1	1.025,5	1.095,6	0,50	0,55	13,1
DIAGEO [GB]***	851 247	11,52	28.829,8	10.652,2	11.127,6	0,80	0,87	13,2
HAWESKO HOLDING [D]	604 270	20,15	178,0	327,4	334,7	1,47	1,55	13,0
LVMH [F]	853 292	72,27	35.423,3	17.116,4	17.530,9	3,74	4,07	17,8
PERNOD-RICARD [F]	853 373	59,77	15.772,2	7.342,2	7.272,6	3,97	4,32	13,8
SCHLUMBERGER VZ [A]***	483 728	16,99	38,2	209,0	212,0	1,21	1,24	13,7
SEKTK. SCHLOSS WACHENHEIM [D]	722 900	6,70	53,1	284,4	274,5	0,28	0,82	8,2
TAKARA HOLDINGS [JAP]***	864 062	3,89	846,9	1.485,4	1.510,4	0,18	0,20	19,5
VIDRALA [E]	873 772	17,10	389,3	391,6	401,8	1,67	1,79	9,6
VINA CONCHA Y TORO [CHL]****	895 350	28,48	1.055,7	k.A.	k.A.	1,60	1,40	20,3
WEINZERTIFIKAT								
BEZEICHNUNG	WKN	EMITTENT	FÄLLIGKEIT	SPREAD****	BRIEFKURS*			
WEIN-BASKET	RCB 2BL	RAIFFEISEN CENTROBANK	OPEN END	3,42	8,45			

\*) in EUR; \*\*) in Mio. EUR; \*\*\*) gebrochenes Geschäftsjahr 09/10 und 10/11; \*\*\*\*) ADR (20 Aktien); \*\*\*\*\*) in % des Briefkurses; Stand: 11.12.2009 (Schlusskurse Frankfurt)

### Fazit

Als Direktinvestment und Fondsanlage ist Wein für private Anleger ein riskantes Geschäft. Wer es dennoch wagen will, muss wissen: Ohne eine sorgfältige Beratung über Marktpreise, Rebsorten und Bewertungen von Weinen ist es Essig mit der Rendite. Der mögliche Wertzuwachs sollte ohnehin nicht das alleinige Beurteilungskriterium sein. Vielmehr ist es ratsam, auch den Inflationsschutz, das positive Chance/Risiko-Verhältnis und die geringe Korrelation zu anderen Märkten zu berücksichtigen. Wem für den Erwerb von Edeltropfen das Know-how fehlt, der sollte besser in Weinaktien investieren. ■

Michael Heimrich

# „Ich höre eben viel, wenn ich so unterwegs bin“

Interview mit Star-Kolumnist und neuerdings Buchautor **Michael Graeter** über Prominente, Reiche, Geld und seine ganz persönlichen Hoch- und Tiefpunkte

**Smart Investor:** Herr Graeter, wir gehen schwer auf Weihnachten und das Jahresende zu, und so dachten wir uns, wir befragen mal einen Klatsch-Reporter wie Sie, der mit Börse und Wirtschaft nicht originär zu tun hat, zum Thema Geld.

**Graeter:** Na, dann fragen Sie mal los!

**Smart Investor:** Was sind aus Ihrer Sicht die Triebfedern der Menschheit?

**Graeter:** Vereinfacht gesagt möchte ich behaupten, dass es nur zwei wirkliche Triebfedern für den Menschen gibt: Geld und Sex, wobei ich Geld als die wichtigere von beiden einschätzen würde. Aufgrund dieses Rasters habe ich mir in meinem Beruf immer einigermaßen gut erklären können, warum wer mit wem zu tun hatte, zusammen oder auch wieder auseinander ging.

**Smart Investor:** Aber was ist mit Freundschaft oder Liebe? Zählt das nicht?

**Graeter:** Liebe ohne Geld ist unvorstellbar. Was wollen Sie denn ohne Geld anstellen? Ich war ja vor Kurzem in der Situation, ohne einen Cent dazustehen. Also weiß ich, wovon ich spreche.

**Smart Investor:** Das klingt aber ziemlich unromantisch ...

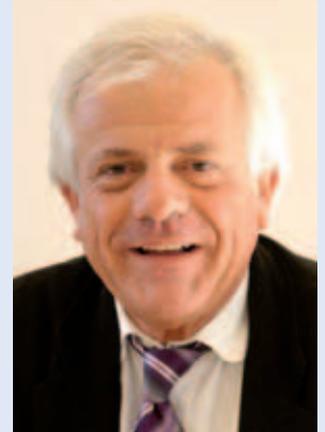
**Graeter:** Mag sein, aber so ist es. Wenn Sie Ihrer Frau morgen sagen, dass Sie kein Geld mehr haben, dann ist die Wahrscheinlichkeit, dass sie Ihnen davon läuft, ziemlich groß.

**Smart Investor:** Sie gelten als der bekannteste Boulevard-Reporter und waren früher vermutlich der bestbezahlte Journalist Deutschlands. Welchen Stellenwert hatte bzw. hat Geld für Sie?

Michael Graeter mit der Hollywood-Action-Legende Steve McQueen, der nebenbei begeisterter Motorsportler war.



*Michael Graeter ist einer der bekanntesten Gesellschaftsreporter Deutschlands und die Vorlage von „Baby Schimmerlos“ in der Kultserie „Kir Royal.“ Er schrieb für mehrere Boulevardblätter und Magazine in München, Hamburg und Paris, arbeitete fürs ZDF sowie für „Star TV“ in Zürich und war bekannt für seinen freundschaftlichen Umgang mit vielen weltberühmten Prominenten wie z.B. Steve McQueen, Gunter Sachs oder Sean Connery. Kürzlich erschien seine Autobiographie „Extrablatt“, in welcher er in seiner unübertroffenen Leichtigkeit und mit ultrakurzen Stakkatosätzen seine bewegte Lebensgeschichte wiedergibt. Nach einem finanziellen Absturz und einem achtmonatigen Gefängnisaufenthalt ist Graeter heute wieder als Kolumnist für die Münchner Abendzeitung tätig.*



**Graeter:** Für mich war Geld eigentlich immer nur Mittel zum Zweck. Das Wichtigste für mich war immer, dass ich der erste war, der die Story hatte – und mein Gerechtigkeitsinn. Aber beides lässt sich nur mit Geld umsetzen.

**Smart Investor:** Sie zählen zu den wenigen Personen, deren Lebensgeschichte zu Lebzeiten verfilmt wurde, nämlich in der legendären Fernsehfilmreihe „Kir Royal“. Haben Sie beim Dreh mitreden dürfen?

**Graeter:** Natürlich, ich habe ja mit dem Regisseur Helmut Dietl die einzelnen Geschichten entsprechend meinen realen Erlebnissen erarbeitet.

**Smart Investor:** Hat sich das für Sie finanziell auch irgendwie ausgezahlt?

**Graeter:** Ja, der WDR hat mir damals eine fünfstellige D-Mark-Summe bezahlt.

**Smart Investor:** Wie realistisch war der Film?

**Graeter:** Sehr realistisch. Natürlich war vieles überzeichnet und pointiert dargestellt, aber alle Geschichten und auch die dargestellten Personen gab es, gibt es.

**Smart Investor:** Sie waren an unzähligen Prominenten und Weltstars hautnah dran. Sagen Sie mir bitte: Sind diese Leute glücklich, dass sie derart im Rampenlicht stehen und viel Geld haben?

**Graeter:** Natürlich leben Leute, die nicht aufs Geld schauen müssen, etwas ruhiger und problemloser. Aber wenn man keine >>

Michael Graeter, stehend hinter Helmut Dietl, dem Regisseur der TV-Serie „Kir Royal“, in der Graeters Lebensgeschichte verfilmt wurde.



finanziellen Sorgen hat, dann macht man sich gerne andere Probleme; ja, dann hat man erst so richtig Zeit für Probleme. Deswegen sind die Scheidungen in der Langusten-Liga übrigens auch etwas häufiger als im gutbürgerlichen Kreis.

**Smart Investor:** Worüber sprechen denn diese Leute, wenn es um das Thema Geld geht? Über die Steuern, über die Inflation, über die Bürokratie?

**Graeter:** Am liebsten reden diese Leute darüber, was die anderen mit ihrem Geld machen. Wo man einsteigen muss, oder was sozusagen der letzte Schrei in Sachen Finanzen derzeit ist: Aktuell höre ich beispielsweise viel davon, dass man in die norwegische Krone geht. Denn Norwegen ist ein Land mit Öl- und Gasvorkommen in Hülle und Fülle, mit nur 3 Mio. Einwohnern und riesigen Rücklagen. Allerdings sollte man – so wird mir zugetragen – solches Geldvermögen nicht auf einer deutschen Bank halten.

**Smart Investor:** Ach ja? Warum denn nicht?

**Graeter:** Na schauen Sie, der goldene Westen wird ja derzeit mit dem rostigen Groß-DDR-Charme überzogen, und insofern besteht tatsächlich die Angst, dass irgendeinem schlaunen Politiker hierzulande irgendwann mal einfallen könnte, wie man solches Vermögen dann konfisziert.

**Smart Investor:** Und der Euro oder der Dollar scheinen dann nicht gerade die favorisierten Währungen der High Society zu sein?

**Graeter:** Um Gottes Willen, darüber ist man sich eigentlich einig, dass diese beiden Währungen aufgrund von Inflation viel von ihrer Kaufkraft abgeben werden. Wenn schon, dann in Immobilien anlegen, aber dann auf Pump. Weil, wenn es zur Inflation kommt, dann wird die Schuldenlast ja auch geringer. [lacht]

**Smart Investor:** Vielleicht hätten Sie Vermögensberater werden sollen?

**Graeter:** Nein, ich bin wirklich kein Fachmann, aber ich höre eben viel, wenn ich so unterwegs bin.

**Smart Investor:** In den 80er Jahren hatten Sie sich neben Ihrer Journalistentätigkeit in der Café- und Kino-Branche getummelt, anfangs wohl auch sehr erfolgreich ...

**Graeter:** Das lief super! Mein Café Extrablatt in der Münchner Leopoldstraße war gut 20 Jahre eine Institution und machte bis zur letzten Stunde Umsätze wie am Anfang. Reporter- und Medien-Café – das funktionierte. Wir waren übrigens die ersten in

Deutschland, die Cappuccino und richtiges französisches Baguette, nicht Weißbrot in Stangenform wie heute, servierten.

**Smart Investor:** Aber irgendwann muss dann der Wurm reingekommen sein ...

**Graeter:** Ja, das fing mit einem gescheiterten Verkauf eines Grundstücks am Ammersee an – der Käufer zahlte nicht –, ich hatte dann nicht die vorgesehenen Mittel für den Aufbau meines zweiten Cafés in Los Angeles und musste das Projekt aus der Extrablatt-Tageskasse finanzieren. Das Erdbeben in Südkalifornien vertrieb uns, meine Frau wollte dort nicht mehr leben. Vom Kempinski-Hotel in Berlin bekam ich die Einladung, im „Kempi-Eck“ ein „Extrablatt“ zu errichten. Dann wurde über Nacht die Hotelkette an eine thailändische Familie verkauft, und die Besitzerin stoppte das Café-Vorhaben. Ich stand da mit meinen Möbeln, dann kam Evergreen-Playboy Rolf Eden und zeigte mir eine andere Location am Ku'damm. Das war mein Fehler, ich hätte die Zeichen, nichts in Berlin zu machen, erkennen müssen.

**Smart Investor:** ... und damit haben Sie wohl dann Millionen versenkt.

**Graeter:** Vereinfacht und in aller Kürze kann man es so auf den Punkt bringen. Ich hätte es lieber meiner Frau und meinem Sohn vererbt.

**Smart Investor:** Also der totale Absturz?

**Graeter:** Finanziell war das sicherlich ein Desaster, aber der absolute Tiefpunkt kam erst danach.

**Smart Investor:** Sie meinen, als Sie hinter schwedischen Gardinen landeten?

**Graeter:** Genau.

**Smart Investor:** Und wie kam es dazu?

**Graeter:** Ein Geschäftsführer meiner Kinos hatte es übersehen, meine Arbeitgeberanteile an die Krankenkassen zu überweisen. Es ging um 3.500 EUR. Später musste ich dafür geradestehen, obwohl bewiesen war, dass ich das Geld bereit gestellt hatte. Ich kassierte eine Bewährungsstrafe, deren Frist fast ausgelaufen war. Durch eine Verkettung unsäglicher, dummer und unglücklicher Umstände wurde ich dann für acht Monate weggesperrt.

**Smart Investor:** Wegen schlappen 3.500 EUR?

**Graeter:** Ja, wegen nix eigentlich. Da gibt es einen Düsseldorfer Finanzkünstler – seines Zeichens Ehemann einer Spinatvorkosterin –, der hat 27 Mio. EUR verbrannt, und man fragte sich, wie so einer mit Nullbasis dieses Geld von der Bank bekommen hat und gerade mal mit einer kleinen Bewährungsstrafe bedient wurde.

**Smart Investor:** Apropos Prominente: Ist bei denen wirklich vieles nur Schein?



Was hätten Frauen für diesen Rauswurf gegeben: Der schottische Schauspieler und Ex-James-Bond-Darsteller Sean Connery zeigt Graeter, wie er mit aufdringlichen Journalisten fertig zu werden gedenkt.



Graeter beim Small Talk mit Jane Birkin. Die britische Schauspielerin schaffte ihren Durchbruch mit dem Kultfilm „Blow Up“ und sorgte nebenbei als Interpretin zusammen mit Serge Gainsbourg des gehauchten Schlagers „Je t'aime“ für Furore.

**Graeter:** Jeder hat sein persönliches, aber auch offizielles Erscheinungsbild. Viele wirken in der Zeitung oder im Fernsehen anders als in Wirklichkeit. Es kommt auch darauf an, wie und wo ich so einen Menschen kennen lerne. Manche verstellen sich auch und heucheln der Welt ein ganz anderes Image vor.

**Smart Investor:** Wir sind zwar nicht die „Gala“, aber trotzdem würden wir uns über ein diesbezügliches Beispiel freuen.

**Graeter:** Nehmen Sie Edmund Stoiber: Der gilt als patentierter Saubermann. Dabei ist er auch nur ein Mann. In der deutschen Polit-Szene fiel auf, wie intensiv er als Nachwuchsförderer bei der Bundestagsabgeordneten Daniela Raab Hand anlegte und sich sogar erstmals ein Handy kaufte, was früher undenkbar war. Die attraktive Politikerin stammt auch aus Rosenheim und ähnelt Stoiber-Ehefrau Karin. Oder nehmen Sie George Clooney: Der Mann ist ein schöner Mann, aber kein Mann und interessierte sich mehr für sein Hängebauch-Schwein als für Damen, lässt sich aber regelmäßig aus Image-Gründen mit irgendeiner neuen weiblichen Schönheit fotografieren.

**Smart Investor:** Meinen Sie das ernst, George Clooney sei vom anderen Ufer?

## Hintergrund

Können Sie sich vorstellen, dass unsere Leserinnen da wahnsinnig enttäuscht wären?

**Graeter:** Tut mir echt leid, aber das sind meine Erkenntnisse. Und übrigens: Jürgen Klinsmann gibt sich ja auch immer sehr familiär. Als ich ihn aber mit seinem Ex-Trainer-Kollegen Joachim Löw zusammen stehen sah, hat mich das immer an Siegfried und Roy erinnert.

**Smart Investor:** Also viel Schein und Show! Gab es denn auch irgendwelche Prominente, die Ihnen, nachdem Sie total abgebrannt vor zwei Jahren aus dem Gefängnis kamen, finanziell geholfen haben?

**Graeter:** Natürlich, Gunter Sachs erschien wie ein rettender Engel und bezahlte den Anwalt. Zwei Freunde aus meiner Sandkastenzeit allerdings blieben verschollen. Ich dachte schon, ich finde sie in der SZ auf der Abgangsseite als Anzeige mit dem kleinen schwarzen Rand.

**Smart Investor:** Dem Herrn Sachs hatten Sie ja mal in den 70ern einen großen Gefallen getan, als Sie ihn mit seiner neuen Flamme Brigitte Bardot in ihrem Liebesnest im bayerischen Oberland aufspürten, aber diese Sensationsnachricht erst in der Zeitung brachten, als beide wieder abgereist waren.

**Graeter:** Genau. Die Medien-Meute war anderntags da, aber zu spät. Mit der verzögerten Nachricht waren Gunter und Brigitte ein paar ruhige Ferientage vergönnt. Als Jahre später die Scheidung anstand, habe ich die Veröffentlichung mit Sachs abgesprochen. Vertrauen muss man sich eben erschreiben.

**Smart Investor:** Wollen Sie unseren Lesern zum Schluss noch einen Geldtipp geben?

**Graeter:** Versuchen Sie so viel Eigenvorsorge wie möglich zu betreiben. Ich hätte heute sehr viel Geld für Kliniken und Ärzte, wenn ich das in meiner Jugend gemacht hätte. Von allem, was Sie dem Staat im Rahmen von gesetzlichen Versicherungen in den Rachen werfen, werden Sie am Ende kaum noch etwas zurückbekommen.

**Smart Investor:** Vielen Dank für diesen Tipp und auch für dieses interessante Gespräch der völlig anderen Art über Geld. ■

*Interview: Ralf Flierl*

## INTEGRATED. ADVANCED. SOLUTIONS.

Als Technologieführer bei voll-automatischen Analysensystemen projektieren, entwickeln und produzieren wir zukunftsweisende Technologien für Blutbanken, klinische Labortorien und Forschungseinrichtungen. Unsere OEM-Partner sind Top Player der klinischen und molekularen Diagnostik für die wir in kürzesten Entwicklungszeiten integrierte und kundenspezifische Lösungen realisieren.

**Und wann beteiligen  
Sie sich an unserem  
Erfolg?**

Telefon +49 7082 7916-190  
www.strattec-biomedical.de  
ir@strattec-biomedical.de  
ISIN DE0007289001  
WKN 728 900

# Der Finanzsozialismus

Wozu sparen und nachhaltig investieren, wenn es anscheinend auch anders geht?

Gastbeitrag von Christian Fröhlich

Massenarbeitslosigkeit macht sich breit in den USA, und auch hierzulande verlieren Tausende von Menschen ihre Jobs. Mit den Finanzpaketen der Regierungen soll, um Schumpeters Worte zu benutzen, weltweit versucht werden, eine „abnormale Liquidierung“ des über Jahre praktizierten unproduktiven Kreditwachstums abzuwenden. Inwieweit das mit weiteren Krediten gelingen wird und wann wir zur Nachhaltigkeit zurückkehren werden, steht noch lange nicht fest. Die vorherrschende Theorie, dass man Krisen mit Gelddrucken abfedern kann, indem man den Konsum der Regierung, der Industrie und der Haushalte stimuliert, stammt von John Maynard Keynes.

Friedrich August von Hayek, Vertreter der Österreichischen Schule, kritisierte bereits in den 20er Jahren aufs Schärfste, dass eine solche expansive Geldpolitik keinen Sinn ergäbe, solange die Ursachen des gestörten Wirtschaftsgleichgewichts nicht behoben würden. Die aktuelle Krise kann mit der Großen Depression der 30er Jahre verglichen werden, mit dem Unterschied, dass das Kreditwachstum heute um ein Vielfaches größer ist. Laut dem Ehrendoktor, Regierungsberater und Investor George Soros betrug in den USA im Jahr 1929 die Gesamtheit aller Kredite 160% des Bruttoinlandsproduktes. Diese stiegen bis 1932 auf 260% an. Zur Zeit des Crashes 2008 betrug das Kreditvolumen der USA 365% und wird leicht auf über 500% ansteigen. In diesen Zahlen wurden Derivate noch nicht mit eingerechnet, da es sie in den 20ern in dieser Form noch nicht gab.

Die Auswirkungen der globalen Finanzkrise haben längst die Realwirtschaft erreicht, und kein Investor oder Ökonom vermag vorauszusagen, was uns in den folgenden Jahren erwarten

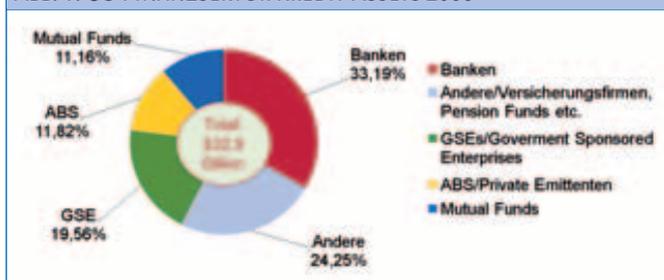


Christian Fröhlich hat eine kaufmännische Ausbildung absolviert. Nach fünf Jahren Berufserfahrung und gleichzeitig absolviertem Abendgymnasium studiert er nun Internationale Betriebswirtschaft in Nürnberg und belegt Finanzen als Schwerpunkt. In seiner abgeschlossenen Bachelor-Arbeit hat er sich mit dem Thema Geldmenge und Finanzkrisen beschäftigt. Sein Studium wird er voraussichtlich im Januar 2010 abschließen. Der vorliegende Artikel stellt eine Zusammenfassung seiner Bachelor-Arbeit dar. [c.frrohlich@financial-crisis.de](mailto:c.frrohlich@financial-crisis.de)

wird. Es steht außer Frage, dass die Leitzinsen international in naher Zukunft wieder angehoben werden müssen, da sonst Inflation droht. Wann das passieren wird und wie hart die damit einhergehenden Einschnitte für die Finanzmärkte und die Realökonomien sein werden, ist ungewiss. Eines allerdings ist gewiss: Die Unsicherheit an den Finanzmärkten wird weiterhin zunehmen, sollten es Zentralbanken und Regierungen versäumen, im Zuge einer Umstrukturierung der Finanzmärkte das Drucken von Geld und den immensen Einsatz von Hebeln einzudämmen. Außerdem verhält es sich nach Ben Bernanke so, dass unsere zielgerichtete Inflationspolitik die Inflation zwar stabilisiert, allerdings die Ertragsleistung eines Landes gleichzeitig destabilisiert. Er scheint damit recht zu haben. Bleibt abzuwarten, ob der Chef der Federal Reserve in Zukunft weiterhin als Politiker oder Ökonom handeln wird. Die Einführung eines sich selbst regulierenden Goldstandards könnte hier ein Ausweg sein.

Es gibt viele Gründe für Finanzkrisen und Arbeitslosigkeit, die nicht ausschließlich bei den Zentralbanken und in unserem Fiat-Money-System gesucht werden können. Aber dennoch, Hayek stellte bereits vor Jahrzehnten fest, dass das Problem der Wellen der Arbeitslosigkeit nicht der Kapitalismus ist, sondern die Regierungen, die mit ihrer Geldpolitik die Unternehmen daran hindern, „gutes“ Geld zu erwirtschaften. Ludwig von Mises sagte Jahrzehnte vorher voraus, dass die Leitzinsen irgendwann automatisch gegen Null laufen würden, sofern eine stän- >>

ABB. 1: US-FINANZSEKTOR KREDIT-ASSETS 2006

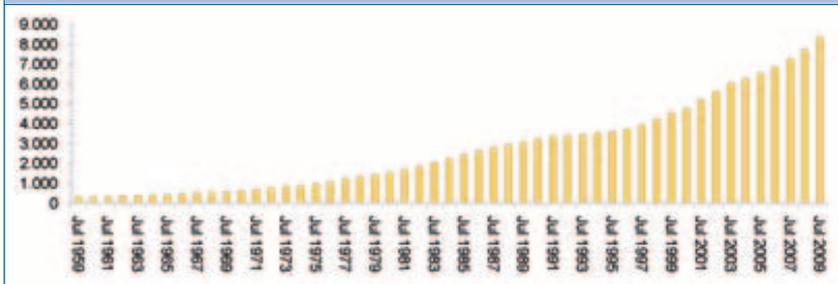


Der Handel mit Krediten ist zur Normalität geworden. 2006 betragen die Kredit-Assets 246% des US-Bruttoinlandsproduktes. Quelle: OECD Economic Survey: United States 2008



dige expansive Geldpolitik betrieben würde. Er erläuterte, dass ein ungedecktes Geldsystem wie unseres nur unter einer Bedingung funktionieren kann: Die Regierung darf die Geldmenge nicht selbst regulieren.

ABB. 2: USA-GELDMENGE M2 IN MRD. USD, SAISONBEREINIGT, 1959 BIS 2009



Quelle: [www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist1.htm](http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist1.htm)

## Geldpolitik

Es ist bekannt, dass unser Geld seit Jahrzehnten durch keinen Goldstandard mehr gedeckt ist. Weniger bekannt ist, dass unsere aktuelle expansive Geldpolitik, gesteuert durch die Zentralbanken und Regierungen, schon lange ein sozialistisches System widerspiegelt. Bereits 1987 schrieb der frühere Harvard-Professor und Regierungsberater John Kenneth Galbraith, dass staatliche Rettungssysteme, wie z.B. Staatshilfen oder gar Staatsgarantien, Züge eines modernen Sozialismus aufweisen. Das Geld für derartige Krisenhilfen oder Bail-outs stammt hauptsächlich von den Zentralbanken, die zusätzliche Liquidität aus dem Nichts erzeugen. Natürlich dient und diene dieses System auch zur Finanzierung von Kriegen, wie man mitunter auch in vielen OECD-Staaten beobachten konnte und kann. Die Geldmenge M2 hat sich in den USA in den letzten zehn Jahren fast verdoppelt. Der schwache Dollar und die anhaltende Asset-Inflation sind eindeutig Resultate dieser Geldpolitik. Eine schleichende Inflation ist nichts anderes als eine schleichende Enteignung der Bevölkerung, die auch als Steuer verstanden werden kann, wenn die Kaufkraft einer Währung nachlässt. Der beste Weg, eine Volkswirtschaft zu Fall zu bringen, ist laut Lenin, die Währung zu zerstören.

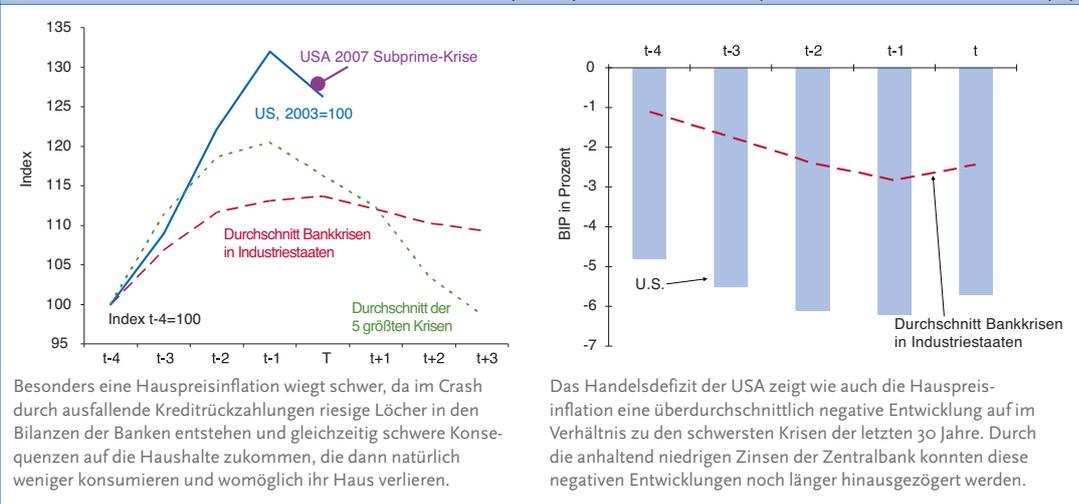
## Die Parallelen zur Großen Depression

Die Schuld der aktuellen Krise wird oft bei den Banken gesucht. Angesichts des Fehlmanagements ein berechtigter Rückschluss. Man darf jedoch nicht vergessen, dass die Regierungen und Zentralbanken dafür verantwortlich sind, funktionierende Regeln für das Kreditwesen vorzugeben, was Prof. Galbraith bereits in den 50ern eindrucksvoll analysierte. Zu Zeiten der „Großen Depression“ wie auch heute haben die Regierungen eindeutig versagt, Finanzmärkte zu formen, die für Nachhaltigkeit stehen. Die Große Depression wurde ausgelöst durch einen immensen Anstieg von Krediten, die hauptsächlich in Hebelprodukte und hochspekulative gehebelte Investmentfirmen geflossen sind. Heute ist es ähnlich, mit dem Unterschied, dass die Zentralbanken mit den langfristig niedrigen Zinsen den Scheinboom noch länger hinausgezögert und dadurch verschärft haben. Empirisch gesehen ist die aktuelle, in den USA ausgelöste Krise keine Überraschung. Die USA wiesen schon Jahre vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers eine historisch schlechte Handelsbilanz auf, ein abnehmendes Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, ein schnelles Anwachsen der Schulden sowohl auf Staats- als auch auf privater Ebene und massive inflationäre Asset-Preise.

Bereits Anfang 2008 stellte das National Bureau of Economic Research fest, dass der Verlauf dieser Indikatoren im Verhältnis zu den schwersten Finanzkrisen der letzten 30 Jahre typisch verlief. In diesem Report bezweifeln die Professorin der University of Maryland Carmen M. Reinhart und der Harvard-Professor Kenneth S. Rogoff stark, dass die Subprime-Krise nur ein isoliertes Phänomen gewesen sei, wie vom Chef der Federal Reserve öffentlich verlautet wurde. Noch ein weiterer Negativfaktor war laut Galbraith die damalige ungleiche Einkommensverteilung in den Vereinigten Staaten. Auch heute scheint in den USA unter diesem Gesichtspunkt im Vergleich z.B. zu Deutschland oder Japan ein gravierendes Problem in der Einkommensverteilung vorzuliegen.



ABB. 3: USA: REALE HAUSPREISE UND BANKKRISEN (LINKS); HANDELSDEFIZIT/BIP IN % UND BANKKRISEN (R.)



Besonders eine Hauspreis-inflation wiegt schwer, da im Crash durch ausfallende Kreditrückzahlungen riesige Löcher in den Bilanzen der Banken entstehen und gleichzeitig schwere Konsequenzen auf die Haushalte zukommen, die dann natürlich weniger konsumieren und womöglich ihr Haus verlieren.

Das Handelsdefizit der USA zeigt wie auch die Hauspreis-inflation eine überdurchschnittlich negative Entwicklung auf im Verhältnis zu den schwersten Krisen der letzten 30 Jahre. Durch die anhaltend niedrigen Zinsen der Zentralbank konnten diese negativen Entwicklungen noch länger hinausgezögert werden.

Zeitpunkt T bezieht den Ausbruch der schwersten Finanzkrisen der letzten 30 Jahre. T-1 und T+1 bezeichnen das jeweilige Jahr davor oder danach und so weiter. Quelle: NBER Working Paper, Reinhart, Rogoff, Januar 2008



## Regulierung: Ja oder Nein?

Unser Finanzmarkt ist schlecht reguliert. Nach Adam Smith sollte das Eigentum (Spareinlagen) jedes Einzelnen in einer Volkswirtschaft gesichert sein. Unser Finanzmarkt „hebelt“ dieses Grundgesetz einfach aus: Wenn Sie die Möglichkeit hätten, das 10- bis 50-Fache Ihres Eigenkapitals zu investieren und daran zu verdienen, was für viele Banken und Investoren keine Seltenheit darstellt, würden Sie es nicht genauso machen? Wenn alles gut läuft, sprudeln die Milliarden Gewinne. Geht es schief, kommt der Staat zu Hilfe. Das ist Finanzsozialismus auf Kosten der Gesamtbevölkerung. Das Geld für derartig spekulative Investitionen kommt von Spareinlagen, anderen Banken oder wie momentan für nahezu 0% von den Zentralbanken. In den 20er Jahren und heute sind es vorwiegend institutionelle Investoren und nicht Kleinanleger gewesen, die Hebelinvestitionen im großen Stil getätigt und damit den gesamten Finanzmarkt in die Knie gezwungen haben. Das Fatale an einer solchen Krise ist, dass auch gute Unternehmen und andere Werte, wie zum Beispiel Gold, in den Abwärtsstrudel gezogen werden: Wenn kein Geld mehr da ist, werden auch die nachhaltigen Positionen aufgelöst.

## Sinnvolle Regulierung

Der Ansatz der Schuldenbremse ist richtig, aber in keiner Weise ausreichend, denn die Kreditverfügbarkeit für unproduktives Wachstum kann auch durch den Interbankenmarkt und die globalen Kapitalströme extrem schnell ansteigen. In diesem Punkt unterscheidet sich dieser Ansatz von der Österreichischen Schule. 1929 war längst nicht mehr der Leitzins der Zentralbank entscheidend, sondern der Zins, der an die Broker weitergegeben wurde. Der Hunger nach Leverage (= Hebel) war so enorm, dass die Nachfrage nach Krediten Ende der 20er Jahre exponentiell anstieg. Tausende von nationalen und internationalen Gläubigern stellten diese Kredite zur Verfügung. Kurz gesagt, die Broker liehen sich Geld für einen Zins von bis zu ca. 12% am Geldmarkt, um ihre Leverage-Kundschaft zu bedienen. Für den Markt ist demzufolge nicht nur der Leitzins der Zentralbank entscheidend, sondern der Zins, den die Kreditnehmer zahlen müssen und den die Gläubiger erhalten. Daraus folgt, dass die Kreditmenge und Liquidität auch endogen, also aus dem Finanzsystem



Unter Justizias wachen Augen wird fleißig reguliert. Ob dies wirklich alles sinnvoll ist, wird wohl erst die Zukunft zeigen.

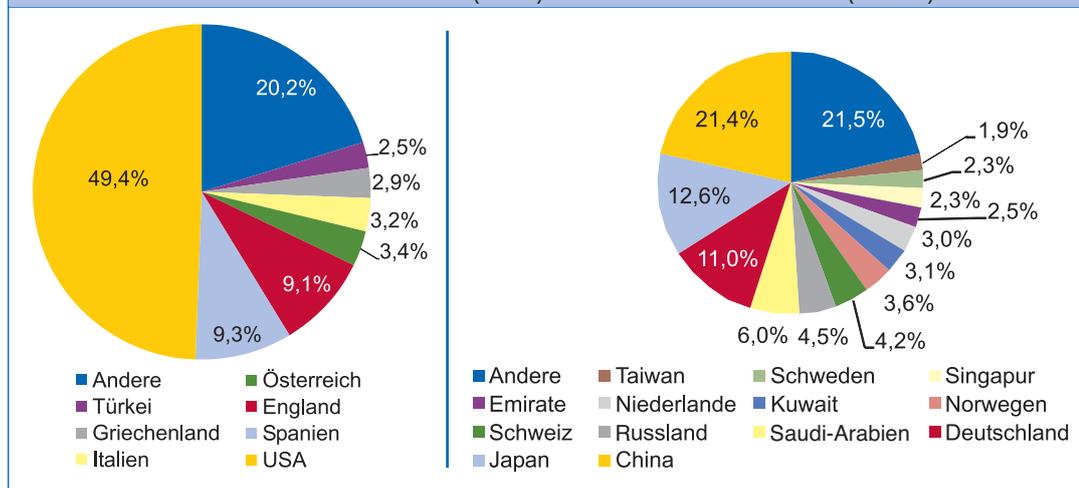
heraus und nicht nur exogen durch die Zentralbank, ansteigen kann. Die Lage damals war so gravierend, dass die Unternehmen teilweise keine neuen Fabriken mehr bauten, sondern durch ihre Zinsen am Geldmarkt höhere Erträge erzielten.

Ein langfristiger Staatsbankrott oder eine Währungsreform können nur vermieden werden, wenn ein gut reguliertes und nachhaltiges Kreditwachstum vorliegt. Alles andere führt früher oder später zu schweren „abnormalen Liquidierungen“ am Finanzmarkt, kurz: zur Depression.

## Sinnlose Regulierung

Der Glaube, dass Politiker und Zentralbanker in der Lage wären, genau einschätzen zu können, welche Geldmenge im Umlauf sein sollte, ist empirisch gesehen widerlegt. Wir brauchen ein Finanz- und Währungssystem, das nicht auf der Meinung Einzelner basiert, sondern ein Finanzsystem, das sich wie der Kapitalismus weitestgehend selbst reguliert. Um das zu gewährleisten, müsste die Unmenge an Krediten, die nichts mit der Realökonomie zu tun haben, dem Markt langfristig entzogen werden. Die Zahnpasta muss also wieder zurück in die Tube. Oder wie der Wormser Fachhochschulprofessor Max Otte es 2008 ausdrückte: Der Finanzmarkt muss „deleveraged“ werden. Das geht nicht ohne striktere Kreditregularien und möglicherweise auch nicht ohne einen Goldstandard.

ABB. 4: KAPITAL IMPORTIERENDE LÄNDER 2007 (LINKS) UND EXPORTIERENDE LÄNDER (RECHTS)

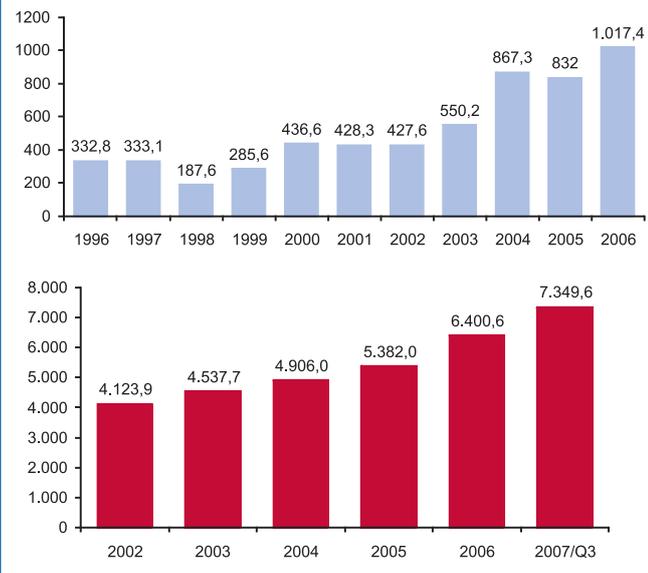


Durch die globalen Kapitalströme kann die Kreditmenge auch ohne die Zentralbanken ein gefährliches Ausmaß erreichen. Quelle: IMF (Global Financial Stability Report 2008)

## Leverage (Hebel)

Leverage ist nichts anderes als geliehenes Geld, also Kredite, die benutzt werden, um Investitionen zu tätigen. Prinzipiell muss das nicht schlecht sein. Unser gesamtes Finanzsystem beruht auf einem partiellen Reserve-System. Das eingezahlte Geld der Sparer wird nur teilweise als Sicherheit einbehalten, und der Rest wird investiert. Banken sind in der Regel 20 zu 1 gehebelt. Ob nun Derivate oder Zertifikate – Kredi-

Abb. 5: USA INFLOW PORTFOLIO-INVESTITIONEN (OBEN) UND INTERNATIONALE SCHULDVERSCHREIBUNGEN



Angaben in Mrd. EUR; Die internationale Verschuldung schreitet immer weiter voran. Fehlallokationen können somit durch zunehmendes Kreditwachstum zu Asset-Inflationen und im Crash zu schweren Liquiditätskrisen führen.  
Quelle: IMF: Global Financial Stability Report 2008

te bzw. Leverage sind ein fester und teilweise auch notwendiger Bestandteil der Finanzmärkte. Fragwürdig wird es nur, wenn man sie als Beschleuniger verwendet, um möglichst schnell reich zu werden.

Das Grundproblem dabei: Wenn Sie eine Firma gründen wollen, dann müssen Sie wasserdichte Businesspläne und Eigenkapital vorlegen. Erst dann werden Sie einen Kredit erhalten. Wollen Sie stattdessen ein Hebelprodukt (= Finanzprodukt mit zumeist hohem Kreditanteil) am Finanzmarkt erwerben, müssen Sie nur einen geringen Eigenkapitalanteil vorschießen und bekommen per Knopfdruck Investitionskredite fast zum Nulltarif. Laut Max Otte betragen die Finanzderivate mittlerweile das Fünffache des Weltsozialprodukts. Keiner kann mit Sicherheit sagen, wo das hinführen wird.

Das Exposure eines Leverage-Produktes ist immer größer als der eigentlich hinterlegte Betrag. Genau hier liegt das Problem. Wenn das Exposure gegen den Anleger läuft, wird dieser nachschusspflichtig. Verhält sich der Aktienmarkt normal, beeinträchtigt ihn das kaum. Aber wenn der Hedge eines Portfolios nicht ausreichend ist, kann in einer Crashsituation oder bei einer Fehlspekulation schnell alles vorbei sein. Der rapide Untergang des Hedgefonds LTCM 1998, dessen Direktor der Nobelpreisträger Myron Scholes war, kann als einer von vielen Warnschüssen interpretiert werden. Allein die Futures und Swaps von LTCM beliefen sich 1998 auf 1.250 Mrd. USD. Der Federal Reserve blieb am Ende gar nichts anderes übrig, als den „Hebel-Schädling“ selbst zu entsorgen, um das Finanzsystem vor einem „Totalausfall“ zu bewahren.

Um langfristig am Aktienmarkt zu überleben, ist ein niedriges Leverage-Niveau unausweichlich. Natürlich kann ein Anleger oder eine Bank mit einem Leverage von 30, 40 oder 50 extrem hoch gegen das Exposure abgesichert sein. Die damit verbundenen Absi-

cherungsgeschäfte sind jedoch kostspielig, und nur höhere offene Positionen bringen signifikant mehr Geld in die Kasse. Galbraith hat in seinem Buch „Der große Crash“ eine Warnung für das Finanzsystem hinterlassen: Durch den Einsatz von Leverage kann langfristig kein Geld erwirtschaftet werden. Doch genau der Irrglaube, dass mit Krediten ein Vermögen erwirtschaftet werden kann, hat sich in den vergangenen Jahren wiederholt und ist noch lange nicht überwunden. Risikobewusste Investoren sollten deshalb genau abwägen, wie viel Leverage sie sich und ihrem Portfolio zutrauen. Denn mit der extrem hohen Liquidität im Markt ist es recht einfach, hohe Kredite zu handeln, deren Risiken nicht mal die besten Experten einschätzen können.

### Subprime = Leverage

Der Crash 1929 und die aktuelle Finanzkrise wurden hauptsächlich durch ein Leverage-Feuwerkwerk ausgelöst. Sparen und investieren war schon zur Zeit der Großen Depression out. Damals waren es wie bereits erwähnt hochgehebelte Investmentfirmen und Hebelprodukte, heute sind es schrille Finanzprodukte, die alle eines gemeinsam haben: Leverage. Subprime war nichts anderes als eine hochriskante Hebelanlage. Jeder weiß, dass bei Hauskäufen extrem hohe Kredite mit im Spiel sind. Die Verbriefung der Hypothekenkredite am Bondmarkt war insbesondere für den Emittenten lukrativ. Solange der Immobilienmarkt stieg, wurden noch so zahlungsunfähige Hausbauer ins Boot geholt. Das Geld dafür kam von seriösen und unseriösen Brokern wie zum Beispiel Freddie Mac und Fannie Mae. Beide wurden in den letzten Jahren verstaatlicht, da ihr Bankrott für das Finanzsystem ebenfalls nicht tragbar gewesen wäre. Genau das gleiche Schicksal ereilte die heute sogenannten „systemrelevanten“ Investmentbanken in der Großen Depression, die alle reihenweise im Zuge des Crashes zusammengebrochen waren. Eine Parallele ist unbestreitbar vorhanden. Unter diesem Gesichtspunkt sollte prinzipiell eine systematische Gleichschaltung der Kreditvergabe unterbunden werden.

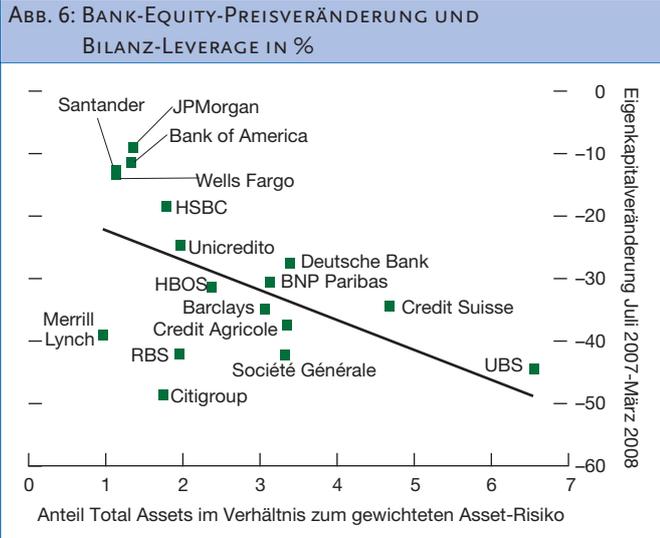
### Finanzrisiko und Risikomodelle

Um am Finanzmarkt erfolgreich zu investieren, sollte ein Portfolio gut diversifiziert sein, damit das spezifische Risiko minimiert wird. Das ist heute gar nicht mehr so einfach. Dr. Jon Danielsson von der London School of Economics schrieb 2008, dass weder Zentralbanker noch Bankmanager in der Lage seien, das spezifische und endogene Finanzrisiko der komplex strukturierten Produkte einzuschätzen zu können. Des Weiteren >>

Anzeige

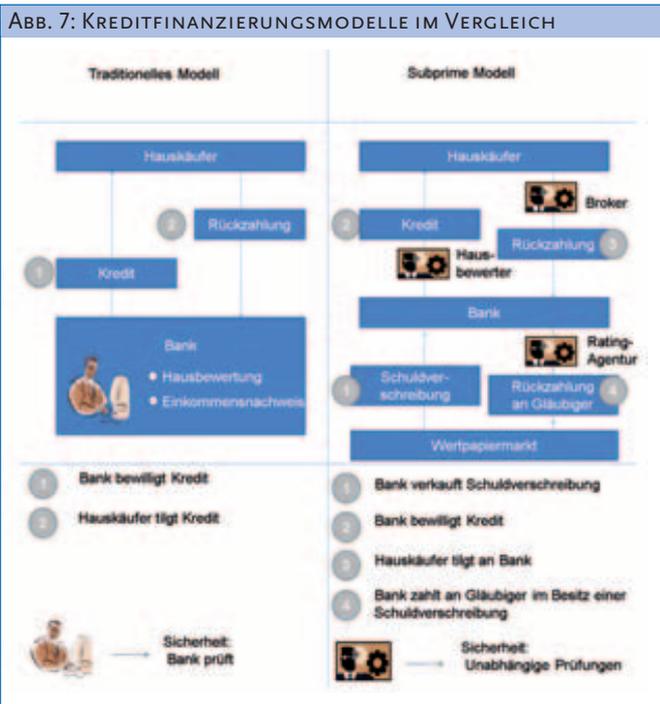
die zukunft gehört jenen, welche möglichkeiten wahrnehmen, bevor andere sie sehen

**VTAD**  
Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands e.V.  
Tel.: +49 69 2199 6273  
Fax: +49 69 2199 6332  
www.vtad.de



Die Grafik zeigt die Eigenkapitalveränderung der Banken in der Subprime-Krise. Die Banken, die ihre Vermögenswerte am geringsten exponiert hatten, haben am wenigsten Verluste verbucht. Quelle: IMF (Global Financial Stability Report 2008), Bloomberg L.P.

ren beschrieb er jene als dumm, die einfach annehmen würden, dass ein kompliziertes statistisches Modell richtig sein muss. Denn gerade in einer Crashsituation werden Risikomodelle oft nutzlos. Der anerkannte Finanzexperte auf dem Gebiet Risikomanagement Prof. Avinash Persaud stellte 2008 fest, dass die Massenanzug von Risikomodellen wie zum Beispiel von Markowitz und Danzig zu korrelierten und überbewerteten Märkten führe. Die negativen Korrelationen im Finanzmarkt werden außerdem noch verstärkt durch automatisch ausgelöste Stop-Loss-Orders, die im Falle eines Crashes wie Brandbeschleuniger wirken. Ein weiterer Brandbeschleuniger sind Short Sales, die bei fallenden Märkten verwendet werden, um



Nur allein die zur Verfügung gestellten Kredite oder Garantien der Broker Fannie Mae und Freddie Mac sind im Zeitraum von 1990 bis 2007 von 740 Mrd. USD auf 4.900 Mrd. USD angewachsen. Radikal befeuert wurde diese Entwicklung durch die historisch niedrigen Leitzinsen.

gegen Unternehmen und Länder zu spekulieren. Der MIT-Absolvent Dr. Richard Bookstaber beschreibt in seinem Buch „Teufelskreis der Finanzmärkte“ eindrucksvoll, dass „die schlimmer werdenden Marktkrisen und die finanzielle Instabilität“ in keinem Verhältnis zur stabilen und produktiven Realwirtschaft stehen. Der Experte ist davon überzeugt, dass das Finanzsystem mit seinen skurrilen Techniken und Produkten die Krisen selbst erschafft. Es reicht also definitiv nicht mehr aus, sich einfach nur auf Fundamentaldaten zu verlassen.

**Effiziente Märkte**

Die Annahme der geläufigen Finanzmodelle beruht auf der Effizienzmarkthypothese. Diese geht davon aus, dass sich die Asset-Preise ständig im Marktgleichgewicht befinden und sich der Finanzmarkt somit selbst reguliert. Laut George Soros tun sie das schon lange nicht mehr. Nach Joseph E. Stiglitz muss man den Finanzmarkt am Verhalten der Banken bemessen. Der Nobelpreisträger argumentiert, dass diese ihre Entscheidungen häufig auf Grund von unvollständigen Informationen treffen. Damit wird die Effizienzmarkthypothese hinfällig, weil Investitionen dann nicht mehr unbedingt effizient sind. Gegen derartig endogene Risiken kann nur ein gut strukturiertes und diversifiziertes Portfolio helfen. Demnach sollte die Aufgabe jedes Managers und Investors darin bestehen, kurzfristige und langfristige Investitionen so effizient und nachhaltig wie möglich zu gestalten.

**Auswirkungen der Geldpolitik**

Sollte sich an den Finanzmärkten nichts ändern, wird das Geld eine immer geringere Bedeutung in der Wertaufbewahrung spielen. Das heißt, es wird zunehmend „flight to quality investments“ geben – also weg vom Geld. Dadurch werden sich inflationäre Tendenzen in anderen Assetklassen ausweiten. Unsicherheit, starke Kursschwankungen und aufgeblähte Finanzmärkte sind die logische Konsequenz. Ohne ein Umdenken und eine harte Umstrukturierung wird sich das Verhalten der Banken und Großinvestoren nicht ändern. Es werden weiterhin Krisen entstehen, die eine expansive Geldpolitik in den Augen führender Politiker unvermeidbar machen. Oder wollten Sie Minister sein, wenn das Finanzsystem untergeht?

Das Perfide an dieser Situation ist, dass verschiedene Assetklassen durch diese Art von Inflation künstlich steigen, was wiederum Spekulanten anziehen und zu weiteren Scheinbooms führen wird. Das kann man unter anderem mit folgendem Vorgang begründen: Durch eine erwartete und nicht unbedingt nachhaltige Produktivitätssteigerung, abgeleitet von angeblich besseren Fundamentaldaten, wird die Kreditaufnahme erleichtert, und dadurch werden Assetpreise günstiger. Nicht fundamentale Zuwächse in Assetpreisen wiederum (Häuserpreise z.B.) führen leicht zu Kreditbooms, die bewiesenermaßen zu schweren Finanzkrisen führen können. „Gute“ Gründe für eine blühende Wirtschaft werden die Experten, wie die Geschichte gezeigt hat, immer finden, ob nun nachhaltig oder nicht. Wichtig wird es in Zukunft sein, sich in liquiden Märkten zu bewegen und nicht in etwas zu investieren, was man nicht versteht. Besonders Trendfolger und Forex-Trader werden Grund zur Freude haben, wenn die Märkte durch anhaltende Assetblasen starke Trends annehmen und der schwache Dollar weiterhin zu Arbitragegeschäften einlädt.

# Die Vereinigten Arabischen Emirate

## Ein arabischer Patient?

Gerade haben die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) ihren 38. Nationalfeiertag gefeiert. Friedlich und unerhört erfolgreich steuerte die Führung von Abu Dhabi den Golfstaat durch die tendenziell unruhige Region Naher Osten. Infolge der Weltfinanzkrise muss der orientalische Vorzeigestaat nun aber doch alle Register ziehen, um eine „Midlife-Crisis“ zu verhindern.

Was ist nur mit den Emiraten los? Verfolgt man die Medienberichte der letzten Wochen und Monate, möchte man meinen, der Golfstaat stehe am Abgrund. Die Staatskassen: leer. Die Börsen: am Boden. Bagger und Kräne: arbeitslos und museumsreif. Und die Ausländer, die immerhin über drei Viertel der 4,8 Mio. Einwohner stellen, sitzen angeblich auf gepackten Koffern. Dass seit letztem September die erste Metro auf der arabischen Halbinsel durch Dubai schwebt, dass die Emirate einen Weltkonzern nach dem anderen selbst im Annus Horibilis 2009 an den Golf locken, das alles wird geflissentlich ignoriert. Auf Ausländer übt das Land, das keine Einkommensteuer kennt, weiter eine magische Anziehungskraft aus. „Ich überlege ernsthaft, hierher zu ziehen“, sagt die aus Berlin stammende New Yorker Architektin Dr. Anna Klingmann. Für Dubais Regent Scheich Mohammed Bin Rashid Al-Maktoum entwarf sie den im Bau befindlichen Park „District 49“ im Herzen der Stadt (die Zahl 49 steht für das Geburtsjahr des Regenten).

## Soll Dubai den Sündenbock spielen?

Doch die mediale Masche scheint System zu haben. Seit Beginn des neuen Jahrtausends lechzen die Medien jedes Jahr nach einem „bad guy“. Letztes Jahr war China-Bashing, also das Schlechtreten des Reiches der Mitte, en vogue. Um Peking zu ärgern, hofierte der Westen den Dalai Lama wie einen Messias und prangerte gebetsmühlenartig die Lage der Menschenrechte in China an. Nachdem die Olympischen Spiele vorüber waren, flaute die Aufregung ab, und der fromme Mann aus Tibet verschwand in der medialen Versenkung. Davor standen Russland, der Irak, Nordkorea und immer mal wieder Venezuela am Primetime-Pranger. Den kritischen Investor beschleicht das Gefühl, dass die Medien das Dubai-World-Debakel als willkommene Ablenkung nutzen. Und natürlich, um an die Schadenfreude ihrer Leser zu appellieren, denn diese stehen ihren eigenen Regierungen und Wirtschaftskapitänen in Zeiten von (Fast-)Pleiten wie bei Hypo Real Estate, Opel und Arcandor oder Schmiergeldaffären wie bei Siemens und MAN höchst ablehnend gegenüber. Die Stimmung vor Ort ist auch weniger panisch, als die



Das Luxushotel Burj Al-Arab ist das Wahrzeichen des neuen Dubai. Aber wird es künftig allein deshalb auch ausgebucht sein?



Die Architektin Dr. Anna Klingmann (links) sagt: „Ich überlege ernsthaft, hierher zu ziehen.“

Massenmedien glauben machen wollen. Die Emirati scheinen durch die wirtschaftliche Baisse abgehärtet, dennoch müssen sie ihr Geschäftsmodell überdenken und nachjustieren.

## Dubai World in Schiefelage

„Dubai wird all seine Zahlungsverpflichtungen einhalten können“, versprach Abdulrahman Al Saleh, Generaldirektor von Dubai World. Am 25. November hat das Konglomerat Dubai World um Stundung von Verbindlichkeiten in Höhe von 4 Mrd. USD gebeten, die im Dezember fällig wurden. Der 1001-Nacht-Traum ist damit erst einmal empfindlich geplatzt. Auch visionäre Scheichs müssen sich ab und an der Realität beugen. Im Nachbar-Emirat Abu Dhabi lagert weiterhin ein Zehntel der globalen Erdölreserven. In Dubai sind es nur mehr ein paar „Pfützen“, so dass nur ein knappes Prozent der Dubaier Wirtschaftsleistung aus den Ölexporten stammt, als bisweilen entsprechend klamm gilt das Emirat. 2008 betrug das BIP hier rund 82 Mrd. USD. Und dennoch sollen Dubai und die VAE den Sündenbock für die Weltfinanzkrise spielen. Dabei hatte IWF-Chef Dominique Strauss-Kahn nur einen Tag zuvor gegenüber der französischen Tageszeitung Le Figaro erklärt, es seien erst 50% der „bad loans“ bei Banken in Europa und USA aufgedeckt worden. Die andere Hälfte schlummere noch irgendwo in den Bilanzen. Kein Wunder, dass die Zahl der Bankpleiten in den USA 2009 immer neue Rekorde erreichte. In den VAE dagegen ereigneten sich bislang nach dem L-Day, also dem Fall von Lehman Brothers, keine Bankpleiten. >>

Wohl aber in Kuwait und Bahrain. Dass der Ölstaat alles andere als am Ende, sondern vielleicht erst am Anfang seiner Entwicklung steht, zeigt ein historischer Rückblick.

### Die VAE: ein Sonderfall

Am 2. Dezember 1971 schlossen sich sechs Scheichtümer zu den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE) zusammen. Unter der Federführung von Sheikh Zayed Al-Nayhan schüttelten Abu Dhabi, Dubai, Sharjah, Ajman, Umm Al-Quaiwain und Fujeirah den Status des britischen Küstenprotektorats ab, das sie seit 1835 vor Freibeutern und fremden Mächten schützte. Seitdem bilden diese Feudalländer einen souveränen Staat. 1972 stieß Ras al-Khaima als siebtes und letztes Emirat zu den VAE hinzu. Das Ganze ging anders als sonst in der Region friedlich über die Bühne. Mit raschem Fortschritt. Anfang der 1980er Jahre stellten die VAE mit dem Freihafen Dschabal Ali in Dubai die Weichen für einen Handelsknotenpunkt von Weltgeltung. Die Familien Al-Nahyan in Abu Dhabi und Al-Maktoum in Dubai ziehen in erster Linie die Fäden, verfügen im föderalen Rat über ein Veto-Recht. Ein Parlament wie in Kuwait oder Bahrain gibt es bis heute nicht. Die Emirates Airline oder der weltgrößte Keramikhersteller RAK Ceramics aus dem Emirat Ras al-Khaima sind indes der Beweis dafür, dass sich „Made in UAE“ nicht hinter anderen Blue Chips aus West und Fernost verstecken muss. Im November 2009 feierte das Siebensterne-Hotel Burj Al-Arab sein zehnjähriges Jubiläum. Und mit den Börsen Nasdaq Dubai und DMCC sind die VAE Heimat der einzigen internationalen Handelsplätze in der Zeitzone zwischen den Finanzplätzen Frankfurt und Hongkong.

### Hausgemachte Probleme

Der orientalische Staat hat aber in den letzten Jahren auch zahlreiche Fehler gemacht. „Dubai is no good anymore“, seufzt der Pakistani Ahmed Kureishi, der an der berühmten Jumeirah Road eine Schneiderei betreibt. „Dubai only money, money.“ Immer neue Gebühren und Vorschriften haben Kleinunternehmern wie ihm, und das sind die meisten der über eine Million Inder und Pakistani im Land, an den gesellschaftlichen Rand gedrängt. „Die Mittel- und Unterschicht wird in den Golf-Emiraten nicht berücksichtigt“, bestätigt Marcus Giebel gegenüber Smart Investor. Giebel ist Vorstandsvorsitzender der Deyaar Development, einem bekannten Immobilienentwickler in Dubai. „Nach der Finanzkrise müssen wir die neuen Blue Oceans finden“, glaubt Giebel. „Und das heißt: Wir müssen einkommensschwachen Familien ein bezahlbares Zuhause geben und so neue Märkte erschließen.“ Schwere Zeiten stünden reinen Villen-Anbietern bevor, die vor der Finanzkrise die Reichen und die Schönen nach „Do-Buy“ lockten, glaubt Giebel. Zwei Drittel aller Immobilienanbieter gaben nach dem Fall von Lehman Brothers auf. An anderer Stelle



Marcus Giebel, Vorstand des Immobilienentwicklers Deyaar Development, mit Michael Schumacher, den er beim Formel 1-Saisonfinale 2010 in Abu Dhabi wiedersehen wird.



Baustopp in Dubai – Die Scheichs müssen sich einer teilweisen neuen Realität stellen. Foto: Gérard Al-Fil

ist zu hören, die Qualität vieler Quartiere sei unzureichend, zumindest nach westlichen Standards. Viele der Glitzerbauten sähen demzufolge nur außen hübsch aus. Zudem sei vieles schlichtweg am wahren Bedarf vorbei gebaut.

### Zwischen „Hosianna“ und „Kreuziget ihn“

Auch die konsequente Öffnung der Wirtschaft hatte ihre Schattenseiten. Durch ihre Vernetzung mit der Welt verhält sich die Volkswirtschaft am Golf gegenüber der Weltökonomie sehr elastisch. Das bedeutet: Brummt die Weltwirtschaft, geht es den VAE besonders gut, weil Ölpreise und Cargo-Umsätze an deren Häfen steigen. Schrumpfen aber die vier Blöcke Asien, Europa, Amerika und Mittelost, dann leiden die Emirate besonders darunter. Sobald sich die Weltwirtschaft einmal wieder erholt, so ist sich Dubais Regierung sicher, werden sich die leerstehenden Hochhäuser in der Dubai Marina-City schnell füllen. Westlich von ihnen wird gerade der Maktoum International Airport gebaut, der bis 2030 rund 150 Mio. Passagiere pro Jahr abfertigen soll.

Einer der größten Trugschlüsse, die in westlichen Medien herumgeistert, ist die Mär, dass die Golf-Emirate bislang immer nur Wachstum kannten und die Scheiche jetzt Knall auf Fall das Wort Krise zu buchstabieren lernten. Dabei ist die junge Geschichte der VAE mit einigen Rückschlägen gepflastert. Der Irak-Iran-Krieg von 1980 bis 1988 machte die Fahrt emiratischer Öltanker von ihren Häfen am Persischen Golf zur strategisch wichtigen Straße von Hormuz zum Spießrutenlauf, da die Araber im Verein mit den USA den irakischen Präsidenten Saddam Hussein unterstützten. Im Jahr 1991 ließ die Pleite der Londoner Großbank Bank of Credit and Commerce International (BCCI) die globale Hochfinanz und die Emirate im Speziellen beben. Gründungsaktionär der BCCI war neben der Bank of America der Scheich von Abu Dhabi. Eine Untersuchungskommission in Washington stellte fest, dass die BCCI erheblich in Geldwäscherei und Waffenschmuggel involviert war. Geleitet wurde die Kommission damals von dem demokratischen Senator John F. Kerry, der später (2004) dem damaligen Amtsinhaber George W. Bush bei den US-Präsidentenwahlen unterlag. Auch die von westlichen Koalitionen geführten Kriege gegen Afghanistan (2001 bis heute) und Irak (2003) versetzten den Ölstaaten einen Dämpfer.

### Wo bleibt das Original?

Dennoch beschleicht die 12.000 Deutschen im Land manchmal das Gefühl, die Golf-Emirate wollten auf allen Hochzeiten tanzen. Mit Masdar stampft Abu Dhabi die erste, angeblich CO<sub>2</sub>-freie Umweltstadt aus dem Wüstenboden, gleichzeitig lädt man seit 2009 alljährlich zum Formel-1 Grand Prix ein, ein Event, den Kritiker zunehmend als ökologischen Affront von gestern sehen. Und was die Kopien des Louvre-Museums und die Business Schools aus London, Harvard und INSEAD angeht, so muss die Frage erlaubt sein, wieso der Golfstaat nicht seine eigene Marke in besagten Bereichen entwickelt, anstatt Highflyer aus dem Westen gen Orient zu locken. Weil es zu viel Zeit kosten würde? Oder weil hinter den Kulissen die Fäden gezogen werden, getreu dem Motto: „Ich kaufe dein Öl, wenn du mir Tür und Tor für meine in die Jahre gekommenen ‚Brands‘ öffnest“? Die USA und Frankreich haben sich die ersten Aufträge zum Bau von Atomkraftwerken gesichert. Abu Dhabi will sein kostbares Öl nicht für den Eigenbedarf verheizen, sondern exportieren und mit dem wohl bald nuklearen Iran auf Augenhöhe bleiben.

### Nulltoleranz

Die neue Welle der Nulltoleranz verschont niemanden. Hinter Gittern landeten in den letzten 20 Monaten sowohl der ehemalige Chef der Dubaier Hypothekenfinanziers Tamweel (übrigens ein Emirati), Drogen schmuggelnde Briten am Flughafen wie auch der armenische Chef des gleichnamigen Immobilienent-

wicklers Khoie. Seit 2009 muss sich jeder, der mit Bau und Wohnen beruflich zu tun hat, bei der Aufsichtsbehörde RERA (Real Estate Regulatory Authority) registrieren lassen. Bald soll es einen Kulturtest für Ausländer geben, die an den Golf übersiedeln wollen.

### Fazit

Trotz aller Unkenrufe bleiben die VAE ein arabischer Vorzeigestaat. Kein Land am Golf ist im Hinblick auf seine Infrastruktur, auf die Integration von Frauen und ausländischen Arbeitern besser aufgestellt, kein Land mit der Weltwirtschaft besser vernetzt als die Golf-Emirate. Und doch steht der Staat vor dem größten Kraftakt in seiner 38-jährigen Geschichte. „Die unternehmerische Freiheit von Dubai würde ich in Deutschland nie haben“, sagt auch Marcus Giebel, der schnelle Sportwagen sammelt wie andere Leute DVDs. Um eine längere „Midlife-Crisis“ abzuwenden, muss der Golfstaat viel Geld, das eigentlich für spätere Investitionen vorgesehen war, in die Hand nehmen. Insbesondere Abu Dhabi dürfte tief in die Schatulle greifen, um wie jüngst Dubai aus der Patsche zu helfen. Diese Finanzhilfen können vieles kaschieren, nicht jedoch die atemberaubenden, aber auch teilweise eher unvernünftigen Dinge, die der Boom mit sich brachte. Kehrt die Prosperität nicht zurück, dann könnte die viele Liquidität Spätfolgen im Sinne eines Crack-up-Booms mit sich bringen. Das wäre dann für Dubai & Co. wirklich die Stunde der Wahrheit.

■  
Gérard Al-Fil

Anzeige

## 25. Internationale Kapitalanleger-Tagung 2010

Analysen – Prognosen – Investmentstrategien



Felix W. Zulauf  
Barron's Roundtable



Ralph Acampora  
New York Institute of Finance



Byron Wien  
Pequot Capital



Stephen King  
HSBC Group



Jens Erhardt  
Dr. Jens Erhardt Kapital AG



John Mauldin  
Millennium Wave Advisors

Hochkarätige Börsenexperten geben fundierte Prognosen über die Entwicklung der Weltwirtschaft und durch welche Investment-Trends Sie im nächsten Jahr profitieren können.

**26. – 27. Januar 2010, Mövenpick Hotel Zürich-Regensdorf**

Spezialpreis für Smart Investor-Abonnenten: CHF 2'770.– statt CHF 2'980.–

Weitere Informationen und Anmeldung unter: [www.zfu.ch/pdf/kap.pdf](http://www.zfu.ch/pdf/kap.pdf)

International Business School



LERNEN ALS WEG



Grüne Innovationen sind in der Automobilbranche nicht länger verpönt: BMW setzt auf Active Hybrid (links, Foto: BMW Group), andere Hersteller auf reine Batterieantriebe (Mitte, Foto: Johnson Controls). Die Zulieferer für diese Technologien sehen sich gut aufgestellt, wie auch Johnson Matthey, die Emissionskontrollsysteme fertigen (rechts, Foto: Johnson Matthey).

# Mit vollen Akkus ins neue Automobilzeitalter

*Innovative „grüne“ Zulieferer entwickeln saubere Lösungen für die Autokonzerne. Private Anleger verdienen mit, ein gutes Gewissen gibt es gratis dazu.*

Auf den Verkehr entfällt weltweit der viertgrößte Anteil am Kohlendioxid ausstoß. Wegen der vor allem in Schwellenländern zunehmenden Mobilität wächst der negative Einfluss des Transports auf das Weltklima von allen Auslösern am schnellsten. Der dramatisch ansteigende CO<sub>2</sub>-Ausstoß aus dem Verkehr droht sogar erfolgreiche Klimaschutzmaßnahmen wieder zu durchkreuzen. Neben dem Flugzeug ist vor allem das Auto mit Verbrennungsmotor zum Inbegriff von Verschwendung geworden. Von der Energie, die im Kraftstoff steckt, würden maximal 20% in mechanische Energie umgewandelt, hat John B. Heywood, Professor für Mechanik am Massachusetts Institute of Technology, errechnet. Und nicht einmal 1% der Energie diene dem tatsächlichen Transport eines allein in einem 800 Kilogramm schweren Auto sitzenden 80-Kilo-Mannes. Angesichts dieser ernüchternden Zahlen lautet eine wichtige Frage: Wie können Autos einen sinnvollen Platz in einem zukunftsfähigen Mobilitätsmix behalten?

## Ruf nach „grünen“ Antriebstechniken

Eine von vielen Herausforderungen besteht in der Verbesserung der Energie- und Rohstoffeffizienz. Sicherlich wird sich die Autoindustrie nicht rasch zu einer ökologisch unbedenklichen Branche entwickeln. Das könnte noch ein Jahrzehnt dauern. Ohnehin werden die großen Konzerne angesichts milliardenschwerer Kosten und wegen des von der Forschung bis zur Umsetzung nötigen hohen Zeitaufwands einen allmählichen Übergang zum Elektro- bzw. Hybridantrieb nicht aus eigener Kraft

schaffen. „Es wird wohl keinem Hersteller gelingen, selbst einen kompletten elektronischen Antriebsstrang über die Leistungselektronik bis hin zur Akkuzelle in Eigenregie anzubieten“, sagt Christian Müller, Berater beim Wirtschaftsforschungsinstitut IHS Global Insight, voraus. Das heißt: Die Automobilkonzerne werden auf das Know-how von Zulieferern nicht verzichten können, wenn sie Klimaschutz auf Rädern betreiben und künftig in ihre Fahrzeuge neue Materialien und Lösungen zur Effizienzsteigerung oder Energiespeicherung einbauen wollen.

Knapper werdendes Rohöl, strengere Abgasvorschriften sowie eine wachsende Schar sparfreudiger und ökologisch denkender Verbraucher setzen Konzerne wie Daimler oder General Motors zunehmend unter Druck, nach dem Vorbild des japanischen Konkurrenten Toyota alternative Antriebskonzepte zu entwickeln. Wollen sie diese Erwartungen erfüllen, müssen sich die Autokonzerne über Kooperationen, Joint Ventures oder Übernahmen neu positionieren. Von diesem Trend profitieren innovative Autozulieferer – zumal dann, wenn sie versuchen, ihre Ressourcen effizienter als bisher einzusetzen. Die Finanzkrise kann zwar manches Projekt verzögern. Am langfristigen Trend zum klimafreundlichen Autofahren ändert dies jedoch nichts.

## Der Trend geht zu Lithium-Ionen-Akkus

Der Wettlauf um die sauberen Motoren von morgen ist vor allem ein Wettstreit um die beste Batterietechnologie. Für Alex Molinari, den Chef der Batteriesparte des US-Industrieunternehmens Johnson Controls, lautet für Autozulieferer die entscheidende Frage, „ob sich der Markt zu einem Zellen-, Batterie- oder Systemgeschäft entwickeln wird“. Derzeit ist die Situation unübersichtlich. Noch steht nicht fest, welcher Batterietyp,

AUTOZULIEFERER MIT INNOVATIVEN KONZEPTEN									
UNTERNEHMEN	WKN	KURS*	MARKET-CAP**	UMSATZ 09E**	UMSATZ 10E**	EPÄ 09E*	EPÄ 10E*	KGV	
								09E	10E
BERTRANDT [D]**	523 280	20,80	210,9744	390,4	386,4	2,29	2,07	10,0	
ELRINGKLINGER [D]	785 602	15,6	898,56	573,2	618,8	0,49	0,73	21,4	
GS YUASA [JAP]**	A0B 9FC	5,09	2.105,1	1.848,0	2.078,0	0,05	0,09	56,6	
JOHNSON CONTROLS [USA]**	857 069	18,72	12.562,6	21.035,1	22.861,4	1,02	1,40	13,4	
JOHNSON MATTHEY [GB]**	855 808	16,81	3.608,7	7.676,9	8.264,8	0,89	1,03	16,3	
SAFT GROUPE [F]	A0E R34	33,15	818,3	560,9	566,1	1,85	1,60	20,7	
UMICORE [B]	A0N D40	23,50	2.820,0	6.548,2	6.950,9	0,64	1,11	21,2	

\* in EUR; \*\* in Mio. EUR; \*\*\* gebrochenes Geschäftsjahr 09/10 und 10/11 (bei Bertrandt 08/09 und 09/10); Stand: 11.12.2009

welches Zellenformat und welche Chemie sich nachhaltig durchsetzen werden. Der Trend geht zu Lithium-Ionen-Akkus, die ersten Produkte sind bereits serienreif. Im Vergleich zu herkömmlichen Nickelbatterien sind Batterien des sogenannten Li-Ionen-Typs relativ leicht, kleiner, langlebiger und verfügen über einen höheren Wirkungsgrad. Damit sind sie auch für Plug-in-Hybride und reine Elektroautos geeignet.

Bei Johnson Controls gehört Nachhaltigkeit zur Geschäftsphilosophie. Dem Prinzip folgend, bietet der US-Konzern eine Vielzahl von Produkten und Dienstleistungen an, die in der Autoindustrie den Energieverbrauch optimieren. Die Geschäfte von Johnson Controls sind allerdings stark abhängig von einer Erholung des krisengeschüttelten Automobilmärktes. Bei der Herstellung von Speicherzellen des Li-Ionen-Typs sieht sich der Konzern in einer Pionierrolle; deshalb soll künftig in den USA sowie in Europa und Asien produziert werden. In fünf Jahren würden sich die Herstellungskosten für die Speicherzellen halbiert haben, gibt sich Molinaroli zuversichtlich, der heute bereits BMW, Daimler und Ford zu seinen Kunden zählt. Johnson Controls produziert neben Hochleistungsbatterien auch Innenraumsysteme wie Sitze und Elektronik. Der Konzern rechnet für das Ende September 2010 auslaufende Geschäftsjahr mit einem Gewinn von 1,35 bis 1,45 USD je Aktie. Der neunmonatige Aufwärtstrend der Aktie führte von 8,59 auf 28,30 USD und hat sich zuletzt verlangsamt.

### Johnson Controls und Saft bündeln Kräfte

Die von Johnson Controls in einem Joint Venture mit der französischen Saft Groupe

entwickelten Li-Ionen-Akkus werden bereits im neuen BMW ActiveHybrid 7, der im April 2010 auf den Markt kommen soll, zum Einsatz kommen. Noch erzielt Saft den Großteil der Erlöse mit Batterien für Eisenbahnen, Flugzeuge, Satelliten und Ölbohrinseln. Fondsmanager rechnen allerdings vor allem durch das Geschäft mit Ökoauto-Batterien mit Impulsen für den Aktienkurs. Große Hoffnungen setzen Experten auch auf Lösungen, die aus Sonnen- und Windenergie gewonnenen Strom speichern können. Analysten prognostizieren, dass die Saft Groupe 2009 einen Umsatzrückgang von mindestens 7% und einen gegenüber 2008 unveränderten Gewinn von 1,80 EUR pro Aktie erzielen wird.

Mit den Autobauern Mitsubishi und Honda kooperiert GS Yuasa, der größte asiatische Hersteller von Autobatterien und Technologieführer bei Li-Ionen-Akkus. Bisher werden die Hochleistungsbatterien der Japaner allerdings noch vorwiegend in Digicams, Handys oder Notebooks eingesetzt. Während der chinesische Auto- und Batteriehersteller BYD seinen Umsatz im Wesentlichen noch mit Mobiltelefonen und Verbrennungsmotoren erzielt, fällt bei GS Yuasa der Löwenanteil der Erlöse aber schon heute im Bereich Energieeffizienz an. Die Aktie des Batterieherstellers, der 2008/09 (zum 31. März) einen Umsatz von 2,2 Mrd. EUR und ein EPS von 0,10 EUR erzielte, büßte in diesem Kalenderjahr innerhalb von fünf Monaten die Hälfte ihres Wertes ein. Die Talfahrt scheint nun aber gestoppt, so dass Kurse unter 5 EUR zum Einstieg reizen.

### Zwei „saubere“ Spezialchemiekonzerne

Auch die Papiere des Herstellers und Wiederverwerters von Spezialwerkstoffen und Metallen, Umicore, sollten langfristig vom Trend zum Elektroantrieb profitieren. Neben Materialien für Li-Ionen-Batterien, Katalysatoren und Komponenten für Brennstoffzellen stellt der belgische Konzern obendrein Silizium für Solarzellen >>



# ERA RESOURCES

Investieren in Rohstoffe.  
Mit den Experten.

## Erfolgstoff Rohstoff

In bewegten Zeiten an der Börse tut es gut, sich auf stabile Erfolgsgrößen verlassen zu können. Gold ist so ein Erfolgstoff – eben ein Rohstoff. Rohstoffe bieten Ihnen hervorragende Chancen für soliden Erfolg. Nutzen Sie unser sehr fundiertes Rohstoff-Knowhow und investieren Sie in die erfolgreichen **STABILITAS-Fonds**.

Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.era-resources.com](http://www.era-resources.com)



ERA Resources GmbH  
Am Silbermannpark 1b  
86161 Augsburg

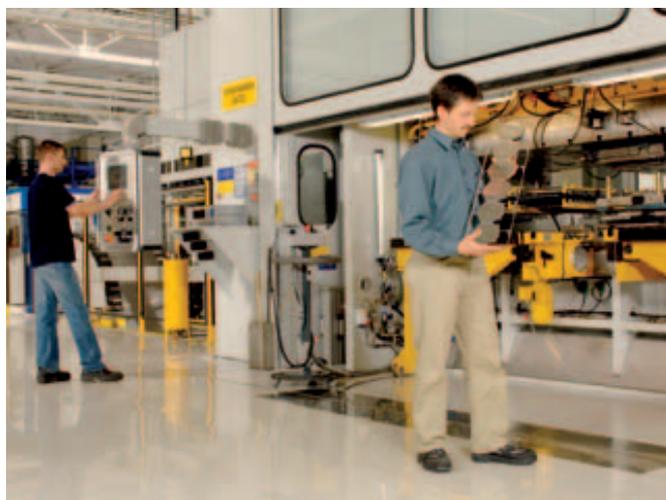
Telefon: 0821/450 9560  
[www.era-resources.com](http://www.era-resources.com)

her. Da Umicore zudem Ressourcen schonend produziert, können ökologisch orientierte Anleger gleich in dreifacher Hinsicht Nutznießer sein. Trotz eines Umsatzrückgangs von 20% im dritten Quartal haben die Belgier ihre Prognose für den wiederkehrenden Gewinn vor Zinsen und Steuern (REBIT) für 2009 um 30% auf 130 Mio. EUR angehoben. Nach einer Kursverdopplung seit Anfang März wird die Luft nun dünn, so dass Anleger vor einem Einstieg eine Kurskorrektur abwarten sollten.

Unweit ihres Jahreshöchststandes notiert auch die Aktie von Johnson Matthey. Das britische Unternehmen stellt ebenfalls Autokatalysatoren und Komponenten für Brennstoffzellen her. Im Produktportfolio sind zudem Dieselfilter enthalten. Die Katalysator-Sparte dürfte künftig von strengeren Abgasnormen in Industrie- und Schwellenländern profitieren. Wer sich die Aktie ins Depot legt, bekommt ebenfalls ein gutes (grünes) Gewissen gratis dazu, da auch Johnson Matthey seit Jahren ökologische Aspekte in die Arbeit integriert und die Nachhaltigkeitskomponente künftig noch ausbauen will. Für sieben von elf Analysten ist die Aktie derzeit eine Halteposition.

### Schwaben haben die Krise im Griff

Während die Autoabsatzkrise in Deutschland viele traditionelle Zulieferer in die Insolvenz gestürzt oder ihnen horrende Verluste beschert hat, trotzen die beiden schwäbischen Unternehmen Bertrandt und ElringKlinger der Branchenmisere. Die Einbrüche



Zylinderkopfdichtungen, Bipolarplatten für Brennstoffzellen-Stacks und Metall-Gehäusemodule für Pkw-/Lkw-Motoren und -Getriebe werden an dieser neuen Hochleistungspressen von ElringKlinger hergestellt. Foto: Elring Klinger

in der Fahrzeugindustrie wirken sich nicht direkt auf die Umsätze von Bertrandt aus, da bei dem Ingenieurdienstleister aus Ehningen Entwicklungszyklen, die Modellvielfalt, das Auslagerungsverhalten der Kunden und neue Technologien eine große Rolle spielen. Die Schwaben werden weiterhin an Modellen mit geringem Verbrauch und besseren Abgaswerten arbeiten. Bertrandt ist zudem in Sachen Elektro- und Hybrid-Antrieb gut aufgestellt und unterstützt die meisten europäischen Hersteller bei der Fahrzeugentwicklung. Geht man von einer für 2009/10 erwarteten Ausschüttung von 1 EUR aus, so errechnet sich für die im SDAX gelistete Aktie eine üppige Dividendenrendite von 5%.

Dank einer soliden Eigenkapitalquote von zuletzt knapp 38% und weiterhin hohen Investitionen in Forschung und Entwicklung nutzt ElringKlinger die aktuelle Marktkrise zum Ausbau der Wettbewerbsposition. Es zahlt sich aus, dass das 134 Jahre alte und weltweit aufgestellte Familienunternehmen aus Dillingen Zylinderkopf- und Spezialdichtungen für Automotoren herstellt, die überwiegend aus leichten Materialien bestehen. Da weniger Gewicht zu geringeren CO<sub>2</sub>-Emissionen führt, können Klimaschützer mit Aktien von ElringKlinger gut schlafen. „Auch in China werden bald immer strengere Abgasnormen zu erfüllen sein“, prophezeite Manager Stephan Haas kürzlich auf dem Eigenkapitalforum in Frankfurt. Die für 2009 von Vorstandschef Stefan Wolf bei erwarteten Erlösen zwischen 540 und 580 Mio. EUR angepeilte EBIT-Marge von 8 bis 10% sollte dank drastischer Kosteneinschnitte erreichbar sein. Für Kursphantasie sorgt zudem ein Dieselpartikelfilter, der 2010 auf den Markt kommen soll. Die Aktie ist im Vergleich zu Bertrandt ambitioniert bewertet. Von ihrem Gipfel ist sie allerdings noch fast 50% entfernt.

### Fazit

Es wird spannend sein zu beobachten, welche Unternehmen künftig die Zellen und Batterien für Elektroautos liefern werden oder ob sich die Autokonzerne auf einen Systemanbieter festlegen wollen. Da einige Probleme hinsichtlich Ladezeiten, Reichweiten und Infrastruktur noch nicht gelöst sind, wird es allerdings noch Jahre dauern, bis die Fahrzeugflotten der Automobilkonzerne über einen nennenswerten Anteil von Wagen mit sauberen Antriebskonzepten verfügen. Doch Autozulieferer, die schon heute einen Fuß in der (Fahrer-)Tür haben und obendrein innovative Lösungen für Diesel-Fahrzeuge anbieten, dürfen sich sehr gute Wachstumschancen ausrechnen. ■

Michael Heimrich

## Cross Links

### GoingPublic Magazin 1/2010



- ◆ Rückblick 2009: im Zeichen der Krise
- ◆ Kapitalmarktausblick 2010: Kommt die IPO-Welle?
- ◆ Powered by Numbers: Ergebniskennzahlen bei Börsengängen
- ◆ Steuern & Recht – was sich im neuen Jahr ändert
- ◆ Earn-Out-Klauseln: beim Unternehmenskauf auf der sicheren Seite
- ◆ inkl. Kapitalmarktcalender 2010 – neu!

Weitere Informationen unter [www.goingpublic.de](http://www.goingpublic.de)

### VentureCapital Magazin 1/2010



- ◆ Ausblick auf das Private Equity-Jahr 2010
- ◆ Executive Talk mit Prof. Klaus Hekking, Vorstandsvorsitzender SRH Holding
- ◆ Investor im Portrait: Team Europe Ventures
- ◆ Private Equity-Dachfonds für Privatanleger: Platzierungszahlen und Ausblick
- ◆ Fallstudie Heliatek – eine der größten Finanzierungsrunden 2009

Ausgewählte Beiträge und weitere Informationen unter [www.vc-magazin.de](http://www.vc-magazin.de)





Wetter, Mond und Wahlen –  
Viele Wege führen zum  
Anlageerfolg, oder doch nicht?

# Mondzyklen, das Wetter und Wahlen bewegen die Kurse

*Viele Anleger blicken bei der Jagd nach höheren Renditen gen Himmel, in den Weltraum und auf Urnengänge. Doch legen sie auf diese Weise ihr Geld erfolgreicher an?*

Am 21. Januar 2008 traute so mancher Investor seinen Augen nicht. Nachdem der Salzburger Weltmarktführer für Lkw-Knickarmkräne, Palfinger, ein Rekordergebnis vorgelegt hatte, wurde die Aktie massiv abgestraft. Nach etwas mehr als 24 Stunden war ein Wert von mehr als 150 Mio. EUR ausstrahlt. Doch dann schoss plötzlich der Kurs der schon damals im Musterdepot des Smart Investor enthaltenen Aktie wie eine Rakete gen Himmel. Im Nu waren die Verluste wieder ausgebügelt. Eine Erklärung für die Kurskapriolen lieferte anschließend der Wiener Betriebswirt und Börsenastrologe Manfred Zimmel: „Just am 22. Januar stand der Vollmond am Firmament. Zuvor hatte es seit Juni 2006 beim S&P 500 elf mittelfristige Trendwenden gegeben.“ Jedes Mal kurz nach oder an einem Tag mit Vollmond habe der Index ein vorläufiges Tief erreicht, während er bei Neumond wieder ein vorläufiges Hoch erklommen habe.

## Sind Anleger mondsüchtig?

In der Ausgabe 12/09 des Smart Investor hatten wir einige ungewöhnliche Korrelationen zwischen Dingen des Alltags bzw. dem Konsumverhalten der Menschen und der Börse vorgestellt. Heute wollen wir die kleine Serie auf drei häufig wiederkehrende (außer)irdische Phänomene ausweiten und abschließen.

Das einleitende Beispiel zeigt: Offenbar orientieren sich an Mondzyklen nicht nur Esoteriker, sondern auch die Börsen. Empirische Arbeiten zum Lauf des Erdtrabanten und seine Auswirkungen auf die Aktienmärkte von Kathy Yuan, Lu Zheng und Qiaoqiao Zhu („Are Investors Moonstruck? Lunar Phases and Stock Returns“) und Ilija D. Dichev und Troy D. Janes („Lunar Cycle Effects in Stock Returns“) von der Universität Michigan zeigen, dass Renditen um Neumond herum weltweit dauerhaft höher ausfallen als um Vollmond herum. Yuan, Zheng und Zhu

haben bis zum Jahr 1973 zurück Kursdaten ausgewertet und zwei aus 48 Aktienmärkten zusammengestellte globale Portfolios („equal-weighted“ und „value-weighted“) mit den universalen Mondphasen verglichen. Das Ergebnis: Die jährliche Rendite war an vollmondnahen Tagen 3% bzw. 5% niedriger als um Neumond herum. Während Yuan, Zheng und Zhu untersuchten, inwieweit der Mondzykleneffekt sich auf die globalen Märkte auswirkt, konzentrierten sich Dichev/Janes stärker auf den US-Markt. Die Forscher errechneten für Dow Jones, S&P 500 und NASDAQ/AMEX um Neumond herum nahezu doppelt so hohe Renditen wie an vollmondnahen Tagen. Unterstellt man 250 Trading-Tage im Jahr, so ergibt sich danach eine aufs Jahr gerechnete Differenzrendite von 4,8%.

Beide Studien legen Anlegern nahe, kurz vor Vollmond Aktien zu verkaufen und rechtzeitig vor Neumond wieder zu kaufen, wenn es Fundamentaldaten und Charttechnik nahelegen. Leider können die Forscherteams von der Universität Michigan nur größere Zeitfenster um Neumond und Vollmond herum und keine turnusmäßig wiederkehrenden genauen Kauf- und Verkaufstage benennen, in deren Spanne die maximale Rendite anfällt. Bill Meridian ist da wenigstens etwas konkreter. Der US-Finanzastrologe will anhand langjähriger Aufzeichnungen immerhin festgestellt haben, dass der Dow zwei bis drei Tage vor Neumond am tiefsten und drei bis fünf Tage danach am höchsten notierte.

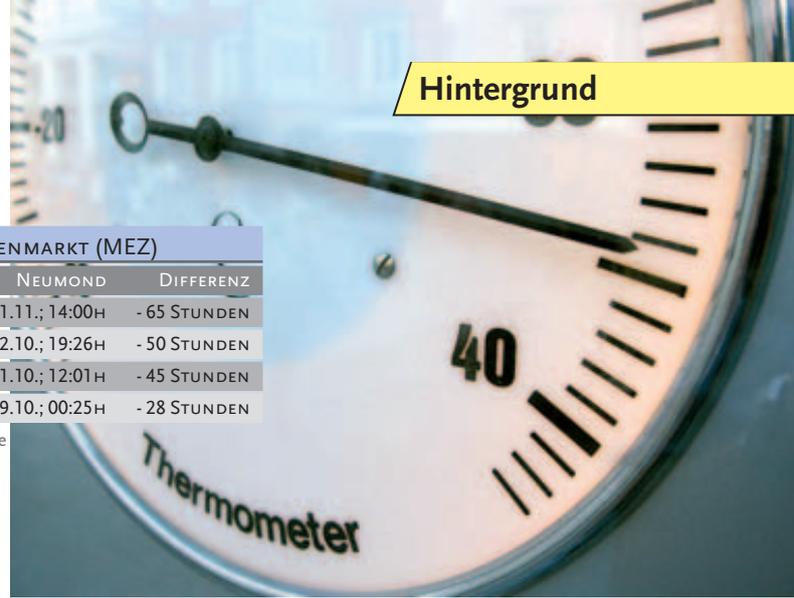
## Herbstpaniken enden bei Neumond

Im Gegensatz zu den universalen Mondeffekten sind lokale, also von Kontextfaktoren abhängige Mondphänomene fast nur in panikartigen Marktphasen anzutreffen. Je emotionaler ein Markt ist, desto stärker folgt er dem Mondzyklus, so die Theorie. In Crashphasen kann der Mondrhythmus sogar tonangebend werden (Tabelle).

Chris Carolan schreibt in seinem Beitrag „Autumn Panics and Calendar Phenomenon“, dass die Börsenpaniken von 1987 und 1929 im Schnitt 55 Stunden vor dem achten Neumond nach Frühlingsanfang, also dem Oktober-Neumond, endeten. Der Nachteil seiner Theorie besteht allerdings darin, dass Crashes immer an Marktbedingungen gekoppelt sind. Eine spätere Wiederkehr ist daher keineswegs sicher. Obendrein sind fundierte astrologische Kenntnisse für die Einordnung und Interpretation der Daten notwendig.

PANIK-TIEFS AM US-AKTIENMARKT (MEZ)			
JAH	AKTIENMARKTTIEF	NEUMOND	DIFFERENZ
1929	29.10.; 20:45H	01.11.; 14:00H	- 65 STUNDEN
1987	20.10.; 15:30H	22.10.; 19:26H	- 50 STUNDEN
1997	29.10.; 15:15H	31.10.; 12:01H	- 45 STUNDEN
2008	27.10.; 20:58H	29.10.; 00:25H	- 28 STUNDEN

Quelle: www.wellenreiter-invest.de



### Ungewöhnliche Klima- und Wetterphänomene

Neben Mondeffekten haben Wissenschaftler auch den Einfluss des Klimas und des Wetters auf die Risikoneigung von Finanzmarktteilnehmern und auf die Aktienkurse empirisch untersucht. Dass sich durch Sonneneruptionen ausgelöste geomagnetische Stürme negativ auf die Performance aller vier US-Aktienindizes auswirken, ist einem Arbeitspapier der Federal Reserve Bank Atlanta (Anna Krivelyova und Cesara Robotti, „Playing the Field – Geomagnetic Storms and the Stock Market“, 2003) zu entnehmen. Die Forscher fanden heraus, dass die durchschnittliche jährliche Renditedifferenz zwischen „normalen“ Tagen und Tagen mit starker geomagnetischer Aktivität über einen Zeitraum von 38 Jahren für die NASDAQ mit 14% am größten war. Krivelyova und Robotti belegen auch weltweit deutlich höhere Renditen in Perioden mit schwacher geomagnetischer Aktivität. Ein weiteres überraschendes Ergebnis: Eine auf Sonneneruptionen fußende Strategie schlägt „Buy & Hold“ selbst unter Berücksichtigung der Transaktionskosten und senkt gleichzeitig das Risiko um 14%.

Zehn Jahre zuvor hatte Edward Saunders für Dow, NYSE und AMEX Kursdaten aus 63 Jahren analysiert und festgestellt, dass eine starke Bewölkung über New York die tägliche Performance von Aktien signifikant negativ beeinflusst. An schönen Tagen seien die Kurse dagegen deutlich gestiegen, so der Wirtschaftswissenschaftler. David Hirshleifer und Tylor Shumway bestätigten später für 18 von 26 Länderindizes eine negative Korrelation zwischen Bewölkungsdichte und Aktienrenditen. Und Mela-

nie Cao und Jason Wei fanden heraus: Je niedriger die Temperatur, desto größer die Wahrscheinlichkeit für positive Renditeveränderungen an den (acht untersuchten) Märkten. Dass während der Herbstmonate zwischen Aktienrendite und der Länge der Nächte für neun von zwölf analysierten Indizes ein statistisch signifikanter Zusammenhang besteht, stellten Mark Kamstra, Lisa Kramer und Maurice Levi fest.

So überzeugend diese Wettertheorien auch klingen mögen, sie haben einen Haken: Anleger handeln in der Regel gar nicht am Börsenort. Während es in New York regnet, übermitteln sie ihre Aufträge womöglich in Florida oder an der Adria bei strahlendem Sonnenschein via Internet. Warum sollten sie also schlecht gelaunt oder pessimistisch gestimmt sein, wenn woanders mieses Wetter herrscht? Daher ist es zu begrüßen, dass sich William Goetzmann und Ning Zhu in ihrer Untersuchung auf die direkt am Börsenplatz New York tätigen Market Maker konzentriert haben. Ihr Fazit: Die Börsenmakler legen bei starker Bewölkung breitere Spannen zwischen An- und Verkaufskursen fest. Dirk Schiereck, Bankenprofessor an der TU Darmstadt, hat das Untersuchungsergebnis für den Finanzplatz Frankfurt bestätigt. Auch er stellte fest, dass bei schlechtem Wetter die Makler die Geld-Brief-Spanne auseinander ziehen. Schiereck: „Das senkt das Risiko der Market Maker und schmälert die Rendite der Anleger.“

### Wie die Börse auf Urngänge reagiert

Experten haben auch den Einfluss politischer Wahlen auf die Aktienkurse untersucht – häufig am Beispiel des Präsidenten- >>

Anzeige

# Fußball-WM 2010



## Die Werbebotschaft auf dem Fußball

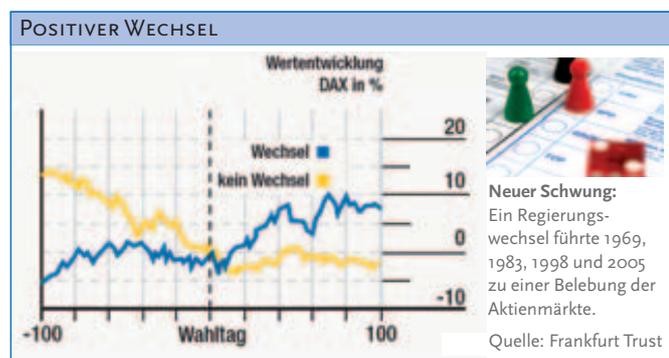
Wir produzieren Fußbälle mit Ihrem Logo/Design in unterschiedliche Größen und Materialien. Retro-Fußbälle aus Leder oder Kunstleder mit Schnürung und Prägung. **Sortiment:** Match-Fußball, Trainings- u. Wettspielball, Trainings-Fußball, Promotion-Fußball, und Miniball

**Albene GmbH • Marketing Handel • Zumpestraße 6 • 81675 München**  
 Tel.: 089/47 07 86 00 • Fax: 089/47 07 86 01 • e-mail: info@albene.de • www.albene.de




zyklus in den Vereinigten Staaten. Nach diesen Studien sind die US-Aktienkurse in Jahren vor Wahlen und in Wahljahren fester, schwächeln jedoch im ersten und zweiten Jahr nach dem Urnengang. Das entspricht einem Szenario, in dem die Regierung im Vorwahljahr die Wirtschaft ankurbelt, im Wahljahr die Ernte einführt und danach wieder konsolidieren muss, zumal der Stroheffekt einer solchen kurzfristigen Politik verpufft.

Alan Mueller von Portfolio Management Associates hat dazu statistische Daten ausgewertet, die zum Teil bis ins 19. Jahrhundert zurück reichen. Danach waren von 1900 bis 2000 immerhin 18 von 26 Wahljahren positive Börsenjahre. Der Jahreszuwachs des Dow während eines Wahljahres lag im Schnitt bei 9,2%. Der Löwenanteil davon wurde in den letzten sieben Monaten eingefahren. Am besten entwickelte sich die Börse stets im Jahr vor der Wahl: Nicht weniger als 80% solcher Vorwahljahre waren an der Wall Street positiv – im Schnitt kam ein Plus von 12,9% heraus. Wurde die amtierende Partei wiedergewählt, gewann der Dow im Wahljahr durchschnittlich 15,8%. Wenn die am Ruder sitzende Partei verlor, verzeichnete er dagegen im Schnitt ein Minus von 1,5%.



### Politischer Wechsel – na und?

In seine Untersuchung hat Mueller auch die Parteizugehörigkeit einbezogen. Wurde eine republikanische Regierung wiedergewählt, gab es im Wahljahr einen Wertzuwachs von satten 21,7%. Die weit verbreitete Vorstellung, Aktien würden sich

Anzeige

**rohstoff SPIEGEL**  
DER ETWAS ANDERE NEWSLETTER FÜR ROHSTOFFE

**Jetzt kostenlos abonnieren!**

Powered by:  
**GOLDSEITEN.DE**  
DIE GOLDSEITEN

**WWW.ROHSTOFF-SPIEGEL.DE**



Wird der Deutsche Bundestag in Berlin gewählt, wird im Aktiendepot gezählt. Viele Anleger folgen Wahlentscheidungen, um ihr Depot zu bestücken.

besser entwickeln, wenn ein Republikaner am Ruder sitzt, wurde dagegen durch eine Studie der Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba) nicht bestätigt. Hätte man als Zeitfenster neun Monate vor und zwölf Monate nach dem Urnengang gewählt, sei in Jahren, in denen auf einen republikanischen ein demokratischer Präsident gefolgt sei, die beste Performance zu erzielen gewesen. Am schlechtesten hätten Aktien abgeschnitten, wenn ein Demokrat von einem Republikaner abgelöst worden sei.

„Ein Wechsel ist gut für deutsche Aktien – egal in welche politische Richtung es geht“, behauptet dagegen Raimund Saxinger. Der Fondsmanager der Investmentgesellschaft Frankfurt-Trust hat vor der jüngsten Bundestagswahl 13 Wahltermine seit 1961 untersucht und herausgefunden, dass nach vier Regierungswechseln die Kurse in den 100 Tagen im Schnitt um 7,7% zulegten. blieb dagegen die aktuelle Regierung im Amt, büßten die Kurse durchschnittlich rund 1,4% ein. „Vor dem Wahltermin tendierten Aktienkurse seitwärts oder nach unten“, so Saxinger weiter. Im Anschluss an die Wahl hätten sie sich nach einem anfänglichen Rücksetzer kräftig erholt.

Zu ähnlichen Ergebnissen kam Dimitri Speck bei einer Untersuchung des DAX-Verlaufs von drei Monaten vor bis drei Monate nach der Wahl. Der Börsen-Saisonalitätsforscher hält allerdings solche Berechnungen offenbar selbst nicht für sehr aussagekräftig. Denn Speck verweist darauf, dass die Kursbewegungen von anderen jahreszeitlichen Effekten – wie etwa schwachen Börsenmonaten im Wahlherbst, gepaart mit einer früh beginnenden Jahresendrally – beeinflusst sein könnten.

### Fazit

Die Marktteilnehmer handeln nicht immer vernünftig, wie es die neoklassische Theorienwelt der Volkswirte unterstellt. Deshalb suchen Wissenschaftler nach verhaltenstheoretisch fundierten Erklärungen für Anomalien am Finanzmarkt und für das Verhalten von Anlegern. Einige dieser Untersuchungen muten ein wenig skurril an. Und in Zukunft dürfte es sich kaum als Patentrezept erweisen, Mondphasen oder Klima- und Wettereinflüsse bei Börsengeschäften zu berücksichtigen. Es gilt auch weiterhin der Spruch: „Politische Börsen haben kurze Beine.“ Denn schließlich ist der Wahlzyklus nur einer von vielen Faktoren, die Aktienkurse beeinflussen können. Dennoch sind die empirischen Ergebnisse das Resultat gründlicher Forschung. Sie belegen, dass ungewöhnliche Forschungsansätze interessante neue Erkenntnisse liefern können.

Michael Heimrich

# Den Boom hebeln

*Mit Optionsscheinen vom Börsenaufschwung und steigenden Zinsen profitieren*

## Die richtigen Papiere nutzen

Anleger haben mittlerweile verschiedene Möglichkeiten, Gewinne zu hebeln. Früher gab es nur Optionsscheine. Mittlerweile sind weitere Hebelpapiere – wie z.B. Mini-Futures – auf dem Markt. Bei Optionsscheinen und Hebelprodukten muss der Anleger grundsätzlich mit einem Totalverlust rechnen. Aus dem Bereich der gehebelten Anlage-Zertifikate gibt es Sprint- und Outperformance-Zertifikate. Bei diesen Papieren kommt es nur zu einem Totalverlust, wenn das Underlying wertlos wird, auf das sich das Anlage-Zertifikat bezieht. Bei einem Crack-up-Boom, von dem die Redaktion des Smart Investor ausgeht, sind Papiere sinnvoll, die hebeln von Kurssteigerungen der Aktien und höheren Zinsen profitieren. Deshalb lohnt hier ein Blick auf Optionsscheine, da sie beide Kriterien erfüllen.

## Qual der Wahl

Der Preis der Optionsscheine wird durch verschiedene Determinanten bestimmt. Dazu gehören u.a. die Entwicklung des Basispreises, die Restlaufzeit, die erwartete Schwankungsbreite des Basiswertes (implizite Volatilität), Dividendenzahlungen und das Zinsniveau. Von Vorteil ist es, wenn Optionsscheine bereits einen inneren Wert aufweisen. Bei einem Call-Optionsschein bedeutet dies, dass der aktuelle Kurs des Basiswertes über dem Basispreis des Scheins liegt. Gerade bei lang laufenden Optionsscheinen ist es sinnvoll, das Emittentenrisiko, also die Bonität des Emittenten, im Auge zu behalten. Am einfachsten ist die Bonität des Emittenten für den Privatanleger über die Credit Default Swap (CDS)-Werte zu ermitteln, die regelmäßig veröffentlicht werden. Je niedriger der Wert ist, desto geringer schätzt der Markt ein Ausfallrisiko ein.

## Lange Laufzeiten gefragt

Für das Szenario des Crack-up-Booms eignen sich vor allem Optionsscheine, die eine lange Laufzeit von mehreren Jahren aufweisen. Call-Optionsscheine verbriefen das Recht, einen bestimmten Basiswert innerhalb eines bestimmten Zeitraumes bzw. zu einem bestimmten Zeitpunkt zu einem vorher festgelegten Preis zu kaufen. Der Optionsschein der Commerzbank auf



Mit Hebel-Zertifikaten stehen Anlagedepots erst so richtig unter Dampf.

den DAX (WKN: DR1 8WS) beispielsweise hat einen Basispreis bei 3.500 DAX-Punkten, ist also tief im Geld, da der aktuelle DAX-Stand deutlich über dem Basispreis liegt. Das Bezugsverhältnis ist 100:1, d.h. ein Optionsschein bezieht sich auf ein Hundertstel des DAX. Aktuell wird ein Zinssatz von 1,22% zugrunde gelegt. Läge der Zinssatz gegenwärtig bei 5%, würde das Papier unter der Voraussetzung, dass die anderen preisbestimmenden Parameter gleich sind, statt 29,33 EUR 32,86 EUR kosten. Aus dem Geld ist ein Optionsschein der Société Générale (WKN: SG0 2KK) auf den Nasdaq 100. Fälligkeit ist allerdings bereits am 21.12.2012. Hier wird ein Zinssatz von 1,01% zugrunde gelegt. Bei einer Verdoppelung des Zinssatzes auf 2,02% wäre der Preis des Optionsscheins um 6,33% höher. Bei der Wertentwicklung des Optionsscheins auf den Nasdaq-Index, der in USD notiert, ist in der Regel der Zinssatz der Fremdwährung relevant. Auf den japanischen Nikkei-Index ist ein Warrant der Deutschen Bank (WKN: DB4 D4Q) mit Fälligkeit am 12.12.2012 erhältlich. Der Basispreis liegt bei 8.250 Indexpunkten. Würde der angewandte Zinssatz aktuell bei 3% anstatt bei 0,69% liegen, würde der Schein, vorausgesetzt die anderen Konstanten blieben gleich, statt 2,25 EUR gut 0,25 EUR höher notieren.

## Fazit

Lang laufende Optionsscheine sind ein probates Mittel, um vom Crack-up-Boom als Anleger zu profitieren. Sowohl steigende Aktienkurse als auch höhere Zinsen am Ende des Crack-up-Booms führen zu steigenden Kursen bei Optionsscheinen. Dazu müssen aber die passenden Produkte ausgewählt werden. Im Vergleich mit anderen Warrants sollten die Optionsscheine nicht zu weit aus dem Geld liegen sowie eine niedrige implizite Volatilität und ein niedriges jährliches Aufgeld aufweisen. ■

*Christian Bayer*

HEBELZERTIFIKATE VERSCHIEDENER EMITTENTEN								
EMITTENT	WKN	BASIS-WERT	BASISPREIS IN INDEXPUNKTEN	KURS BASISWERT IN PUNKTEN	FÄLLIGKEIT	BEZUGS-VERHÄLTNISS	IMPLIZITE VOLATILITÄT IN %	KURS IN EUR
COMMERZBANK	DR1 8WS	DAX 30	3.500	5.769,48	17.12.14	0,01	32,22	29,94
COMMERZBANK	DR1 5CS	DAX 30	4.400	5.769,48	18.06.14	0,01	31,43	23,57
DEUTSCHE BANK	DB4 D4Q	NIKKEI 225	8.250	10.107,87	12.12.12	0,10	29,20	2,24
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	SG0 2KK	NASDAQ 100	1.900	1.799,37	21.12.12	0,01	29,36	2,42

Quelle: onvista

# ETFs

## Des Anlegers Handwerkszeug

„Mache die Dinge so einfach wie möglich, aber nicht einfacher.“ Als Albert Einstein diesen Satz sagte, hätte er auch ETFs meinen können. Exchange Traded Funds, also börsengehandelte Indexfonds, sind einfache Werkzeuge, mit denen Anleger ihren Depots Struktur geben können. Einfach heißt aber eben gerade nicht, dass diese Produkte nicht erklärungsbedürftig sind.

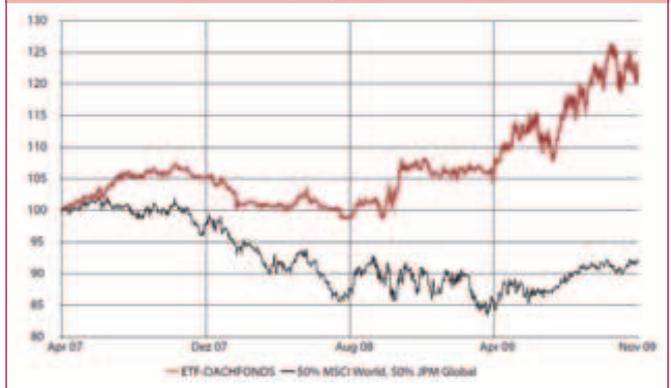
### ETF-Dachfonds überzeugen

Basis eines ETFs sind stets Indizes, zu denen sich der ETF eins zu eins entwickelt. Ohne einen DAX oder S&P 500 gibt es also auch keinen ETF. Neben diesen klassischen Länder-Vergleichsmaßstäben, die auch auf Branchenebene zu finden sind, gibt es intelligente Marktbarometer, die sich nach einer bestimmten Strategie zusammensetzen. Damit entwickelte sich das ETF-Universum weg vom reinen, fast schon stupiden Index-Investieren hin zu einem Strategie-Investieren. Genau das ist es, was ETFs heute ausmacht. In einem nächsten Evolutionschritt, der von der Branche in ersten Ansätzen bereits umgesetzt wird, sind ETFs



Markus Kaiser

ABB. 1: ETF-DACHFONDS P (ROT) VS. VERGLEICHSINDEX



Quelle: Veritas Investment Trust GmbH

die Grundlage für aktiv gemanagte Fonds. ETF-Dachfonds sind ein Beispiel für diese Weiterentwicklung. Veritas Investment Trust zum Beispiel ist ein deutscher Anbieter, der sich hier gut positioniert hat. Bei den Dachfonds-ETFs steht die aktive Marktselektion im Vordergrund, der Fonds macht seine Performance folglich über die Asset-Allokation. Dabei kann die Aktienquote flexibel zwischen 0 und 100% schwanken, je nach den Signalen, die das von Fondsmanager Markus Kaiser entwickelte Selektionsmodell aussendet. Der Erfolg gibt Kaiser recht, sein ETF-Dachfonds P (WKN: 556 167) hat die Krise jedenfalls gut weggesteckt und notiert nahe seinem Allzeithoch (s. Abb. 1).

## Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



Mit freundlicher Unterstützung von:



Verband unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V.  
www.vuv.de

ÜBERSICHT ETF-EMITTENTEN

	ANZAHL ETFs	VERWALTETES VOLUMEN**	INTERNET
COMSTAGE	51	3,7	COMSTAGE.DE
CREDIT SUISSE	24	6,9	XMTCH-ETF.COM
DB X-TRACKERS	110	29,8	DBXTRACKERS.DE
EASY ETF	59	4,8	EASYETF.COM
ETFLAB	30	5,4	ETFLAB.DE
ETF SECURITIES*	169	11,4	ETFSECURITIES.COM
INVESTCO POWERSHARES	124	26,7	INVESTCOPOWERSHARES.COM
ISHARES	391	414,4	ISHARES.DE
LYXOR	105	38,5	LYXORETF.DE
STATE STREET	104	130,6	SPDRS.COM

\*) 28 ETFs, 141 ETCs; \*\*) in Mrd. EUR

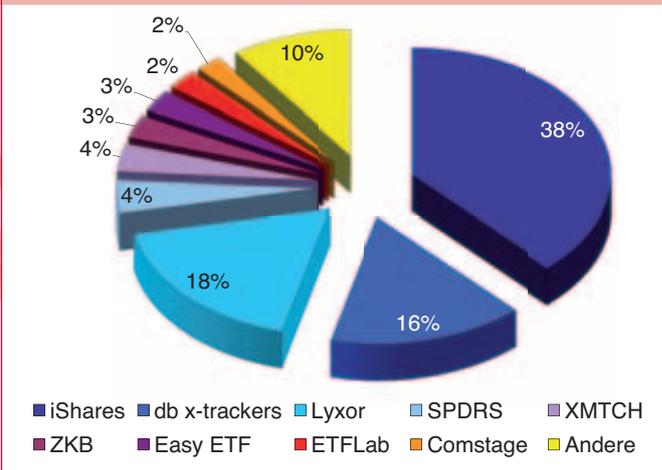
Anleger braucht Marktmeinung

Auch Alceda Fund Management hat mit dem Pellucida Multi Asset Fonds (WKN: A0M 8PB) einen Dachfonds aufgelegt, der mit ETFs bestückt wird. Auch hier liegt ein vermögensverwaltendes Anlagemodell zugrunde, nur wird nicht nur in Aktien, sondern auch in Rohstoffen, Devisen und dem Geldmarkt angelegt. Das Konzept scheint krisenresistent zu sein, kommt dafür aber in starken Aufwärtsphasen wie zuletzt nicht recht vom Fleck. Wem diese beiden Produkte schon einen Schritt zu weit gehen und wer lieber zunächst direkte Erfahrungen mit ETFs sammeln möchte, der sollte sich Basiswissen aneignen. Zunächst gibt es zwei Arten von ETFs: Jene, die Aktien tatsächlich im Depot halten, werden im Fachjargon „full replication“-ETFs genannt. Der erklärungsbedürftigere Typ nennt sich „swap-basiert“. Welche Unterschiede es zwischen diesen beiden Ausprägungen von ETFs gibt, erfahren Sie im Interview mit Markus Jordan (S. 38). ETFs setzen zudem eine Marktmeinung voraus. Zwar sind Indexfonds passive Anlagevehikel, aber Anleger müssen diese aktiv einsetzen. Nur auf diese Weise machen ETFs Sinn. Ein Beispiel: Steigt der DAX um 20%, dann verdient ein Anleger mit seinem ETF ebenfalls jene 20% (abzüglich der Verwaltungspauschale, bei ETFs im Durchschnitt 0,35%). Verliert der DAX aber seine Gewinne wieder, gilt Gleiches für den ETF. Ein aktiver Fonds kann nun unter Umständen seine Stärken ausspielen. Investoren können alternativ einen ETF auf den Short-DAX wählen. Dieser gewinnt, wenn der DAX verliert, spiegelt damit dessen Wertentwicklung eins zu eins. Hier gilt ebenso: Ohne eine negative Marktmeinung macht ein Short-ETF keinen Sinn. 2008 waren Short-ETFs auf die Standardwerteindizes die großen Gewinner.

ETFs sind nicht neu

Kaufen und liegen lassen kann auch bei Indexfonds richtig teuer werden. Europäer, und speziell Deutsche, haben denn auch Berührungängste mit der Materie, anders als die Amerikaner. Denen sind ETFs seit den 70ern in Fleisch und Blut übergegangen. Entsprechend groß ist der Nachholbedarf in Europa: Während in den USA ETFs gleichermaßen von Institutionellen und Privaten genutzt werden, dominieren in Europa eindeutig die Profis. Hiesige Pensionsfonds werden künftig noch stärker auf ETFs setzen, um Regionen und Branchen zu „spielen“, können sie doch dadurch Kostenvorteile gegenüber aktiv gemanagten Fonds nutzen. Der erste ETF wurde in den USA im Jahr 1971 von William Sharpe und Bill Fouse, zwei Angestellten des

Abb. 2: Marktanteile nach verwaltetem Volumen



Quelle: Lipper, Thomson Reuters

Bankenriesen Wells Fargo, aufgelegt. Eine weitere Schlüsselfigur für das ETF-Geschäft war John Bogle, Gründer eines der größten ETF-Anbieter der Welt, der Vanguard Group. Mit seinem im Jahr 1975 emittierten Indexfonds auf den S&P 500 ebnete er dieser Produktkategorie den Weg, endgültig in der Anlegergemeinde akzeptiert zu werden. Diese Historie belegt: ETFs sind keine Modeerscheinung, sondern ein reifes Investmentwerkzeug. Insofern liegen Anleger falsch, wenn sie ETFs misstrauen, nur weil sie in Europa noch keine lange Geschichte aufweisen.

Die Szene ist in Bewegung

Auch sind ETFs keine Randerscheinungen. Der größte ETF der Welt ist jener von State Street auf den S&P 500, in dem sage und schreibe 62,7 Mrd. USD oder 42,4 Mrd. EUR allokiert sind. Der größte Emerging Markets-ETF auf den MSCI Emerging Markets wird auf 30,6 Mrd. USD (20,7 Mrd. EUR) taxiert. In diese Dimensionen wuchs das ETF-Universum in drei Wellen. Zunächst wurden ETFs nur für heimische, in dem Fall US-Aktien aufgelegt. Daran anknüpfend kamen „fremde“ Märkte hinzu, schließlich exotische Basiswerte wie Rohstoffe oder Hedgefonds-Indizes. Aktuell erfreuen sich vor allem ETFs auf Branchenindizes aus den Segmenten Konsum, Pharma, Versorger und Technologie wachsender Beliebtheit. Dagegen verlieren Investoren die Lust auf Indexfonds, die Telekom-, Banken- und Versicherungsindizes abbilden. Auf Branchenebene werden ETF-Anbieter künftig vor allem durch herkömmliche Fondsverwalter herausgefordert, denn diese beginnen jetzt langsam den ETF-Markt zu entern. Die starken ETF-Marken sehen sich mit alteingesessenen Branchengrößen konfrontiert. Damit liegt es im Bereich des Möglichen, dass nicht jeder der derzeit knapp 30 global agierenden ETF-Emittenten (eine Auswahl finden Sie in der Tabelle) am Ende auch als Sieger aus dem Ring steigen wird.

Fazit

ETFs sind leicht zu verstehen, das ist ihr hervorstechendstes Alleinstellungsmerkmal. Dennoch brauchen Anleger eine Marktmeinung und eine disziplinierte Ausstiegsstrategie, sonst lösen sich die Vorteile eines ETFs förmlich in Luft auf. Ganz einfach wird die Börsenwelt eben auch mit ETFs nicht.

Tobias Karow

# „ETFs sind flexibel, transparent und einfach“

Smart Investor im Gespräch mit **Markus Jordan**, Geschäftsführer der Extravest GmbH, über die Erfolgsfaktoren von Exchange Traded Funds und das Geheimnis hinter swapbasierten ETFs

**Smart Investor:** Herr Jordan, warum erleben ETFs einen solchen Run seitens der Anleger?

**Jordan:** Angefangen hatte dies im Zuge der Finanzkrise, als intransparente Produkte wie Zertifikate einfach nicht mehr nachgefragt wurden. ETFs sind transparent, flexibel einsetzbar und vor allem einfach. Wenn sich ein Anleger mit einem Aktien- oder Renten-Index beschäftigt hat und investieren möchte, dann sind ETFs ideal. Kommen jetzt noch vermehrt neue Produkte im Rentenbereich, etwa bei Unternehmens- oder Schwellenländeranleihen hinzu, dann dürfte sich dieser Trend auch noch verstärken. Aber auch strukturierte ETFs werden zahlenmäßig zunehmen, also zum Beispiel ETFs auf Short-Indizes.

**Smart Investor:** Nur sind diese strukturierten ETFs nicht mehr wirklich einfach?

**Jordan:** Das ist sicherlich ein Kritikpunkt. Allerdings bedeutet dieses „einfach“ ja nicht, dass sich ein Produkt nicht weiterentwickeln darf. Die Grundidee war, Indexinvestments über ETFs abzubilden, und hier geht die Branche eben nun einen Schritt weiter. Nur muss der Anleger wissen, welchen Index der ETF abbildet. Daran wird er auch künftig nicht vorbeikommen.

**Smart Investor:** An den Kosten wohl auch nicht. Sind diese entscheidend für den ETF-Erfolg?

**Jordan:** Offen gesagt ist für mich die Kostenproblematik zwischen den ETFs nicht relevant. Ein anderer Vergleich zählt doch letzten Endes. Zahlt ein Anleger für einen aktiv gemanagten Fonds 1,5 oder 2% pro Jahr, dann sind 0,5% für einen ETF ganz klar ein Kostenvorteil. Aber ob nun ein ETF 0,3% oder 0,5% veranschlagt, das ist dann nicht mehr die Welt.

**Smart Investor:** Für wen sind ETFs eigentlich in Wahrheit geeignet?

**Jordan:** Der Witz an der Sache ist ja, dass ETFs ursprünglich für institutionelle Investoren aufgelegt wurden, jetzt aber für Privatanleger immer interessanter werden. Denn Sie können über einen einzigen Fonds zu günstigsten Konditionen zum Beispiel in den DAX investieren. Und das zu den gleichen Bedingungen wie die Profis. Bei herkömmlichen, aktiven Produkten gab es mehrere Tranchen. Privatanleger, die kleine Summen einlegten, mussten höhere Gebühren bezahlen, institutionelle Anleger dagegen weniger, weil sie viele Anteile erwarben. Bei ETFs gibt es das nicht.

**Smart Investor:** Jetzt gibt es ja zwei Arten von ETFs. Vielleicht könnten Sie uns das aufschlüsseln?

**Jordan:** Alle ETFs sind Sondervermögen, im Falle einer Insolvenz des Emittenten besteht folglich kein Ausfallrisiko. Dabei gibt es Full-Replication-ETFs, bei denen auch tatsächlich die



**Markus Jordan**, 35 Jahre, ist seit vielen Jahren in der Finanzbranche tätig. U.a. war er im Private Banking einer süddeutschen Großbank tätig, bevor er zu einer der führenden Direktbanken in das Produktmanagement wechselte. Danach ging es für zwei Jahre nach Frankfurt zur Deutschen Bank AG. Mitte 2007 folgte die Selbstständigkeit. Inzwischen ist das EXtra-Magazin ([www.extra-funds.de](http://www.extra-funds.de)) die führende Informationsplattform zum Thema

Exchange Traded Funds in Deutschland. Mehr als 10.000 Abonnenten folgen dem monatlich erscheinenden ETF-Fachblatt „EXtra-Magazin“.

den Index bildenden Aktien im Fonds enthalten sind. Diesen Weg gehen zum Beispiel ETFLab, iShares oder die Credit Suisse. Andere nutzen ihre Infrastruktur auch dafür, ihre ETFs zu bestücken. ComStage oder db x-trackers emittieren also swapbasierte ETFs. Ein Swap ist dabei nichts anderes als eine Vereinbarung zwischen dem Sondervermögen und der meist hinter diesen Anbietern stehenden Investmentbank über den Tausch der in den Portfolios enthaltenen Wertentwicklungen. Im ETF sind dann zum Beispiel hochliquide europäische Aktien enthalten, die Investmentbank hält im Gegenzug eben jene 30 DAX-Aktien. Ein Swap regelt genau den Tausch dieser beiden Wertentwicklungen.

**Smart Investor:** Bei diesen swapbasierten ETFs existiert allerdings ein gewisses Ausfallrisiko?

**Jordan:** Zwischen ETF und Investmentbank findet dieser Tausch der Wertentwicklungen täglich statt. Dabei ist es wahrscheinlich, dass der DAX oder jener Korb von europäischen Aktien sich nicht synchron entwickeln. Entsprechend kann es sein, dass die Investmentbank dem ETF durch eine bessere Performance des DAX einen Betrag X schuldet. Umgekehrt gilt das auch. Der Gesetzgeber regelt nun, dass dieser Ausgleich nicht mehr als 10% betragen darf. In der Praxis sind es meist nicht mehr als 2 bis 3%. Fällt die Bank aus, dann läge das Ausfallrisiko bei diesen 2 bis 3%. Aber ein Swap kann auch sehr rasch mit einer anderen Bank vereinbart werden. ComStage und db x-trackers hinterlegen zudem eine zusätzliche Sicherheit, die das Ausfallrisiko weiter minimiert. Das Swaprisiko sollten Anleger also kennen, aber nicht überbewerten.

**Smart Investor:** Herr Jordan, haben Sie vielen Dank für die Erläuterungen.

Interview: Tobias Karow

# Absolute Return Plus UI

Gastbeitrag von Daniel Flück, HwV Research GmbH

## FONDS-SNAPSHOT

<b>WKN:</b>	AoM 8oV
<b>Manager:</b>	Robert Beer
<b>Volumen:</b>	352 Mio. EUR
<b>Auflagedatum:</b>	28.01.2009
<b>Typ:</b>	Absolute Return

Absolute-Return-Fonds erfreuen sich insbesondere in turbulenten Börsenphasen einer großen Beliebtheit. Die Finanzmarktkrise entlarvte einige dieser Produkte als Etikettenschwindel. Ein Fonds, der die Erwartungen der Anleger bislang nicht enttäuschte, kommt aus dem Hause Beer Management GmbH.

Der am 18.01.2008 aufgelegte Absolute Return Plus UI wird federführend von Robert Beer betreut. Beer entwickelte bereits 1986 eine eigene Optionsanalysesoftware, die von ihm in den Folgejahren stetig weiterentwickelt wurde. Er ist Fachbuchautor und schulte fünf Jahre lang die Mitarbeiter der Deutschen Bank im Risikomanagement mit derivativen Anlageinstrumenten. Im Management seines mehrfach ausgezeichneten Euroland Aktienfonds Lux Topic Aktien Europa, welcher seit Jahren kontinuierlich Spitzenplätze in seiner Kategorie belegt, konnte Beer seine Expertise im Umgang mit Optionen stetig erweitern. Mit dem neuen Absolute-Return-Konzept bietet Beer nun seine Optionsstrategien in Reinform an.

### Investmentprozess

Das Fondsvermögen wird zu 80% in kurz laufenden, festverzinslichen Titeln bester Qualität angelegt. Die restlichen 20% bilden das Risikobudget für seine Optionsstrategien. Gehandelt werden Spread-Strategien, also eine Kombination aus Long- und Shortpositionen, auf den Euro STOXX 50. Aufbauend auf einer Trendanalyse erfolgt eine Volatilitätsanalyse des Basiswertes. Da Optionspreise im hohen Umfang von der Volatilität abhängig sind, kommt der Bestimmung des aktuellen Volatilitätsniveaus sowie der wahrscheinlichen Entwicklung der Volatilität eine entscheidende Bedeutung zu. Hieraus wird abgeleitet, welche Optionsstrategien in Frage kommen. Bewegen sich der Euro STOXX 50 und die Volatilität in der zuvor bestimmten Range, fahren die Strategien Gewinne ein. Entwickelt sich der Basiswert oder die Volatilität in eine andere Richtung, werden umgehend bestehende Strategien geschlossen, adjustiert oder durch neue Strategien ergänzt oder ersetzt.

### Risikomanagement

Zur Überwachung der Portfoliositionen sowie der Kalkulation alternativer Strategien wird eine fortlaufende Realtime-Szenario-Analyse durchgeführt. Diese kann sowohl auf Strategie- als auch auf Portfolioebene berechnet werden. Verbessert sich das Chance-Risiko-Verhältnis oder besteht die Möglichkeit der Erweiterung des Bewegungsspielraums des Basiswertes, dann können zusätzliche Positionen eröffnet werden. Umgekehrt werden Strategien geschlossen oder neue Strategien aufgebaut, wenn sich das Chance-Risiko-Verhältnis verschlechtert oder sich der Bewe-



**Daniel Flück**, Dipl. Betriebswirt (FH), ist geschäftsführender Gesellschafter der HwV Research GmbH. Er betreut die beiden vermögensverwaltenden Dachfonds HwV Flex-Concept Basis UI (A0MIP7) und -Select UI (A0MIP8). Neben der technischen und fundamentalen Analyse von Finanzmärkten beschäftigt er sich mit der Selektion geeigneter Investmentfonds. Flück ist zudem Initiator des IVIF (Interessenverbund vermögensverwaltender Investmentfonds).

gungsspielraum einengt. Eine positive Entwicklung einer Strategie führt zu systematischen Gewinnmitnahmen.

### Performance

Mit einer Wertentwicklung seit Auflage von 10,72% p.a. und einer Volatilität von ca. 9% konnte der Fonds bisher überzeugen. Dieses Ergebnis gewinnt an Bedeutung, wenn man bedenkt, dass laut Beer abrupte Richtungswechsel des Marktes sowie hohe Volatilitätsausschläge, also genau solche Marktverhältnisse wie sie seit Auflage des Fonds vorherrschten, kein ideales Umfeld für seine Optionsstrategien darstellen.

### Risiken

Kursrücksetzer zwischen 5% und 10%, die es seit Auflage des Fonds zweimal gab, sind systembedingt und müssen einkalkuliert werden. Der maximale Drawdown liegt seit Auflage bei 9,47%. Die computergestützten Systeme werden mehrfach gesichert und an unterschiedlichen Orten aufbewahrt. Zudem werden alle Strategien lückenlos dokumentiert. Da es sich um einen diskretionären Managementansatz handelt, der von den langjährigen Erfahrungen Robert Beers lebt, müssten Veränderungen bei den handelnden Personen genau beobachtet werden. Ein Ausscheiden des Firmengründers Robert Beer ist jedoch kurzfristig nicht denkbar.

### Fazit

Der Investmentprozess des Fonds ist klar strukturiert, und das Risikomanagement erfüllt institutionelle Anforderungen. Die Volatilität liegt oberhalb des Durchschnitts sonstiger Absolute-Return-Strategien. Die Rendite seit Auflage hebt sich positiv von den Fonds der Vergleichsgruppe ab und wurde zudem in einem äußerst schwierigen Marktumfeld erzielt. Der Fonds eignet sich daher hervorragend als ein Baustein in einem breit diversifizierten Portfolio. ■

# Zwei Schwellenländerregionen sind führend

*Dr. Mark Mobius, Executive Chairman Templeton Asset Management Ltd.*

Asien und Lateinamerika sind wohl die interessantesten Emerging Market-Räume der Welt. Das liegt nicht nur an ihren unterschiedlichen Kulturen, sondern auch daran, dass ihre wirtschaftliche Entwicklung so ganz anders verlief. Wenn wir die Performance der Märkte in beiden Regionen betrachten, könnte der asiatische Investor fälschlicherweise annehmen, dass Asien besser abgeschnitten hat als Lateinamerika. Das gilt jedoch nicht unbedingt für alle Zeiträume.

## Mehr verfügbare Landmasse in Lateinamerika

So lag der MSCI AC Asia ex Japan Index bis November dieses Jahres in US-Dollar mit 65% im Plus, während der MSCI Latin America Index 100% zugelegt hatte. 2008 hatten sich beide Regionen ungefähr gleich entwickelt. Asien lag mit 52% Verlust knapp hinter Lateinamerika mit 51%. Auch 2007 konnte Lateinamerika Asien schlagen. Während Asien 41% gewann, waren es in Lateinamerika 51%. 2006 verbuchte Lateinamerika mit 44% gegenüber 34% in Asien wiederum den höheren Gewinn. Natürlich hat es auch Zeiträume gegeben, in denen Asien Lateinamerika überrundete, doch die jüngere Geschichte zeigt, dass Lateinamerika in den Performance-Rankings vorne lag. Eine Betrachtung der demografischen, geografischen und wirtschaftlichen Merkmale der beiden Regionen ergibt maßgebliche Unterschiede, aber auch Ähnlichkeiten. Nehmen wir die Bevölkerung: In Asien leben 3.600 Millionen Menschen, in Lateinamerika nur 550 Millionen. Das Bevölkerungswachstum war in Asien etwas geringer als in Lateinamerika. Von 2003 bis 2008 nahm die lateinamerikanische Bevölkerung um 1,3% zu, die asiatische um 1,2%. Ein großer Vorteil der Lateinamerikaner ist, dass ihnen mehr Land zur Verfügung steht. Während die Landmasse Asiens 25 Mio. Quadratkilometer bedeckt, die jene 3.600 Millionen Menschen fassen, erstreckt sich Lateinamerika über 20 Mio. Quadratkilometer bei 550 Millionen Einwohnern – ein deutlicher Unterschied.

## Wachstumsunterschiede

In Bezug auf die Wirtschaft war das Wachstum in Asien höher als in Lateinamerika. Das durchschnittliche jährliche Wirtschaftswachstum von 2003 bis 2008 betrug in Asien 8%, in Lateinamerika 5%. Für dieses Jahr rechnen wir in Asien mit flachem Wachstum, während die lateinamerikanischen Volkswirtschaften im Schnitt um 2,5% schrumpfen dürften. Dennoch ist das Gesamt-BIP trotz des niedrigeren Wachstums in Lateinamerika auf Pro-Kopf-Basis höher als in Asien. 2008 belief sich Asiens BIP insgesamt auf 9.180 Mrd. USD. Das Pro-Kopf-Einkommen lag demnach bei 2.600 USD. In Lateinamerika war das BIP mit 4.170 Mrd. USD geringer, doch durch die niedrigere Bevölkerungszahl belief sich das Pro-Kopf-Einkommen auf 7.580 USD – und damit erheblich mehr als



*Dr. Mark Mobius gilt als Emerging-Markets-Ikone und stieß 1987 zum Fondsanbieter Templeton. Fortan leitete er die gesamten Emerging-Markets-Aktivitäten des Hauses. Mobius ist Autor mehrerer Bücher wie etwa „The Investor's Guide to Emerging Markets“ sowie Vorsitzender der Investor Responsibility Taskforce des Global Corporate Governance Forum von OECD und Weltbank.*

in Asien. Bei den Devisenreserven ist Asien, dessen Bestände mittlerweile 3.500 Mrd. USD überschreiten, definitiv überlegen. Die Gesamtreserven Lateinamerikas belaufen sich dagegen nur auf 500 Mrd. USD. Obwohl Asiens Exporte und Importe 2008 etwa 7.300 Mrd. USD ausmachten – gegenüber rund 1.700 Mrd. USD in Lateinamerika –, war der Handelszuwachs in beiden Regionen in den letzten fünf Jahren mit durchschnittlich 19% Wachstum im Jahr im Schnitt ungefähr gleich hoch.

## Aktienmärkte mit ansprechendem Wert

Ein Blick auf die Aktienmärkte beider Regionen verrät, dass die Marktkapitalisierung der asiatischen Aktienmärkte mittlerweile 9.510 Mrd. USD erreicht hat, während sie in Lateinamerika 1.814 Mrd. USD betrug. Auch gibt es in Asien mit rund 15.200 Börsenzulassungen gegenüber 1.300 in Lateinamerika weit mehr börsennotierte Unternehmen. Trotz der im Vergleich zu Asien geringeren Größe entdecken wir auf den lateinamerikanischen Aktienmärkten nach wie vor ansprechenden Wert. Derzeit liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis in beiden Regionen im Schnitt bei 14, während das Kurs-Buch-Verhältnis mit rund 2 ebenfalls ähnlich ausfällt. Unterschiede gibt es allerdings bei der Dividendenrendite, die in Asien 2%, in Lateinamerika 3% beträgt. Die großen Märkte Asiens sind China und Indien, deren Schwerpunkt auf Industriegütern und Dienstleistungen liegt, während in Lateinamerika Brasilien als maßgeblicher Rohstoffexporteur den Ton angibt.

## Fazit

In beiden Regionen lassen sich in fast allen Sektoren Chancen erkennen, da es in Lateinamerika und Asien eine Reihe reizvoller Produktions-, Konsum- und Bankwerte gibt. Insofern stellt sich die Zukunft beider Wirtschaftsräume positiv und für Investoren äußerst viel versprechend dar, weshalb sich diese in beiden Regionen engagieren sollten. Auf diese Weise können sie von den Entwicklungen in Lateinamerika und Asien profitieren. ■

# Winterspeck angesetzt

Fonds-Musterdepot mit erfreulicher Jahresperformance

Wer den Beweis sucht, welche Themen auch auf Fondsebene den breiten Markt hinter sich lassen, der findet ihn im Smart Investor Fonds-Musterdepot: Industrie- und Agrarrohstoffe sowie China. Top of the Fonds war der BlackRock World Mining, dessen Schwergewichte Vale, Rio Tinto und BHP Billiton die Wertentwicklung maßgeblich anschoben. Mit einem Volumen von 11,6 Mrd. EUR gehört er zu den größten Aktienfonds weltweit. Die Silbermedaille im Fondsdepot geht an den db x-trackers-ETF auf den China FTSE Xinhua 25-Index. China-Aktien waren IN, sind IN und werden auch IN bleiben, allen Aufregungen an den Märkten zum Trotz. Der dritte Performancetreiber war der Julius Bär-Fonds für Unternehmensanleihen, der

satte 37% zulegte. 37% mit Anleihen, das wird eine Ausnahme bleiben, keine Frage, hier denken wir daher ernsthaft über einen Verkauf nach. Der undankbare vierte Platz geht an den DJE Agrar & Ernährung. Immerhin 19,3% konnte der Fonds 2009 zulegen, gerade zuletzt fand er so richtig in die Erfolgsspur. Für Smart Investor sind Agraraktien eine Pflichtveranstaltung in einem CuB-Szenario. Den ETF auf den Short-DAX würden wir verkaufen, sobald der DAX doch noch einmal an der 5.300er Marke kratzt. Ebenso bei Kaufsignalen des Index. Insgesamt hat das Fonds-Musterdepot 2009 solide +22,2% (MSCI World +20,4%) zugelegt. Das trocken gehaltene Pulver gedenken wir zudem im Januar zu investieren. ■

MUSTERDEPOT (START: 01.01.2009 MIT 100.000 EUR)

STICHTAG: 11.12.2009

PERFORMANCE: SEIT JAHRESANFANG: +20,3% (MSCI WELT: +19,3%)

	WKN	FOKUS	ANTEILE	KAUF-DATUM	KAUF-ZU	KURS AKT.	WERT AKT.	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF
BLACKROCK WORLD MINING	A0B MAR	MINENAKTIEN	400	02.01.09	24,28	44,58	17.832	14,6%	1,5%	83,6%
DAVINCI ARBITRAGE FUND	A0LA72	HEDGEFONDS	70	02.01.09	132,44	142,37	9.966	8,2%	0,5%	7,5%
DB X-TRACKERS FTSE XINHUA 25	DBX 1FX	TOP25 CHINA	500	02.01.09	15,06	21,29	10.645	8,7%	-1,9%	41,4%
DB X-TRACKERS SHORT-DAX	DBX 1DS	SHORT-DAX	150	30.09.09	71,75	67,67	10.151	8,3%	-3,3%	-5,7%
DJE AGRAR & ERNÄHRUNG	A0N GGC	AGRARROHSTOFFE	100	02.01.09	77	91,84	9.184	7,5%	1,8%	19,3%
HWB PORTFOLIO PLUS	A0L FYM	GLOBAL	100	02.01.09	82,87	82,7	8.270	6,8%	-8,2%	-0,2%
JULIUS BÄR GLOBAL HIGH YIELD	164 225	UNTERNEHMENSANLEIHEN	100	02.01.09	76	104,29	10.429	8,5%	0,8%	37,2%
VALUE HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FUND	A0B 63E	VALUE INVESTING	5	02.01.09	1.437,51	1.622,56	8.113	6,6%	0,2%	12,9%
FONDSBESTAND							84.589,20	69,2%		
LIQUIDITÄT							37.598,96	30,8%		
GESAMTWERT							122.188,16	100,0%		

Anzeige



Auf welche Art können und sollen wir heutzutage Wohlstand in den verschiedenen Gesellschaften kreieren? Warum ist die Schaffung von Wohlstand eine Notwendigkeit? Was beeinflusst das Leben eines Großteils der Menschheit auf gravierende Weise? Und wie sollte jeder Einzelne, als Bestandteil einer globalisierten Welt, angesichts der finanziellen Turbulenzen reagieren, um die verschiedenen Bedürfnisse von Individuen und Unternehmen zu befriedigen? Lauter spannende Fragen, auf die Stephen Green in dem vorliegenden Werk sowohl einleuchtende als auch überraschende Antworten liefert.

Stephen Green  
**Wahre Werte**  
 Über Moral, Geld und die Zukunft  
 256 Seiten | 24,90 € | ISBN 978-3-89879-561-6

Bestellen Sie  
 portofrei unter:  
[www.finanzbuchverlag.de](http://www.finanzbuchverlag.de)





Smart Investor 1/2004



Smart Investor 1/2005



Smart Investor 1/2006



Smart Investor 1/2007

# Kapitalmarktausblick 2010

Wie zu jedem Jahresende geben wir auch diesmal für 2010 unsere Prognosen für Zinsen, Aktien und Euro ab.

## Über den Sinn von Prognosen

Das Jahr neigt sich dem Ende zu, und traditionsgemäß präsentieren wir Ihnen in der letzten Ausgabe dieses Jahres wieder unsere analytischen Ergebnisse für die Entwicklungen in den kommenden 12 Monaten. Nun gibt es ja Menschen, welche solche Prognosen für unsinnig halten und deshalb davon abraten. Unsere Meinung dazu: Alles, was wir tun, beruht auf Prognosen bzw. Einschätzungen. So steigen wir nur in den Bus mit der Nummer 123, weil wir laut Fahrplan davon ausgehen, dass er uns an den Ort XY bringen wird. Und genauso steigen wir nur in eine Aktie ein, weil wir davon ausgehen, dass deren Kurs nach oben gehen wird. Wären wir pessimistisch für die Aktie, würden wir die Finger davon lassen. Also: Alles Tun beinhaltet Prognosen über die Zukunft.

Der Einwand allerdings, dass Prognosen, die auf einen bestimmten Zeitpunkt wie z.B. den 31.12. des kommenden Jahres abgestellt sind, keinen Sinn machen, ist dagegen schon sehr viel ernster zu nehmen. In der Tat ist eine zeitliche Fixierung einer Aussage über die Kursrichtung in der Zukunft viel schwieriger bzw. gar nicht treffsicher möglich. Dennoch wagen wir auch dies, ganz einfach deshalb, weil es in der Finanzbranche mittlerweile Usus ist, es zu tun. Und um in Wettbewerb mit all den Analysten treten zu können, spielen wir dieses Spiel einfach mit.

## SI-Prognosenbilanz kann sich sehen lassen

Im Übrigen ist unsere Erfolgsbilanz bei unseren Jahresprognosen ziemlich beachtlich. In unseren Ausgaben mit der Nummer 1 eines jeweiligen Jahres wagen wir regelmäßig recht konkrete Ausblicke und liegen damit sehr gut, verglichen mit den Prognosen nahezu aller Ökonomen sogar weit überdurchschnittlich gut. Dies liegt unter anderem daran, dass wir bei unseren Überlegungen den Meinungs-Mainstream meiden und zudem keine Scheu haben, auch politisch Unkorrektes zu formulieren.

Vor 12 Monaten, als der „Weltuntergang“ auf dem Programm stand, sagten wir einen stark steigenden Aktienmarkt voraus, womit wir deutlich optimistischer waren als die meisten anderen Prognostiker (rückblickend waren wir etwas zu bullish). Und auch die meisten unserer 10 Thesen für 2009 waren weitgehend richtig, zumindest in der Tendenz. Nur die Thesen zur Geopolitik und zum Dollar waren offensichtlich falsch (siehe SI 1/2009, S. 46). Grund genug für uns, Ihnen auch dieses Mal wieder unsere Sicht der Märkte darzulegen.

## Verschuldungsorgie

Als Voraussetzung dafür, dass unsere Einschätzungen restlos nachvollzogen werden können, ist eine gewisse Vertrautheit mit unserem Crack-up-Boom-Szenario zu sehen. Neu-Abonnenten können sich mit der entsprechenden Titelgeschichte



Smart Investor 1/2008



Smart Investor 1/2009



Smart Investor 1/2010

aus dem Heft 4/2009 unter [www.smartinvestor.de/cub](http://www.smartinvestor.de/cub) nochmals in das Thema einlesen. Das alles entscheidende Kriterium für einen Crack-up-Boom sind die massiven Engriffe von Staat und Notenbank in das Wirtschaftsgefüge, einerseits um Schieflagen aufzufangen und andererseits um die Konjunktur anzufeuern. Konkret bedeutet dies, dass z.B. der Bund hierzulande nach 16 Mrd. EUR Defizit 2008 voraussichtlich 38 Mrd. EUR im Jahr 2009 und laut neuester Planung für 2010 ein Defizit von rund 100 Mrd. EUR (inkl. Schattenhaushalten) ansteuert, was fast einem Drittel der Ausgaben des Bundes entspricht! Damit dürfte zudem ein Anteil von etwa 6% bezogen auf das BIP erreicht werden. Zur Erinnerung: Die EU-Defizit-Obergrenze liegt bei 3%. Alleine an dieser eindrucksvollen Entwicklung zeigt sich, wie die Staatslastigkeit unserer Wirtschaft exponentiell zunimmt. Unter anderem diese Entwicklungen meinte DER SPIEGEL, als er kürzlich mit „Die Billionen-Bombe“ titelte.



„Der Spiegel“ Nr. 48 vom 23.11.2009

### Zinsen

Allerdings wäre es ein Trugschluss, aufgrund der erhöhten Kreditaufnahme durch den Bund auf ein höheres Zinsniveau zu schließen. Das Gegenteil ist vielmehr der Fall: Die Renditen der Staatsanleihen fallen. Schließlich wollen die Notenbanken unter keinen Umständen steigende Zinsen zulassen. So gehen sie derzeit immer mehr zum Quantitative Easing über, also zum Aufkauf der neu emittierten Staatsanleihen. In den USA und UK wird auf diese Weise bereits ein Großteil der dortigen Bundes-schuld mithilfe der Druckerpresse finanziert. Die Prognose der weiteren Zinsentwicklung erscheint uns vor diesem Hintergrund relativ einfach. Vermutlich werden sie weiter tief gehalten werden, wir gehen daher von seitwärts bis leicht abwärts tendierenden Zinsen aus, so wie in Abb. 1 skizziert.

### Welches Inflationsszenario?

Tiefe bzw. sogar weiter fallende Zinsen sind natürlich eine wichtige Grundlage für einen Crack-up-Boom. Alleine dessen

ABB. 1: DEUTSCHE UMLAUFRENDITE UND SI-PROGNOSE



Name deutet ja schon an, dass damit etwas aufbricht bzw. auseinander läuft, nämlich die reale und die nominale Entwicklung. Während durch die Staatseingriffe ein immer größeres Teuerungspotenzial geschaffen wird, bleiben die Zinsen am Boden. Dadurch wird unserer Ansicht nach der Inflation kein Halt mehr geboten, und sie bricht daher nach oben hin aus (wie in der Hyperinflationphase 1923 in Deutschland; s. hierzu SI 12/2009). Anders sieht dies Stefan Riße, der an eine Entwicklung wie in der 70er Jahren glaubt. Damals wurde die hohe Inflation noch mit hohen Zinsen bekämpft, letztendlich erfolgreich (s. Interview auf S. 10). Die Smart Investor-Meinung dagegen lautet: Hohe Zinsen würden heute weiten Teilen der Wirtschaft den Garaus machen, weshalb sie staatlicherseits unter allen Umständen vermieden werden (via Notenbanken), Folge: Crack-up!



Stefan Riße vertritt eine andere Inflationsthese als SI (s. S. 10).

### Fundamentalanalytische Betrachtungen

Alle Sachwerte verfügen in einem ungezügelter Inflationsszenario (= CuB) über einen natürlichen Auftrieb. Seit Anfang dieses Jahres lässt sich dies bereits an den Rohstoff- und Aktienmärkten beobachten. Letztere legten in den Monaten seit dem Tief im März 2009 grob gesagt zwischen 50 und 100% zu. Nach Einschätzung von Smart Investor wird sich an dieser Tendenz auch im Jahr 2010 nichts ändern. Einerseits dürfte sich die Ge- >>

## Jeden Dienstag: Smart Investor Weekly!

In unserem kostenlosen E-Mail-Service **Smart Investor Weekly** kommentieren wir einmal wöchentlich die Lage an den Märkten – und nehmen dabei „kein Blatt vor den Mund“. Der Newsletter wird jeden Dienstag auf unserer Website [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) veröffentlicht. Dort kann man sich auch für die Versendung registrieren.



winnsituation der großen (börsennotierten) Unternehmen aufgrund der staatlichen Konjunkturmaßnahmen weiter verbessern, strauchelnde Unternehmen werden zudem aufgefangen und als „Zombie“ am Leben erhalten. Auf der anderen Seite werden aufgrund tiefer oder gar fallender Zinsen Aktien analytisch auch günstiger. Bei einer Bundesanleihenrendite von knapp 3% wäre demnach finanzmathematisch ein DAX-KGV von 33 gerechtfertigt. Das für 2010 von den Analysten geschätzte DAX-KGV liegt bei etwa 14. Somit wäre aus dieser Warte – bei allen Bedenken, die man gegen diese recht statische und nicht ganz „saubere“ Methode anführen könnte – also noch Platz nach oben. Hierbei muss jedoch noch einmal grundsätzlich angeführt werden, dass Sachwertpreise (von Aktien und Rohstoffen) in einem CuB weniger aus Bewertungs-, sondern sehr viel stärker aus Liquiditätsgründen befeuert werden.



Dieser Dekadenzyklus wurde anhand der Dekadenentwicklungen des Dow Jones Industrial Average mit Daten der letzten 110 Jahre berechnet. Quelle: Seasonalcharts.com

**Zyklische Betrachtungen**

Aktienmärkte weisen eine statistisch ziemlich signifikante durchschnittliche Entwicklung während eines Jahrzehnts auf. Diejenigen Jahre, welche auf 0, 1 und 2 enden, verlaufen tendenziell recht schwach, ab dann geht es für den Rest des Jahrzehnts nach oben (vor allem im Jahr 5) mit einer deutlichen Korrektur im Jahr 7 und 8. Gegen Ende des Jahres 9 bzw. zu Beginn des Jahres 0 ereignen sich oft nachhaltige Wenden an den Aktienbörsen. Bekannte Beispiele wären Ende 1929 beim Dow Jones, Anfang 1980 beim Gold, Anfang 1990 in Japan und Anfang 2000 bei den Technologiemarkten (Nasdaq, Neuer Markt usw.). Kurzum: Eine Jahrzehntwende geht oftmals mit dem Hochpunkt einer Blase einher. Wird es auch diesmal wieder so sein?

Die meisten Charttechniker sind aus diesem zyklischen und aus anderen Gründen derzeit eher skeptisch für den Verlauf des Jahres 2010 gestimmt. Nicht so Smart Investor. Wir gehen davon aus, dass der „Dekadenzyklus“

in den kommenden Jahren außer Kraft gesetzt wird. Die Begründung ergibt sich aus dem Wesen eines Crack-up-Booms. Einen solchen bringt ja die Wirtschaft nicht mehr aus sich hervor, sondern er resultiert nur noch aus dem „exogenen Faktor Staat“. Mit neu kreiertem Geld (Fiat Money) wird die „Schwerkraft“, die die Aktienbörsen eigentlich nach unten drücken würde, überwunden. Allerdings nur nominal, denn der Markt sucht sich natürlich ein Ventil, und dies heißt Teuerung. Real also wird auf Dauer auch an den Aktienbörsen kein nennenswerter Zuwachs möglich sein. Aber wie gesagt: Für die Entwicklung der Aktien dürfte unserer Ansicht nach in den nächsten drei Jahren nicht der Dekadenzyklus, sondern eher schon die Entwicklung vor der Hyperinflation in Deutschland als „Vorbild“ dienen. Damals erreichten sie erst 1923 ihr Hoch, nominal wie real (zumindest bezogen auf den Zeitraum 1919 bis 1923). Im Übrigen erwartet Smart Investor das Hoch des Crack-up-Bullenmarktes bei den Aktien für 2012 oder gar 2013, also 89 bzw. 90 Jahre nach dem Hyperinflationshoch im Jahre 1923.

**Charttechnik**

Die Aktienbörsen haben seit dem Tief im März 2009 eine blitzsaubere Aufwärtsbewegung bis jetzt (Punkt B) hingelegt, wie Abb. 3 am Beispiel des DAX verdeutlicht. Während der letzten Monate lief es jedoch nur noch seitwärts, weswegen das Momentum (berechnet auf 250 Börsentage = 1 Jahr; unten in Abb. 3) zuletzt auch nachließ. Die große Frage, die sich Charttechniker stellen müssen: Steht nun eine Trendwende nach unten an, oder ist die Seitwärtsbewegung nur eine Korrektur auf dem weiteren Weg nach oben? Smart Investor geht davon aus, dass es sich aktuell ähnlich wie vor sechs Jahren (Punkt A) nur um eine kleine Konsolidierung auf hohem Niveau handeln könnte. Zwar halten wir es für möglich, dass diese noch einige Wochen in das nächste Jahr hineinwirken wird, allerdings sollte anschließend eine weitere Etappe des Crack-up-Booms bzw. -Bullenmarktes folgen, so wie im Chart gelb angedeutet. Wie der Momentum-Indikator weiterhin zeigt, ist die aktuelle Überkauftheit bei weitem noch nicht vergleichbar mit der Situation von vor sechs Jahren. Also auch ein Indiz dafür, dass der Markt noch sehr viel mehr „Überdehnung“ erzeugen könnte.



**Fazit Aktien**

Sowohl fundamentale (in einem CuB-Kontext) wie auch technische Gründe sprechen unserer Ansicht nach für stark steigende Aktienkurse 2010. Auch die Stimmungsanalyse deutet aus unserer Sicht auf deutlich steigende Kurse hin, wie in der Rubrik „Sentimenttechnik“ aufgezeigt wird. Die herkömmliche Zyklus spricht gegen die Fortsetzung des Bullenmarktes, allerdings gehen wir davon aus, dass diese durch das Crack-up-Umfeld außer Kraft gesetzt werden wird. Alle hiesigen Überlegungen bezüglich der weiteren Entwicklung der Aktien wurden am Beispiel des DAX geführt. Die Resultate lassen sich mehr oder weniger auf die anderen Börsen der „etablierten Märkte“ übertragen. Die sogenannten Emerging Markets dürften jedoch eine Sonderrolle spielen, weshalb Sie nachfolgend auf den Seiten 48 bis 50 dazu einige Ausführungen und auch ein Interview finden.



**Euro auf absteigendem Ast**

Wie schon in den vergangenen Ausgaben immer wieder betont (siehe v.a. 12/2009; S. 12), glauben wir, dass der Euro von seiner Konstruktion her ein Problem hat. Bisher konnten wir immer nur von einem negativen Potenzial sprechen (was uns viele Leser nicht abnehmen wollten), seit den jüngsten Zahlungsschwierigkeiten des EU-Mitglieds Griechenland dürfte unsere Einschätzung einleuchtender sein. Prompt gab der Euro gegenüber dem Dollar und anderen Währungen auch ab. Wie wird es weitergehen? Prinzipiell ist davon auszugehen, dass nach Litauen und Ungarn und nun Griechenland auch noch einige andere Länder aus dem Osten und Süden Europas pleite sind. Das Gebilde EU lässt aber keinen Bankrott eines einzelnen Teilnehmerlandes zu, weshalb zwangsläufig Länder mit „noch intakten“ Staatsfinanzen wie z.B. Deutschland zur Hilfe gezwungen sind.

Solange also der Willen besteht, einzelne schwache Mitglieder mitzuziehen, wird Europa nicht auseinanderbrechen. Allerdings wird natürlich durch solche Hilfsmaßnahmen die Verschuldung der Geberländer weiter erhöht. Dies könnte ganz konkret bedeuten, dass Finanzminister Schäuble 2010 nicht 100 Mrd. EUR, sondern womöglich deutlich mehr als Haushaltsdefizit ausweisen muss. Damit wird in Europa in noch stärkerem Maße die Geldpresse angeworfen werden, was dem Außenwert des Euro nicht zuträglich wäre. Insofern halten wir eine Euro-Schwäche während des gesamten Jahres 2010 und darüber hin-

aus für wahrscheinlich. Gegenüber dem Dollar prognostizieren wir daher einen Verfall von aktuell 1,47 auf etwa 1,25 USD/EUR (Abb. 4). In diesem Zusammenhang sei auch nochmals auf das Interview mit dem Analysten Heribert Müller verwiesen, der eine zukünftige Euro-Schwäche aufgrund der Elliott-Wellen-Analyse ableitet (S. 56).

**Die Sache mit der Inflation**

Nach wie vor hat eine Vielzahl unserer Leser Schwierigkeiten damit, sich auf absehbare Zeit eine höhere Inflation vorzustellen. Als Grund werden Überkapazitäten und Überangebote (z.B. bei Autos) genannt. Wir halten dagegen: Zwar mag dies für einige Branchen (noch) so gelten, aber in einigen anderen Branchen ziehen die Preise bereits aufgrund neuer Nachfrage an, z.B. im Immobiliensektor in einigen Regionen hierzulande, wie die „WirtschaftsWoche“ in der Titelgeschichte einer ihrer jüngsten Ausgaben herausarbeitete. Aber auch in anderen Branchen, welche eher staatlich dominiert oder protegert werden, gehen die Preise aktuell deutlich nach oben, z.B. bei (Kranken-) Versicherungen, Verkehrsdienstleistungen oder Energie.



„WirtschaftsWoche“ Nr. 49 vom 30.11.2009

Die Menschen ahnen, dass der Wert ihres Geldvermögens in einigen Jahren deutlich geringer sein wird, und deshalb sind viele jetzt bestrebt, es in Sachvermögen zu tauschen (Immobilien, Edelmetalle u.ä.). Wie sich aber immer häufiger feststellen lässt, treiben auch eher Unvermögende solche Gedankenspiele um, was dann zu Genuss-, Frust und Hamsterkäufen führt. So fällt nach Angaben von Einzelhändlern das diesjährige Weihnachtsgeschäft deutlich besser als erwartet aus. Im Übrigen verschwinden die oben beschriebenen Motive für Käufe nicht zwangsläufig, wenn sich die Zukunftsperspektiven eintrüben, z.B. in Form einer drohenden Zunahme der Arbeitslosigkeit. Im Gegenteil: Eine „Jetzt erst recht“-Stimmung dürfte sich breitmachen, wie dies in einem CuB-Szenario auch zu erwarten ist. Aus >>

Anzeige

**ARGENTUMINVEST**  
GMBH  
Edelmetallhandel

Finkenstraße 19 · 94315 Straubing  
Tel: 094 21 / 56 88 99-0  
info@argentuminvest.de  
www argentuminvest.de

**Vorankündigung:**  
**Silberseminar**  
**München**  
**März 2010**

weitere Informationen ab 4. Januar 2010  
unter [www.argentuminvest.de](http://www.argentuminvest.de)

Sicht der Österreichischen Schule ist die zukünftig höhere Teuerung auch völlig verständlich: Denn ein Zuviel an Geldmenge wird sich zwangsläufig in höheren Preisen niederschlagen. Einzig eine fallende Geldumlaufgeschwindigkeit kann diesen zwingenden Zusammenhang temporär außer Kraft setzen, wie dies nach dem Zusammenbruch von Lehman Bros. der Fall war (siehe hierzu auch die Titelgeschichte aus 12/2009). Zum Thema Inflation sei auch das Interview mit Klatsch-Reporter Michael Graeter auf S. 15 empfohlen.

**Zu den Rohstoffen**

Aus Platzgründen wird an dieser Stelle nicht explizit auf die einzelnen Rohstoffe eingegangen. Zum Gold finden Sie unsere Einschätzungen in der Edelmetalle-Rubrik auf S. 55, zum Kupfer finden Sie eine technische Einschätzung auf S. 52, welche durchaus auch für einige andere Metalle gelten könnte. Ausführlichere Abhandlungen zum Thema Rohstoffe werden wir in den nächsten Ausgaben bringen, z.B. zum Thema Energie-Rohstoffe in SI 3/2010. Prinzipiell lässt sich sagen: Tendenziell alle Rohstoffpreise dürften durch den steigenden Dollar belastet werden.

**Fazit**

Finanzminister Wolfgang Schäuble meinte kürzlich: „Die Finanzkrise wird die Welt so stark verändern wie der Fall der Mauer.“ Wir möchten ihm unumwunden recht geben. 2010 wird in die-



sem Sinne eine Fortsetzung der 2008 angestoßenen Entwicklungen bringen. Während sich in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft immer dramatischere Trends abzeichnen werden, dürfen die Aktienbörsen weiter haussieren. Diese eigentlich unlogische Feststellung wird erst klar, wenn man durch die „österreichische Brille“ guckt. Einzig die Crack-up-Boom-Theorie kann erklären, warum sich bei all den haarsträubenden Entwicklungen, mit denen wir nun Tag für Tag konfrontiert werden, die Börsen durch die Decke gehen werden. Die eingefleischten Aktien-Bären werden unserer Ansicht nach auch 2010 keine Freude haben und den Bullen ein ums andere Mal in die Falle gehen. Rechts finden Sie unsere 10 Thesen für 2010.

Ralf Flierl

Anzeige

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



Sie suchen noch das richtige Präsent für einen börsenaffinen Freund, die aktieninteressierten Großeltern oder den lieben Kollegen, der das nächste Mal auch gerne rechtzeitig wissen würde, wann und wie er sich auf fallende und steigende Märkte vorbereiten sollte? Dann verschenken Sie das Jahresabonnement von Smart Investor und wir schenken Ihnen entweder das Buch von Steve Nison, „Technische Analyse mit Candlesticks“ im Wert von 39,90 EUR, oder das Buch von John Kenneth Galbraith, „Der große Crash von 1929“ im Wert von 14,90 EUR (bitte ankreuzen, welches Buch Sie möchten).

- „Technische Analyse mit Candlesticks“
- „Der große Crash von 1929“

**Ja,** bitte senden Sie an die folgende Lieferanschrift den **Smart Investor** ab der kommenden Ausgabe für ein Jahr, 12 Ausgaben, zu. Die Rechnung in Höhe von 48,- EUR bei Lieferung innerhalb Deutschlands (60,- EUR innerhalb Europas, 80,- EUR Rest der Welt) schicken Sie bitte an meine Rechnungsanschrift. Nach einem Jahr läuft das Geschenk-Abonnement automatisch aus, es entstehen hierdurch keine weiteren Verpflichtungen.

**Versandanschrift für Abonnement:**

Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: .....

PLZ, Ort: .....

**Rechnungsanschrift und Versandanschrift für das Buch:**

Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: .....

PLZ, Ort: .....

Telefon: ..... E-Mail: .....

Ort und Datum: ..... Unterschrift: .....

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

SI 1/10

Coupon bitte einsenden an: Smart Investor Media GmbH · Hofmannstr. 7a · 81379 München · Fax-Order: +49 (0) 89-2000 339-38

## UNSERE 10 THESEN FÜR 2010

1. Die Aktienmärkte werden ihren 2009 begonnenen Bullenmarkt 2010 in fulminanter Weise fortsetzen. Dem DAX billigen wir ein Potenzial von etwa 40% auf ca. 8.000 Punkte zu. Die Börsen der Emerging Markets, allen voran China, halten wir für noch deutlich aussichtsreicher.
2. Die Umlaufrendite hierzulande dürfte per Saldo weiter auf dem jetzigen tiefen Niveau von 2,92% verharren bzw. eher noch weiter fallen. Wir glauben nicht an einen nachhaltigen Zinsanstieg 2010.
3. Die Finanzprobleme in Europa werden zunehmen. Immer mehr Länder werden sich als bankrott erweisen und müssen von den „starken“ Ländern finanziert werden.
4. 2010 wird es noch nicht zum Zusammenbruch des europäischen Währungsgefüges kommen (sondern erst später), aber die Diskussionen darüber werden deutlich zunehmen. Der Euro wird in Folge dessen kräftig an Wert verlieren und zum Dollar deutlich auf etwa 1,25 EUR/USD abgeben.
5. Die Rohstoffe/Edelmetalle werden im ersten Halbjahr 2010 tendenziell ihre Gewinne aus 2009 verdauen (in Korrekturen), ab dem zweiten Halbjahr geht es tendenziell wieder nach oben.
6. Die Konjunktur wird positiv überraschen. Aus den für Deutschland von den Ökonomen vorhergesagten 1,6% BIP-Wachstum könnten unserer Ansicht nach leicht 2,5% werden. Entsprechend positiver wird es in den Emerging Markets aussehen, z.B. gehen wir für China statt der offiziellen Wachstumsschätzung von 10% eher von 13% aus.
7. Die Inflation wird zurückkehren, aber noch nicht in allen Branchen. Per Saldo rechnen wir mit einer offiziellen Teuerungsrate von 3% in Deutschland.
8. Die Haushaltsdefizite werden weiter explodieren. Statt der geplanten 100 Mrd. EUR in Deutschland im Jahr 2010 werden es am Ende eher 130 Mrd. EUR sein. Damit einhergehen werden weitere Verstaatlichungen z.B. von Banken und Versicherungen. Kurzum: Der Weg in die Staatswirtschaft wird weiter beschritten werden.
9. Soziale Unruhen wie sie teils in anderen europäischen Ländern (jüngst erst in Griechenland) vorkamen, werden auch in Deutschland immer öfter auftreten. Das Banker- und Manager-Bashing wird zunehmen, auch Fälle von Boss-Napping werden in Deutschland vorkommen.
10. Die geopolitischen Spannungen werden in der zweiten Jahreshälfte deutlich zunehmen (Stichworte Iran und Pakistan). Der Friedensnobelpreisträger Barack Obama wird seiner Auszeichnung weiterhin nicht gerecht werden. ■



## SENTIMENTTECHNIK

# Jahresend-Prognosen der Banken

## Null Übermut feststellbar

Es ist ein beliebtes Spiel zum Jahresende hin, Prognosen für Entwicklungen der Märkte von den verschiedenen Banken einzuholen. Wir bezeichnen dies deshalb als Spiel, weil diese Einschätzungen bzw. die Durchschnitte daraus regelmäßig daneben liegen. Dennoch geben diese Institute damit Informationen preis, die wir in der Sentimentanalyse durchaus nutzen können. Nämlich derart, wo diese Banken DAX, Dollar und BIP gerne in 12 Monaten sehen würden. Gemäß dem Contrary-Opinion-Denken wäre dies sozusagen das Negativbild dessen, was dann tatsächlich an den Börsen passieren wird. Denn nur das kann passieren, was von der Mehrheit der Marktteilnehmer noch nicht in das eigene Portfolio eingeplant wurde.



„Euro am Sonntag“ Nr. 50 vom 12. Dezember 2009

Die Banken gehen gemäß einer Umfrage der „Euro am Sonntag“ für den DAX im Durchschnitt von einer Steigerung auf 6.366 Punkte bis zum 31.12.2009 aus. Dies entspricht, ausgehend vom jetzigen Stand von rund 5.800 Punkten, einem Zuwachs von ziemlich genau 10%. Ist daran Euphorie festzumachen? Wohl kaum, denn bedenken wir: Der DAX hat seit Anfang 2009 über 20% und seit dem Tief im März über 50% zugelegt. Jetzt von einer Steigerung von nur 10% auszugehen, ist alles andere als übermütig. Vielmehr scheint das Szenario eines stark steigenden Aktienmarktes so gar nicht auf der Agenda der meisten Analysten zu stehen. Im Kontext unseres „Großen Bildes“ unterstreicht daher das Analystensentiment unsere bullische Sicht für den Kapitalmarkt 2010. ■

Ralf Flierl

# Emerging Markets 2010/2011

*Paradigmenwechsel läuft auf vollen Touren – Emergency Markets, das war einmal*

Es war wie ein Zeichen, ein kleines nur, aber immerhin. Anthony Bolton, derjenige Fondsmanager, der den Fidelity European Growth einstmals mit zum schwersten Aktienfonds der Welt gemacht hat und daraufhin zurücktrat, kehrt zurück als Lenker eines China-Fonds. Bolton will offensichtlich vor Ort sein, wenn das asiatische Jahrzehnt beginnt.

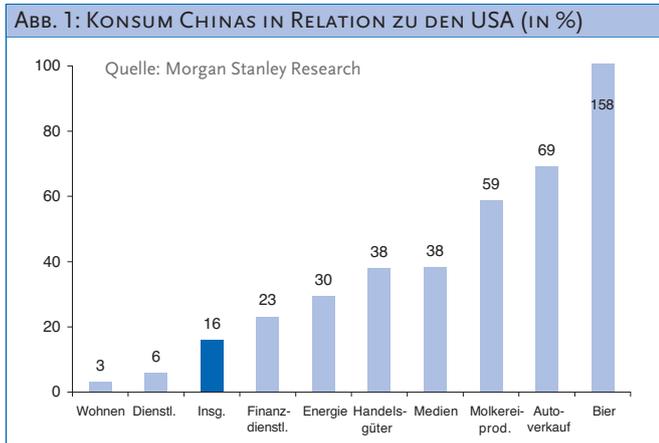
### China gibt den Takt vor

Nach der rasanten Rally seit Oktober 2008, die teilweise dreistellige Kurszuwächse produzierte, sind manche Börsen heiß gelaufen. Entsprechend kommt die derzeitige Abkühlung gerade recht. Das Wachstumsmodell der Emerging Markets (=EMs) scheint gerade nach den aggressiven Stimulationsprogrammen im Reich der Mitte immer mehr sino-zentriert zu sein. Aber das muss kein Nachteil sein, denn der Westen lebte jahrzehntelang von der Dynamik der Amerikaner und der dortigen Konsumfreude. Jetzt sieht es danach aus, als könne China in die Bresche springen. Übrigens: Das monatliche Konsumvolumen für alltägliche Gebrauchsgüter der Chinesen legte nach Analysen von Eric Le Croz vom französischen Vermögensverwalter Carmignac Investissement zwischen November 2007 und heute von 110 auf 150 Mrd. USD zu, während in den USA der Verbrauch von 380 auf 345 Mrd. USD pro Monat zurückging (s. auch Abb. 1). Der Zuwachs Chinas übertraf also bereits die Schrumpfung in den USA.

### Volatilität voraus

Wie steht es nun um China, welche Entwicklungen sind für 2010 zu erwarten? Zunächst dürfte die Geldpolitik gestrafft, die Überschussliquidität also ein wenig abgeschöpft werden. Banken werden bereits aufgefordert, Kredite weniger hastig zu vergeben. 2009 wurden in China Kredite im Volumen 1,47 Bio. USD vergeben, 2010 sollen es Schätzungen zufolge noch 1,03 bis 1,16 Bio. USD

ABB. 1: KONSUM CHINAS IN RELATION ZU DEN USA (IN %)



Auch 2010 will China weiter hoch hinaus, und dürfte dabei wieder einen Schritt vorankommen. Im Bild das Shanghai World Financial Center, das im kommenden Jahr vielleicht einmal mehr ins Zentrum des Börsengeschehens rücken dürfte.



sein. China wird diesbezüglich aber auf ein Signal aus den USA warten. Solange dort die Wirtschaft nicht in Tritt kommt, wird China auf dem Gaspedal bleiben. Je länger dies anhält, desto wahrscheinlicher wird eine konjunkturelle Überhitzung. Allerdings ist Überhitzung nicht gleich Ende der Fahnenstange, und schon gar nicht am chinesischen Immobilienmarkt. Der Hauspreis-Index der 70 wichtigsten Städte im Reich der Mitte hat auf Jahresbasis nur um 2 bis 4% zugelegt, einzig Peking zeigt mit Zuwächsen von bis zu 40% in Spitzenlagen Aufregtheiten an. Der Faktor Überschussliquidität ist auch für den Aktienmarkt ein Risikofaktor, 2010 dürfte ein

TAB. 1: BEWERTUNGEN EMs	
KGV (KURS-/GEWINN-VERH.)	18,9
KBV (KURS-/BUCHWERT-VERH.)	2,1
KCV (KURS-/CASHFLOW-VERH.)	10,3
KGV REL. ZU ENTW. MÄRKTEN	0,75
KBV REL. ZU ENTW. MÄRKTEN	1,12
KCV REL. ZU ENTW. MÄRKTEN	1,08
ANTEIL WELT-BEVÖLKERUNG	82%
ANTEIL WELT-LANDMASSE	61%
ANTEIL WELT-MCAP*	49%

\*) kaufkraftbereinigt; Quelle: Keppler Asset Management, Smart Investor Research

Jahr deutlich höherer Volatilität werden. Losgelöst davon rückt in Asien wirtschaftliche Expansion wieder in den Vordergrund. Das Verbrauchervertrauen hat sich Angaben der Dekabank zufolge in Ländern wie Südkorea bereits wieder auf Vorkrisenniveau stabilisiert. Für die Dekabank wird Asien weitestgehend nahe seinem Potenzialpfad wachsen, und dieser liegt nun mal jenseits von 4%.

TAB. 2: MAKRODATEN EINZELNER EMERGING MARKETS						
LAND	TEUERUNG		TEUERUNG		MSCI EMS GEWICHT	LEITZINS AKT.
	2009E	2009E	2010E	2010E		
BRASIL IEN	-0,5	4,2	3,5	4,5	15,2	8,75
CHILE	-1,4	0,4	3,8	2,1	1,3	0,50
CHINA	9,1	-0,6	10,2	2,8	18,3	5,30
INDIEN	5,5	10,1	7,8	6,4	7,4	11,00
ISRAEL	0,2	3,3	2,7	2,9	2,7	1,30
POLEN	-7,8	2,7	2,8	2,7	0,2	3,50
RUSSLAND	-8,5	12,2	4,2	10,5	6,1	7,50
SÜDAFRIKA	-1,8	7,2	2,7	5,9	7,3	7,00
SÜDKOREA	-0,5	2,8	4,6	3,3	13,6	3,25
TAIWAN	-6,2	-1,1	2,2	0,5	11,6	1,50
THAILAND	-3,5	-1,2	4,3	4,3	1,3	6,10
TSSCHECHIEN	-4,5	1,3	2,1	1,7	0,5	1,25
UNGARN	-6,4	4,7	0,7	4,6	0,6	7,00

Quelle: Morgan Stanley Research, Smart Investor Research

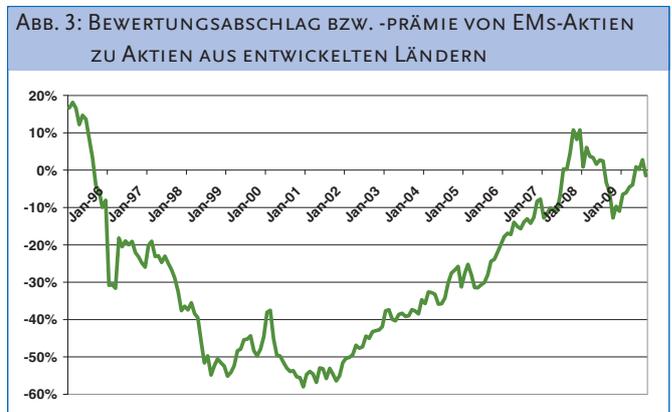
### Osteuropa ist ökonomisch geteilt

Anders das Bild in Osteuropa (s. auch Smart Investor 12/2009). Hier wirken vor allem die starke Verschuldung des privaten Verbrauchers und auch die mit wenig Spielraum ausgestattete fiskalische Situation einer raschen Erholung entgegen. Während Russland, Tschechien, Litauen, Polen und die Slowakei wachsen dürften, fahren zum Beispiel Ungarn und Estland einen rigiden Sparkurs. Meist ist der Export aufgrund der Schwäche der EU, wohin die meisten Güter Osteuropas nun mal gehen, auch kein richtiger Wachstumstreiber mehr. Es werden damit nur Länder mit einer robusten Binnenkonjunktur auf den Expansionspfad zurückfinden. Russland ist zudem unter allen EMs der größte Profiteur hoher Ölpreise, während Taiwan hier am meisten leiden würde (s. Abb. 2). Polen wiederum gilt als ökonomisch am stabilsten in Osteuropa, wodurch dem polnischen Aktienmarkt eine gewisse Vertrauensprämie gewährt wird, weil das Land nicht kollabierte wie etwa die Ukraine. Dennoch könnte die Börse der Ukraine nach den Präsidentschaftswahlen im Januar 2010 eine Art Erleichterungsrally vollführen, wie eigentlich immer nach Wahlen.

### Bewertungsprämie wird aufgebaut

Im Allgemeinen haben sich in den EMs immer nach Wirtschaftskrisen zudem einige Branchen kurz vor der ersten Zins-

anhebung der US-Notenbank FED besonders hervor getan. Bis zum ersten Anheben der US-Zinsen entwickelten sich Industrie- und Finanzwerte überproportional, anschließend schwenkte dies um zu Energie-, Konsum- und Versorgeraktien. Diese Sektorrotation könnte nach Analysen von Morgan Stanley diesmal früher erfolgen, weil sich in den EMs auch die Notenbankpolitik vielleicht von jener in den USA abkoppelt. Smart Investor hält dies für möglich, würde sich aber der These anschließen, Asien warte auf China, und China warte auf ein Signal aus den USA. Ungeachtet dessen dürfte weiteres „Macro Money“, also nach makroökonomischen Rahmendaten angelegtes Investmentkapital, in die EMs strömen (s. auch Interview mit Fondsmanager David Halpert auf S. 50). Kaufkraftbereinigt haben die EMs bereits einen Anteil von knapp 50% der weltweiten Marktkapitalisierung. Dieser Anteil dürfte sich fortwährend ausweiten, insbesondere nach der einen oder anderen, teilweise durchaus



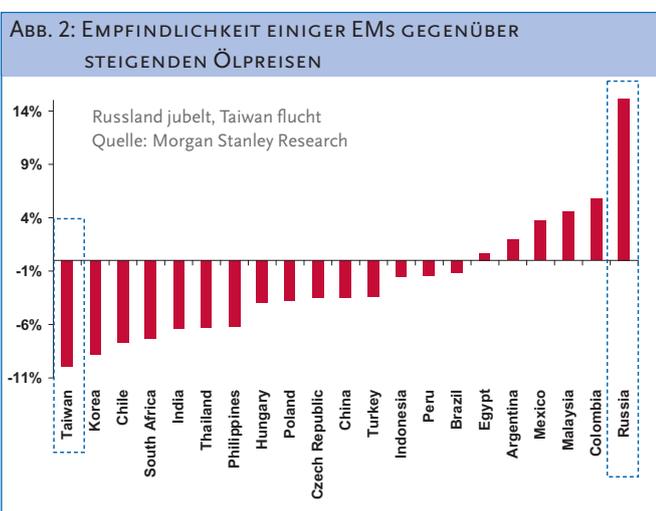
Quelle: Thomson Datastream, ING

heftigen Korrektur. Damit einhergehend könnte ab 2010 der Aufbau einer Bewertungsprämie der EM-Börsen zu den Industrieaktienmärkten beginnen. In den letzten zehn Jahren wurden die Bewertungsabschläge zwischen beiden Blöcken jedenfalls egalisiert. Aktien aus den EMs sind jedenfalls nicht mehr per se billiger als in den etablierten Märkten (s. Abb. 3). Zu den Bewertungen allgemein sagt Fondsmanager Michael Keppler von Keppler Asset Management: „Nach unseren Analysen sind die EMs eher zu tief gefallen, seither aber nicht notwendigerweise zu stark gestiegen. Vielleicht ist der breite Markt jetzt auch zu teuer, daher wird die Selektion von Einzelmärkten und -titeln in den kommenden Jahren wieder einen höheren Stellenwert bekommen.“

### Fazit

Die Zeiten der Emergency Markets sind vorüber. Denn eines steht fest: Die Entscheidungsträger in den EMs haben aus den 90ern, dem Krisenjahrzehnt mit Tequila-, Russland- und Asienkrise, ihre Lehren gezogen. 2010 dürfte sich dieses Bild weiter verfestigen. Überraschungen zumindest dürften eher aus dem Fernen Osten und Lateinamerika kommen. Manche Börsen haben mittlerweile einen Bewertungsaufschlag verdient und sind damit prädestiniert, Gewinner eines Crack-up-Boom-Szenarios zu werden.

Tobias Karow



# „Brasilien hat den Schwenk geschafft“

*David Halpert, amerikanischer Fondsmanager des HVM Prince Emerging Markets, erörtert im Gespräch mit Smart Investor, warum er Investments in Emerging Markets grundsätzlich bevorzugt.*

**Smart Investor:** Mr. Halpert, sehen wir derzeit einen Paradigmenwechsel in den Emerging Markets, können sich deren Volkswirtschaften also abkoppeln?

**Halpert:** Die Volkswirtschaften in den Schwellenländern haben sich bereits abgekoppelt, daran besteht überhaupt kein Zweifel. Wichtig dabei ist, dass der konjunkturelle Zyklus in den Ländern sich jeweils in einem anderen Stadium befindet. Einige Emerging Markets haben auch fürchterliche Rezessionen gehabt, vor allem jene, die stark auf den Export gesetzt haben. Dort wo das Wachstum stärker binnenorientiert ist, haben wir meist nur eine Abkühlung gesehen. Es gibt einfach Länder, die sind 2008 und 2009 gewachsen und werden auch 2010 wachsen, selbst wenn in den USA ein Double-Dip passiert. China, Indien, Indonesien und Vietnam lassen sich so charakterisieren. Deren Wachstum hört auch nicht über Nacht auf. Allerdings, und das muss ich deutlich betonen, haben sich die Finanzmärkte nicht abgekoppelt und hängen an den westlichen Börsen.

**Smart Investor:** Was sind die Wachstumstreiber in den vier genannten Ländern?

**Halpert:** Alle vier sind immer noch unterentwickelte Volkswirtschaften, wenngleich China hier schon ein gutes Stück vorangeht. Ein Treiber ist die Wanderung der Bevölkerung vom Land in die Städte, ein anderer das veränderte Konsumverhalten. Zum Beispiel kaufen sich viele Vietnamesen statt eines Fahrrades jetzt ein Moped, das ist ein enormer Fortschritt für das Land. Die Menschen dort schieben das Wachstum in der Breite an, das ist ganz anders als in Dubai zum Beispiel. In meinen Augen ist Technologie gerade für die Emerging Markets ein entscheidenderer Wachstumsfaktor. Mobilfunk zum Beispiel erlaubt es einer ganzen Generation, überhaupt am Wachstum zu partizipieren. Bauern in Indonesien waren vor zehn Jahren noch kein Teil der globalen Wirtschaft, heute sind sie es. Das allein bedeutet ein paar Prozentpunkte Wachstum in diesen Ländern. Vor allem aber sind die Emerging Markets fiskalisch in einer besseren Position, Überschüsse sind jedenfalls die Regel.

**Smart Investor:** Schaut man sich jetzt frühere Krisenherde wie Brasilien an, dann scheinen diese vor Prosperität nur so zu strotzen?

**Halpert:** Brasilien war ein Land, in dem früher eine enorme Inflation herrschte. Die Inflation verschwand, als die Regierung aufhörte, blindlings Geld zu drucken. Im Zuge einer verantwortungsvollen Budgetpolitik wandelte sich Brasilien von einem chronischen Defizit- zu einem Überschussland. Brasilien hat den Schwenk geschafft. Das wiederum ließ die Zinsen sinken, was Impulse etwa im Hypotheken- und Automarkt mit sich brachte. Die Menschen bekamen überhaupt erst Zugang zu Krediten. Dazu ist das Land reich an Rohstoffen, was es wiederum verwundbar macht, sollten die

Preise hier wieder mal korrigieren. Das kann 2010 durchaus passieren, aber ungeachtet dessen sind die Fundamentaldaten Brasiliens sehr robust.

**Smart Investor:** Um einen Punkt nochmals aufzugreifen: Ist das kommende Jahrzehnt ein Krisenjahrzehnt für die westliche Welt? Immerhin drückt diese fleißig Geld ...

**Halpert:** Die 2010er Jahre werden kein Krisenjahrzehnt für die Emerging Markets sein, im Gegenteil. Fundamental sind diese Volkswirtschaften gesünder als jene im Westen. Freilich wird es Korrekturen geben, und in dem Maße, wie es im Westen holpriger wird, dürfte es an den Emerging Markets-Börsen deutlich volatiliter werden.

**Smart Investor:** Erwartet die Welt nicht eigentlich zu viel von China?

**Halpert:** Also diese Frage verstehe ich nicht richtig. China ist immer noch wirtschaftlich zu klein und die Weltwirtschaft zu groß, als dass das Reich der Mitte allein Motor der Weltwirtschaft sein kann. Aber wenn Sie mich fragen, ob China zum Beispiel die Rohstoffpreise durch seinen Bedarf weiter treiben wird, dann heißt es ganz klar Ja. Sind chinesische Aktien teuer? Da muss ich sagen, teilweise ja, teilweise nein. Insgesamt wirken auf mich andere Aktienmärkte weniger im Fokus der Anleger stehend. Deshalb ziehe ich Indien, Indonesien oder auch die Philippinen vor. Oder Vietnam. Dort wird jetzt angefangen, reformfreudiger zu werden, das hebt das Potenzialwachstum ganz erheblich an.

**Smart Investor:** Aber ist das nicht weitgehend bekannt?

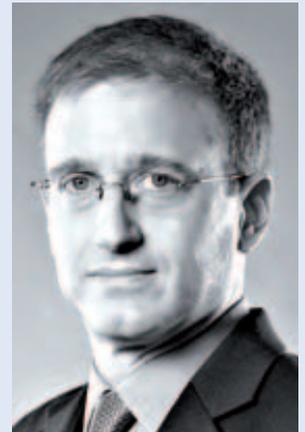
**Halpert:** Die amerikanischen Pensionskassen haben nur 0,8% ihrer Mittel in Emerging Markets investiert, also 99,2% woanders. Wer ist hier also überinvestiert? Und risikolos ist ein Investment im Westen nicht, etwa in Japan. Das Land hat 200% Schulden im Verhältnis zum BIP und eine dauerhaft schwächelnde Konjunktur. Das ist kein gutes Investment mehr.

**Smart Investor:** Das ist bestimmt richtig, aber die meisten Deutschen würden Ihnen da nicht zustimmen. Das ist das Problem.

**Halpert:** Nein, das ist nicht das Problem, das ist die Gelegenheit.

**Smart Investor:** In der Tat. Vielen Dank für das Gespräch. ■

*Interview: Tobias Karow*



David Halpert

# Ist Euroland angebrannt?

## Der Euro im Vergleich zu indischer Rupie und zur türkischen Lira

Wie bereits im „Großen Bild“ beschrieben, dürfte die EU im kommenden Jahr vermehrt Probleme mit einigen ihrer Mitglieder bekommen, Stichwort Griechenland. Insofern sehen wir also einen steigenden Dollar gegenüber dem Euro explizit nicht als Dollar-Stärke, sondern als Euro-Schwäche. Sollten wir mit dieser Einschätzung richtig liegen, so müssten sich auch in Relationen des Euro zu anderen wichtigen Währungen deutliche Spuren von Trendumkehrungen zeigen.

### Indische Rupie

Die chinesische Währung wäre zwar ein solch wichtiger Vergleichsmaßstab, allerdings ist der Renminbi an den Dollar gekoppelt, weshalb die Chartanalyse des Renminbi versus Euro keine zusätzlichen Erkenntnisse bringen kann.

ABB. 1: INDISCHE RUPIE



Also versuchen wir uns an dem zweitgrößten Entwicklungsland der Welt, nämlich an Indien. Die indische Rupie verlor in den letzten Jahren stetig gegenüber dem Euro. Im Herbst 2009 wurde sogar die wichtige Unterstützung von 1,45 EUR/INR nach unten durchbrochen (untere waagerechte grüne Linie). Allerdings nur für wenige Wochen, denn vor Kurzem wurde dieses wichtige charttechnische Bollwerk wieder nach oben durchstoßen. Damit einher ging der Ausbruch aus einer markanten abwärtsgerichteten Keilformation, welche auch als „Bullischer Keil“ bezeichnet wird (rote Linien). Charttechnisch schreitet diese Konstellation geradezu nach einer rapide ansteigenden Rupie gegenüber dem Euro. Erst die Marke von 1,67 EUR je 100 INR dürfte eine wirkliche Bremse für die indische Währung darstellen, womit sich das naheliegende Aufwärtspotenzial des Euro auf zunächst etwa 13% beläuft.

ABB. 2: TÜRKISCHE LIRA



### Türkische Lira

Eine andere Währung, deren Betrachtung wir aufgrund der „EU-Phantasie“ interessant finden, ist die türkische Lira. Auch hier lässt sich ein seit Jahren stetiger Abwärtstrend beobachten. Und auch steht zu vermuten, dass mit dem Test der unteren Trendkanalbegrenzung von nun ab die Richtung nach oben eingeschlagen wird.

### Fazit

Der Euro sieht derzeit gegenüber vielen Währungen abwertungsbedürftig aus. Wir sehen darin eine Bestätigung unserer These für eine zukünftige Euro-Schwäche. Und weiterhin lässt sich daraus ableiten, dass die Probleme innerhalb des Euro-Gefüges in den kommenden Monaten zunehmen werden.

Ralf Flierl



Das Taj Mahal in Indien  
Foto: India Tourist Office Frankfurt

# Kupferpreis vor Preisschwäche

Gastbeitrag von Alexander Hirsekorn ([www.wellenreiter-invest.de](http://www.wellenreiter-invest.de))



Foto: Norddeutsche Affinerie

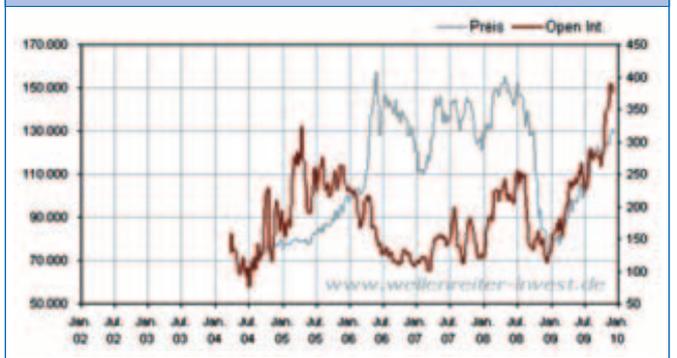
Innerhalb des Rohstoffsektors hat Kupfer eine besondere Rolle. „Dr. Copper“ gilt als frühzeitiger Inflationsindikator und als Konjunkturbarometer. Mit einem Blick auf den Kursverlauf von 2008 und 2009 ist nach dem extrem starken Kursrückgang seit Februar 2009 ein starker Kursanstieg erkennbar, der das Gros der vorangegangenen Verluste wieder aufgeholt hat. Insofern stellt sich die Frage, ob der Kupferpreis in den kommenden Monaten die Kraft haben wird, auf neue Bewegungshochs anzusteigen, oder ob der Bewegung unterhalb der 2008er Hochs die Luft ausgehen wird. Die fundamentale Erholung ist aufgrund der staatlichen Maßnahmenpakete stark, aber beim Blick auf eine Vielzahl von Konjunkturindikatoren nicht so stark, wie es die Entwicklung des Kupferpreises suggeriert. Wie wird nun die Lücke zwischen den Indikatoren und der Entwicklung des Kupferpreises geschlossen werden?

## Extrem starke Spekulation deutet auf eine Übertreibung auf der Oberseite hin

Bei der Beantwortung dieser Frage ist ein Blick auf die Preisentwicklung am Terminmarkt hilfreich. Im CoT-Report vom 14.12.2009 besitzen die Commercials eine Netto-Short-Positionierung von 14.198 Kontrakten, dies stellt ein neues historisches Extrem dar.

Auch beim Blick auf die „neuen“ Daten ergibt sich eine extreme Positionierung. Die Produzenten haben ihre Absicherungen ab Anfang Oktober massiv ausgebaut, das „Managed Money“ erreicht ein Niveau bei der Netto-Long-Positionierung, welches Anfang Oktober 2007 sowie im April und Juli 2008 zu beobachten war. Hier bildeten sich jeweils Preishochs bei Kupfer. Inso-

ABB. 2: KUPFERPREIS VS. OPEN INTEREST



fern erscheint momentan das Maximum bei der spekulativen Positionierung erreicht zu sein, so dass fallende Kurse zu erwarten sind, da sich das Kaufpotenzial der Trendfolger erschöpft hat.

Die starke spekulative Neigung der Investoren zeigt sich auch in der Entwicklung des Open Interest (offenes Interesse) bei Kupfer. Dessen Anstieg ist zunächst eine Bestätigung für den Aufwärtstrend, zuletzt erfolgte aber ein extrem starker Sprung, der korrekturbedürftig ist. Insofern zeigt auch der sehr steile Anstieg des Interesses an Kupfer eine starke spekulative Neigung am Terminmarkt.

## Fazit

Der Kupferpreis zeigt eine starke spekulative Schlagseite an, auch bei diesem Rohstoff (siehe auch Ausführungen in der Dezemberausgabe zu Erdöl) dürfte der Prozess des Luftablassens beginnen. Der jüngste Anstieg seit Oktober führte zu einer Übertreibung, so dass der Kupferpreis „zu weit“ vorausgelaufen ist.

**HINWEIS:** In dieser Rubrik kommt ein Gastautor zu Wort. Die vorgestellte Analyse stimmt nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

ABB. 1: KUPFERPREIS UND INVESTORENGRUPPEN



Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag Mittag kostenlos auf [www.wellenreiter-invest.de/cot.html](http://www.wellenreiter-invest.de/cot.html) abgerufen werden. Der Einführungsartikel zur CoT-Rubrik findet sich in Smart Investor 12/2004 bzw. unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) (Rubrik „Hintergrund“: Beitrag „Den Insidern über die Schulter geschaut“ vom 28.12.2004)

# Positive Signale weiterhin klar in der Mehrheit

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale, [www.boersensignale.de](http://www.boersensignale.de)

Die Furcht vor einer Zahlungsunfähigkeit von Dubai und Griechenland sowie Misstrauen gegenüber der Zahlungsfähigkeit Italiens und Spaniens hielt im Dezember die Aktienmärkte von einem kräftigen Jahresschlussanstieg ab. Nicht Inflations-, sondern Deflationsängste waren es, die für Aufregung sorgten. Deflation bedeutet Zahlungsunfähigkeit, in diesem Fall ganzer Staaten, verbunden mit Preisverfall und hoher Arbeitslosigkeit. Doch haben sich die Märkte bald wieder beruhigt, und die wieder sinkenden Ölpreise und der festere Dollar können ja nur von Vorteil sein. Jedenfalls hat es sich im Jahr 2009 bewährt, strikt den Intermarket-Indikatoren zu vertrauen und damit auf steigende Aktienmärkte zu setzen. Auch zur Jahreswende sind die positiven Signale immer noch klar in der Mehrheit, wie die folgende Aufstellung zeigt:

**Zinsstruktur: Positiv!** Die Anleihezinsen liegen im gleitenden Durchschnitt klar über den Geldmarktzinsen, mit weiterhin steigender Tendenz. Denn die Zentralbanken halten die Leitzinsen niedrig und versorgen die Märkte mit Liquidität.

**Index-Trend-Methode (Nasdaq-DowUtility-DAX): Positiv!** Bis Ende Januar 2010 wird dieser Indikator erst drehen, wenn der Nasdaq Composite Index (Mitte Dezember bei 2.195) unter 1.900 Punkte fällt.

**Anleihezinsen: Positiv!** Dieser Indikator fällt erst ins Minus, wenn die deutsche Umlaufrendite ein neues 39-Wochen-Hoch meldet.

Bis Anfang März 2010 gilt dabei, dass sie dazu auf über 3,35% steigen muss; notiert sie darunter, steht kein Signalwechsel an. Momentan steht die Umlaufrendite bei 2,86%.

**Ölpreis: Positiv!** Der Ölpreis (bei Redaktionsschluss bei 73,60 USD) ist gesunken und liegt im kurzfristigen Abwärtstrend. Für ein erneutes Warnsignal müsste er an einem Wochenschluss bei 78 USD oder höher liegen.

**CRB-Index: Negativ!** Die Rohstoffpreise notieren deutlich höher als vor zwölf Monaten. Doch ist dies auch auf den starken Preisverfall von Oktober bis Dezember 2008 zurückzuführen.

**US-Dollar/Euro: Negativ!** Der US-Dollar hat zwar erfreulicherweise wieder zulegen können, dennoch hat es für einen positiven Signalwechsel dieses Indikators nicht gereicht. Für ein positives Signal müsste der Euro noch auf 1,45 USD sinken.

**Saisonfaktor 16 Wochen: Positiv!** Bis einschließlich Mai 2010 wird dieser Indikator im Plus stehen. Wintermonate sind im Allgemeinen Hausse-Monate für Aktien.

### Fazit

Zinsstruktur klar positiv, Index-Trend klar positiv, restliche fünf Indikatoren mit 3:2 jetzt ebenfalls knapp positiv. Ich empfehle, weiterhin in Aktien voll investiert zu bleiben. ■

Anzeige

**eigentlich frei**

**Sprachpolizei und Diskriminierungspolitik**  
Über „Political Correctness“ und „Affirmative Action“

Der totale Mami-Staat  
Und seine Eigenheiten

In der Krise wählen wir anders  
Neulösung im Europadeckel

Die andere grüne Revolution  
Hinterfragt unsere Chancen im Deal

Blick durchs Schlüsselloch  
Schnelldurchlauf: Wähler für Neuwahlen

## Alle sind sozialdemokratisch...

Eigentum – das ist der Schlüssel zur Freiheit. **ef** tritt für Eigentum und Freiheit ein, wo andere der sozialdemokratischen Versuchung oft genug nicht widerstehen können. Die reale Staatsquote – inklusive versteckter Steuern und Abgaben wie GEZ oder IHK sowie Monopolkosten für Steuerberater oder Schornsteinfeger – hat längst 70 Prozent überschritten. Zum Vergleich: In der Sowjetunion betrug die reale Staatsquote am Ende etwa 85 Prozent – 15 Prozent Markt in Nischen sorgten dafür, dass die Menschen nicht verhungerten. Wir sind

**eigentlich frei**

**Heldent!**

Die andere grüne Revolution  
Hinterfragt unsere Chancen im Deal

Blick durchs Schlüsselloch  
Schnelldurchlauf: Wähler für Neuwahlen

auf dem besten Wege in den totalitären Sozialismus. Skurrilerweise wird uns dabei täglich ein Gespenst des „Neoliberalismus“ an die Wand gemalt, das allenfalls in den Köpfen der Staatsverdienerklasse existiert. Politiker und Bürokraten leben gut von der Ausbeutung der Nettosteuerzahler.

**eigentlich frei** ist Wegweiser der konservativen, liberalen und libertären Gegenwehr. **ef** informiert und unterhält den ehrlich arbeitenden Bürger.

**eigentlich frei**

**Autonomie und Weiblichkeit**

Die andere grüne Revolution  
Hinterfragt unsere Chancen im Deal

Blick durchs Schlüsselloch  
Schnelldurchlauf: Wähler für Neuwahlen



**Mehr netto.  
Mehr Charakter.**  
eigentlich frei

## Alle? Ich nicht!

Senden Sie mir bitte ein **unverbindliches Schnupperabo** über vier Ausgaben (20 Euro frei Haus Inland, ins Ausland 30 Euro.) Frei heißt fair: Das Probeabo ist auf diese vier Ausgaben begrenzt und verlängert sich nicht automatisch. Wir fragen Sie nach dem Schnupperabo, ob Sie weiter beziehen möchten.

Name, Vorname \_\_\_\_\_

Straße \_\_\_\_\_

PLZ Ort \_\_\_\_\_

Email \_\_\_\_\_

Bitte einsenden an:  
Lichtschlag Medien und Werbung KG, Zeitschrift **eigentlich frei**, Malvenweg 24, 41516 Grevenbroich, Fax: 0 21 82 / 570 40 41.

Oder bestellen Sie im Internet:  
**ef-magazin.de/web1**

# Jahresendrally mit Timingproblemen

## Sonderentwicklungen in der Vorweihnachtszeit

### „Grüne Technologie“ im Aufwind

Einer der größten Gewinner unserer feiertagsbedingt verkürzten Berichtsperiode war der TecDAX, der acht Ränge gutmachte und auf Platz 2 landete. Angesichts des gar nicht so CO<sub>2</sub>-neutralen Klima-Spektakels in Kopenhagen und eines Medienrummels, vor dem sich selbst die Schweinegrippe schmolldend zurückzog, kann es nicht verwundern, dass fast alles, was nur irgendwie „grün“ aussieht, im Aufwind war. Sollte trotz Geschenken, Bestechungsversuchen und Drohungen im Lande des Märchenerzählers Hans Christian Andersen keine Einigung unter den „Rettern der Erde“ erzielt werden, dann könnte sich der Boom als kurzlebig erweisen – Überkapazitäten und Preisdruck sind bei Solar & Co. nicht über Nacht verschwunden, nur weil die Politik heiße Luft produziert.

willkommene Entschuldigung für Kaufunwillige diente, bleibt offen, ist aber letztlich auch nicht relevant. Tatsache ist, die Zeit für eine echte Jahresendrally, oder zumindest etwas Window Dressing, wird knapp.

### Gold im Wechselbad

Beim Gold kam es nach einem kurzfristigen kräftigen Überschießen zu den erwarteten Abverkäufen, begleitet vom „hämischen Mitgefühl“ des Mainstreams und Kurszielen, die deutlich unter den aktuellen Niveaus liegen. Erst wenn diese erreicht seien, könne man es wagen, hier ein wenig mitzuspielen. In unserem Universum heißt das zunächst Rang 8 – unverändert.

Ralph Malisch

### Aufwärtstrends lustlos intakt

Da passt es gut, dass auch das Rohöl, in der Rolle des unverbesserlichen Klima-Schurken, ordentlich abgestraft wurde und mit einem Minus von acht Rängen die rote Laterne des Letztplatzierten erhielt. Ansonsten sind die Aufwärtstrends in Landeswährung weiter intakt (Spalte „GD Halbjahr Steig.%“). Die übergekauften Zustände haben sich im Durchschnitt weiter abgebaut, was sich insbesondere an den kurzfristigen Lageparametern ablesen lässt (Spalte „Lage Kurs 4 Wo“). Vor dem Hintergrund der allgemein erwarteten Jahresendrally, in der Kursziele bereits als „sicher“ kolportiert wurden, ist die Entwicklung bislang allerdings enttäuschend. Ob dies allein dem „Dubai-Schock“ geschuldet ist, oder ob dieser lediglich als

RELATIVE-STÄRKE-RANGLISTE: LÄNDER-INDIZES UND ROHSTOFFE AUS SICHT EINES EUROPÄISCHEN INVESTORS								AUSGEWÄHLTE TECHNISCHE INDIKATOREN IN LANDESWÄHRUNG						
INDEX	LAND	RELATIVE STÄRKE ZUM							LAGE KURS			GD HALBJAHR		VOLA REL.
		11.12.	20.11.	23.10.	18.9.	21.8.	17.7.	4 Wo	6 Mo	3 JHR	STEIG.%	ABST.%		
SHENZHEN A	CHINA	1	5	21	24	22	2	71	90	68	+0,22	+15,8	1,0	
TECDAX	D	2	10	6	3	5	5	72	90	62	+0,17	+13,6	0,7	
MERVAL	ARG	3	1	1	1	1	1	14	80	88	+0,22	+13,2	0,7	
PTX	POLEN	4	2	3	7	2	10	8	76	38	+0,22	+12,8	0,7	
RTX	RUS	5	3	2	8	16	17	5	71	40	+0,12	+12,0	0,6	
HUI *	USA	6	4	16	12	23	22	3	61	79	+0,15	+11,6	0,8	
ALL ORD.	AUS	7	6	4	4	6	8	24	77	40	+0,10	+4,9	0,8	
GOLD		8	8	24	25	26	25	18	71	85	+0,13	+11,0	1,1	
SENSEX	INDIEN	9	12	11	9	10	3	42	88	66	+0,10	+8,0	0,4	
SILBER		10	7	8	14	25	26	10	75	72	+0,12	+10,7	0,9	
DJIA 30	USA	11	16	23	22	21	23	79	96	51	+0,14	+10,4	0,4	
KOSPI	KOREA	12	15	19	10	9	11	92	79	60	+0,12	+5,9	0,9	
MDAX	D	13	11	5	2	3	12	42	82	43	+0,15	+8,6	0,8	
NASDAQ 100	USA	14	22	20	19	17	14	38	92	62	+0,14	+8,7	0,5	
S&P 500	USA	15	23	22	20	19	20	54	91	47	+0,12	+8,4	0,4	
S.E.T.	THAI	16	24	17	5	8	6	56	70	59	+0,13	+6,0	1,0	
H SHARES	CHINA	17	9	9	18	18	4	34	73	50	+0,12	+7,4	0,8	
DAX	D	18	19	15	13	12	15	42	87	46	+0,10	+6,5	0,7	
CAC 40	F	19	21	13	11	14	19	47	86	35	+0,10	+6,4	0,8	
SMI	CH	20	20	14	15	11	18	44	89	46	+0,11	+6,1	0,8	
FTSE 100	GB	21	17	18	17	13	16	24	87	53	+0,13	+8,0	0,8	
HANG SENG	HK	22	14	12	16	15	7	37	79	51	+0,14	+6,3	0,8	
IBEX 35	E	23	13	7	6	4	9	11	80	51	+0,13	+4,8	0,7	
NIKKEI 225	J	24	26	26	23	20	21	91	62	27	+0,03	+1,2	0,8	
REXP 10 *	D	25	25	25	26	24	24	99	100	100	+0,05	+3,3	0,5	
ROHÖL		26	18	10	21	7	13	0	43	31	-0,03	-2,5	0,5	

GRÜN: VERBESSERT	ROT: VERSCHLECHTERT	SCHWARZ: UNVERÄNDERT	GRÜN: >=70	GRÜN: >0	GRÜN: <-15
* REXP 10: INDEX 10-JÄHRIGER ANLEIHEN; HUI: GOLDMINEN-INDEX			ROT: <=30	ROT: <0	ROT: >+15
RANGFOLGE ABSTEIGEND NACH AKTUELLEM HALBJAHRES-MOMENTUM ENTSPRECHEND DEM VON ROBERT A. LEVY ENTWICKELTEN KONZEPT „RELATIVE STÄRKE“.			LAGE KURS: LAGE INNERHALB DES JEWEILIGEN INTERVALLS (0= TIEFKURS, 100= HÖCHSTKURS DER PERIODE)		
DER EINFÜHRUNGSARTIKEL „PRINZIPIEN DES MARKTES – RELATIVE STÄRKE“			STEIG. %: AKT. STEIGUNGSWINKEL DER GD130		
KANN UNTER <a href="http://WWW.SMARTINVESTOR.DE/NEWS/HINTERGRUND/">WWW.SMARTINVESTOR.DE/NEWS/HINTERGRUND/</a> NACHGELESEN WERDEN (4.6.03).			ABST. %: AKT. ABSTAND ZWISCHEN KURS UND GD130		
			VOLA RELATIV: VOLATILITÄT BERICHTSPERIODE ZUM VJ		

# Edelmetall-Ausblick für 2010

Nach einem Goldpreisanstieg von über 20% seit unserer Edelmetall-Titelstory in 10/2009 kam die jüngste Korrektur nicht ganz überraschend. Wir betrachten verschiedene Aspekte und wagen einen Blick in die Glaskugel.

Foto: Heraeus

Das überkaufte Terrain haben diverse Indikatoren signalisiert. So entfernte sich der Spotpreis zuletzt 22% von seinem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt. Nicht nur bei Aktien ist dies ein kurzfristiges Warnzeichen. Begleitet wurde die Rally von extremem Optimismus unter den Edelmetall-Beratern. Unmittelbar vor Beginn der Korrektur waren gemäß einer Bloomberg-Umfrage 80% der Berater bullish für das gelbe Krisenmetall. Auch die mediale Präsenz in der Mainstream-Presse oder goldene Marketing-Gags (Ritter-Sport-Schokolade als „Goldschatz“) offen-

baren, dass es sich bei Gold nicht mehr um einen Geheimtipp handelt. Im Suchanfragen-Ranking von Yahoo liegt „Goldpreis“ mittlerweile auf Rang 7 – nach Michael Schumacher, aber schon vor „Bauer sucht Frau“. Viele neue Käuferschichten gibt es aus Sicht der Sentimentanalyse wohl zunächst nicht mehr.

## Wie geht's nun weiter?

Während Marc Faber den Goldpreis „nie mehr unter 1.000 USD“ sieht und auch für 2010 optimistisch ist, sieht Analyst Heribert Müller zunächst das Ende des Bullenmarktes und einen

Fall auf 850 USD (Interview auf S. 56). In seiner Novemberstudie hatte er mit Hilfe der Elliott-Wellen-Theorie zeitlich und preislich das jüngste Preishoch treffsicher prognostiziert. Smart Investor sieht für das 1. Halbjahr ebenfalls eine Preisschwäche, die auch zu unserer positiven Dollarprognose passt (s. „Das große Bild“ auf S. 42). Solange aber Zeitungen wie z.B. der Kölner Stadtanzeiger vom 5.12.2009 über einen „Ansturm von Kunden“ berichten, die den hohen Goldpreis nutzen, um „altmodisches“ Gold bei Juwelieren zu „verhöckern“, ist die finale Blase noch weit entfernt.

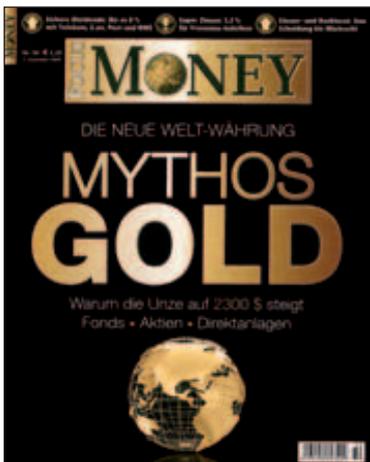
## De-Hedging und Schwellenländer

Einen starken positiven Preiseinfluss hatte zuletzt der Rückkauf von in der Vergangenheit vorwärts verkauftem Gold der Produzenten. Im dritten Quartal 2009 wurde das globale Hedge-

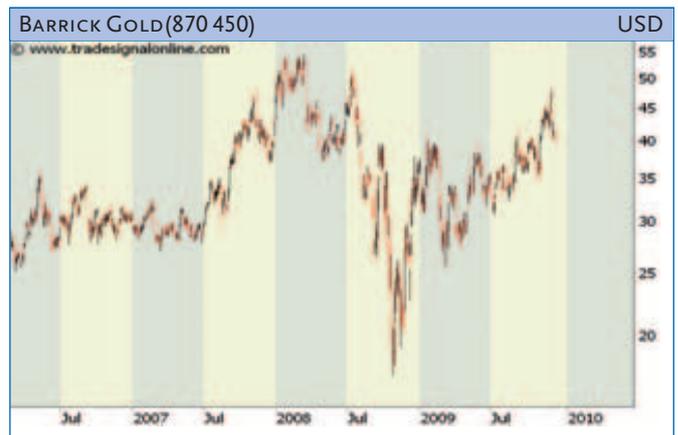
book um weitere 3,5 auf 11,5 Mio. Unzen abgebaut. Besonderen Anteil hatte dabei Barrick Gold. Der kanadische Goldschürfer hat alleine 2,5 Mio. Unzen (ca. 16% der globalen Quartalsproduktion) zurückgekauft und dafür extra eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Solche Sondereffekte mit fragwürdigem Timing sind natürlich nicht von Dauer. Trotz des hohen Preises hatten auch Schwellenländer, allen voran Indien mit 200 Tonnen, massiv eingekauft. Die Inder gelten als die „schlauesten“ und antizyklisch agierenden Goldinvestoren, was sich vertrauensbildend auf den Preis auswirken könnte. Ji Xiaonan – ein hoher Wirtschaftsfunktionär im Reich der Mitte – schlug jüngst vor, dass Chinas Goldreserven innerhalb der nächsten fünf Jahre auf 6.000 und in den nächsten zehn Jahren auf bis zu 10.000 Tonnen steigen sollten. Demnach müsste China bis 2014 jeweils in etwa 40% der Jahresproduktion aufkaufen. Auch wenn dies unrealistisch anmutet, der Trend ist ganz klar: Während die Verkaufsprogramme der westlichen Notenbanken weitgehend beendet sind, akkumulieren die aufstrebenden Mächte. >>

EDELMETALLPREISE, -INDIZES UND -RATIOS

	KURS				VERÄNDERUNG		
	11.12.09	20.11.09	02.01.09	02.01.06	ZUM VOR- MONAT	SEIT JAHRES- BEGINN	SEIT 01.01.2006
GOLD IN USD	1.115,10	1.140,00	879,5	516,9	-2,23%	29,63%	120,55%
GOLD IN EUR	762,84	768,30	630,1	437,3	-0,72%	21,94%	75,69%
SILBER IN USD	17,14	18,18	11,4	8,9	-6,07%	59,61%	104,96%
PLATIN IN USD	1.428,00	1.430,00	946,5	966,5	-0,14%	51,08%	47,96%
PALLADIUM IN USD	359,00	360,00	192,5	254,0	-0,28%	87,01%	41,73%
HUI (INDEX)	453,56	465,70	299,2	298,8	-2,68%	55,65%	55,87%
GOLD/SILBER-RATIO	65,06	62,71	66,8	56,5	+3,62%		
DOW JONES/GOLD-RATIO	9,39	9,03	10,2	21,2	+3,84%		



„Focus Money“ Nr. 50 vom 2. Dezember 2009



# „Ende des Goldbullenmarkts“

Smart Investor sprach mit dem Elliott-Wellen-Analysten **Heribert Müller** über seine aktuelle Goldstudie, das jüngste Preishoch und wie es aus seiner Sicht mit Gold und Dollar weitergeht.

**Smart Investor:** Herr Müller, Sie hatten mit Ihrer aktuellen Goldanalyse ein sehr gutes Timing bewiesen, sowohl zeitlich als auch was das jüngste Preishoch betrifft. Grund für uns, nachzufragen, wie Sie darauf gekommen sind.

**Müller:** Wir arbeiten im Wesentlichen mit den Regeln der Elliott-Wellen. Die finale Welle in dieser Theorie ist die fünfte. Wenn wir davon ausgehen, dass der Anstieg der Welle 5 seit November 2008 läuft und 23,6% des prozentualen Anstiegs der Welle 3 ausmacht, dann kommen wir auf ein Ziel von 1.204 USD für die Unze. Interessant ist dabei: Wenn man den ganzen Bullenmarkt seit August 1999, also seit einem Preis von 252 USD, betrachtet, so sind wir bis 1.205 USD um 377% angestiegen. 377 ist eine Fibonacci-Zahl! Und drittens: Wenn man auf Intraday-Basis den Anstieg von 1999 bis zum März 2008 – das war das Zwischenhoch bei ca. 1.030 USD – betrachtet und davon 23,6% berechnet und auf das Top 3 draufpackt, kommt man auf ein Niveau von 1.217 USD. Somit ergab sich für uns ein Zielkorridor von 1.205-1.217 USD für das Hoch des Goldes.

**Smart Investor:** Das klingt technisch sehr kompliziert. Ihre Analyse kann man downloaden und in Ruhe durchlesen?

**Müller:** Die Berechnungen sind über die Website frei zugänglich.

**Smart Investor:** Was heißt das nun konkret?

**Müller:** Das bedeutet mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit kurz- und mittelfristig das Ende des gesamten Goldbullenmarktes. Langfristig bin ich mir da noch nicht ganz sicher. Nach den Regeln des Wellenprinzips könnte mit einer Korrektur des gesamten Bullenmarktes seit 1999 ein Tief bei 850 USD erreicht werden. Dies würde in etwa korrespondieren mit der maximalen Korrektur des An-

*Heribert Müller ist seit den 70er Jahren im Börsen- und Asset-Management tätig und beschäftigt sich seit 1982 mit dem Wellenprinzip. Mit seiner 2000 gegründeten Heribert Müller Trust AG berät er institutionelle Kunden, insbesondere für die Segmente internationale Renten, Währungen und Rohstoffe. Davor war er Geschäftsführer der Salomon Brothers Kapitalanlagegesellschaft in Frankfurt und davor in leitenden Positionen im Bank- und Versicherungssektor tätig. Infos unter: [www.hm-trust-ag.de](http://www.hm-trust-ag.de)*



stiegs seit November 2008. Dabei kommen wir auf 810 USD. In dieser Bandbreite kann ich mir den Goldpreis gut vorstellen.

**Smart Investor:** Ihre aktuelle Dollar-Analyse unterstützt Sie dabei?

**Müller:** Ja. Wir haben uns Ende Oktober damit befasst, ob der Tiefstand des Dollars im Sommer 2008 nicht doch mehr sein könnte als nur ein Zwischentief. Der Dollar-Index hat seit März 2009 deutlich korrigiert. In den letzten Tagen haben wir einen festeren Dollar gesehen. Wir denken, dass dies die gesamte Korrektur auf den vorausgegangenen Anstieg gewesen ist und dass der Stand des Dollar-Index vom März 2009 2010 überschritten werden könnte. Das ist eine sehr bullische Annahme für den Dollar, und spiegelbildlich glauben wir, dass dies für den Goldpreis sehr negativ interpretiert werden muss.

**Smart Investor:** Herr Müller, vielen Dank für das Interview. ■

*Interview: Ralf Flierl, Bernhard Wageneder*



## Politische Krisenherde und Realzinsen

Starke Unterstützung für Gold ist natürlich bei weiteren Krisenzuspitzungen zu erwarten. Egal ob Terror, kriegerische Auseinandersetzungen im mittleren Osten, neue Bomben im Bankensektor oder zahlungsunfähige Staaten: An schlimmen und zunehmend realistischeren Damoklesschwertern wird es auch im neuen Jahr nicht mangeln. Die aktuellen Rating-Herabstufungen und Schieflagen in Dubai oder Griechenland verdeutlichen, dass man langsam aber sicher auf die Zielgerade im Staatsbankrottwettkampf einbiegt. Dabei war es sehr auffällig, dass Gold in der Dubai-Krise nicht profitierte, sondern fiel. Für den Edelmetall-Experten Thorsten Proettel von der LBBW ist dies ein Indiz, dass sich mittlerweile viel Liquidität bzw. Großkapital im Markt tummelt, das bei Abzug zu schnellen Abschlägen führt. Den wichtigsten Edelmetalltreiber für die nächsten Jahre



sehen wir im negativen Realzins. Wenn man nach Inflation (und Steuern) mit „risikolosen“ US- oder deutschen Staatsanleihen real Geld verliert, steigt das Interesse, das Ersparte in zinsloses Gold und Silber zu investieren. Da wir fest davon ausgehen, dass die bald verstärkt in Erscheinung tretende Teuerung nicht mehr adäquat mit steigenden Zinsen bekämpft wird, muss der Realzins zunehmend ins Negative rutschen. Dieser Mechanismus wird auch im Interview mit Stefan Riße auf S. 10 sehr deutlich.

### Silber und Platinmetalle

Die zunehmende Erholung der Weltwirtschaft 2010 wird sich zudem auf das stark industriell genutzte Silber positiv auswirken. Schon 2009 überraschend stark gestiegen waren die Platinmetalle. Sensationssieger mit ca. 90% Performance war dabei Palladium. Hier hätten wir deutlich mehr Gegenwind vom schwachen Automobilsektor erwartet. Insofern ist zu befürchten, dass die Märkte eine Erholung des Automobilsektors und der Platinmetalle bereits vorweggenommen haben. Die Vorzieheffekte im Rahmen der Abwrackprämien sollten also 2010 ihre Spuren hinterlassen. Andererseits könnten private Investoren eine zunehmende Rolle spielen, weil in den USA die Erstzulassung



Foto: Heraeus

von Platin- und Palladium-ETFs bevorsteht. Und in diesen engen Marktsegmenten reichen bescheidene Mittel aus, um die Notierungen stark zu bewegen.

### Fazit

Auf Sicht des ersten Halbjahres rechnen wir mit einer tendenziell fallenden Bewegung beim Gold. Preise unter 1.000 USD, wie sie Heribert Müller sieht, halten wir dabei für nicht ausgeschlossen. In der zweiten Hälfte gehen wir wieder von deutlich steigenden Kursen in etwa auf 1.200 bis 1.300 USD aus. Längerfristig gehen wir im Gegensatz zu Heribert Müller ganz klar von einer Fortsetzung des Edelmetall-Bullenmarktes aus und sehen z.B. Goldpreise deutlich jenseits der 2.000 USD-Marke. ■

Bernhard Wageneder

Anzeige

# westgold

Edelmetallhandel



[www.westgold.de](http://www.westgold.de)

# Buy: Gerry Weber

Was seinerzeit als „Garagen-Start-up“ begann, zählt heute zu Deutschlands führenden Modekonzernen: Gerry Weber. Die Westfalen haben unter ihrem Gründer, Vollblut-Unternehmer Gerhard Weber, vor allem in den letzten zwei Jahrzehnten einen eindrucksvollen Aufstieg hinter sich gebracht. Und auch heute mit einem Jahresumsatz von 600 Mio. EUR ist das Ende der Gerry-Weber-Story noch längst nicht in Sicht. Immerhin gelang es dem Konzern erst kürzlich, in einer der schlimmsten Wirtschaftskrisen profitabel zu wachsen. Dabei lassen sich die stetigen Steigerungen bei Umsatz und Gewinn plausibel erklären. Gerry Weber setzt zunehmend auf eigene Läden, die „Houses of Gerry Weber“, in denen in ansprechendem Ambiente die aktuellen Kollektionen präsentiert werden. Daneben erweisen sich der Outlet-Verkauf und das Internetgeschäft als die weiteren Wachstumstreiber. Mit diesem Konzept und immer kürzeren Reaktionszeiten nimmt man Wettbewerbern zunehmend Marktanteile ab.

Zieht man die Auftragseingänge für die Frühjahr-/Sommerkollektion 2010 als Indikator für die zukünftige Entwicklung heran – diese lagen rund 4% über dem Niveau des Vorjahres –, so dürfte sich auch im neuen Geschäftsjahr ein zufriedenstellendes Ergebnis abzeichnen. Die Aktie eignet sich aufgrund ihrer soliden Dividendenrendite von geschätzt 4% und allgemein günstiger

Bewertungskennziffern (KGV 09/10: 10,5) vor allem für konservative Anleger, die den SDAX-Titel als Value-Investment betrachten. Wenngleich bei Modeunternehmen immer die Gefahr besteht, dass eine Kollektion einmal floppt oder dass sich der allgemeine Geschmack der Kundschaft ändert, erscheint die Aktie nicht zuletzt im Peer-group-Vergleich (mit Boss, H&M, Inditex) klar unterbewertet. ■

Marcus Wessel



# Goodbye: Lufthansa

Die großen Airlines blasen weiter Trübsal. Die leichten Zuwächse der Lufthansa im Passagier- und Frachtgeschäft sprechen noch lange nicht für eine nachhaltige Erholung des Kranichs. Der Marktanteil bei Inlandsflügen sinkt. Auch bei den Kontinentalverbindungen, die nicht über die großen Drehkreuze abgewickelt werden, gibt es Ertragsprobleme. Zudem wird der Premiumflieger nach eigener Aussage den Umsatz pro Ticket früherer Jahre nie wieder erreichen. Da das Passagiergeschäft der nach Air France-KLM zweitgrößten Fluggesellschaft Europas dreimal so teuer ist

wie bei manchem Wettbewerber, will Konzernchef Wolfgang Mayrhuber dort und in der Verwaltung insgesamt 1 Mrd. EUR einsparen. Die geplante Anlehnung an die Konzepte von Air Berlin, Ryanair und easyJet könnte sich allerdings als ein entscheidender strategischer Fehler herausstellen. Denn mit einer Verringerung des Services und Komforts würde die Lufthansa ihr wichtigstes Differenzierungsmerkmal gegenüber den Billigfliegern verletzen, so dass womöglich noch mehr Stammkunden zur Konkurrenz abwandern werden.



Anleger sollten sich also auf eine lange Durststrecke bei der Lufthansa vorbereiten, zumal der zuletzt gesunkene Kerosinpreis bald wieder steigen könnte. Rasche Erfolge in der Neuausrichtung des Europageschäfts wären allerdings ein Hoffnungszeichen. Der Airline droht in diesem Jahr ein empfindlicher Verlust. Zwar erwartet das Gros der Analysten bereits 2010 den Turnaround. Angesichts einer Konsensschätzung von 0,17 EUR pro Aktie hat der Titel nach einem Kursanstieg von 50% in neun Monaten mit einem KGV von 68 gegenüber Air Berlin (KGV 2010e: 12) sehr luftige Höhen erreicht – trotz des Status als Premiumflieger zu viel Vorschusslorbeer. Auch im historischen Vergleich ist die Aktie zu teuer. Die Börse könnte die Lufthansa also bald wieder einmal kräftig durchschütteln. ■

Michael Heimrich

# ItN Nanovation AG

## Auf Diät gesetzt

Auch in der Nanotechnologie musste sich die auf dem Papier scheinbar unbegrenzte Wachstumsfantase längst der harten, mühsamen Wirklichkeit stellen. So erzielte die Saarbrücker ItN Nanovation im vergangenen Jahr einen Verlust, der den Umsatz um beinahe das Doppelte übertraf. Der neue, seit Mai amtierende Vorstand verordnete dem Unternehmen daraufhin einen weitreichenden Sparkurs.

### Sorglosigkeit und Luftschlösser

ItN arbeitet mit Nanoteilchen, die es selbst herstellt und die als nanoskaliges Pulver für keramische Produkte wie Filtersysteme und Oberflächenbeschichtungen Verwendung finden. Die keramischen Filter kommen u.a. bei der Trinkwasseraufbereitung, bei der Abwasserreinigung und der Trennung von Öl und Sand zum Einsatz. Nanotechnologie sorgt hierbei für den bekannten Lotuseffekt, der später eine leichte Reinigung ermöglicht. Nach dem im Sommer 2006 erfolgten Börsengang hatte man zunächst große Pläne, wobei Geld offenbar keine Rolle spielte. Immerhin nahm das Unternehmen stolze 27 Mio. EUR ein. Es wurden neue Geschäftsbereiche gegründet, Personal eingestellt sowie ein im Unterhalt teurer Forschungsapparat aufgebaut. Schließlich galt es, die zum Zeitpunkt des Börsengangs mehr als ambitionierten Schätzungen irgendwie zu erreichen. Die Realität bescherte ItN indes bei mehr oder weniger stagnierenden Umsätzen immer höhere Verluste. Erst als die Existenz des Unternehmens allmählich auf dem Spiel stand, kam es an der Spitze zu der notwendigen Veränderung. Der langjährige CFO und ItN-Mitgründer Romeo Volz gab sein Vorstandsmandat auf, dafür rückte nach einer Übergangszeit mit Lutz Bungeroth ein erfahrener Sanierer nach.

### Einsparziel von 7 Mio. EUR

Bungeroth formulierte sogleich ein durchaus ehrgeiziges Einsparziel von 7 Mio. EUR für das nun zu Ende gehende Jahr 2009.

ITN NANOVIATION				
BRANCHE NANOTECHNOLOGIE				
WKN	A0J L46	AKTIENZAHL (MIO.)	7,72	
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 11.12.09 (EUR)	3,50	
MITARBEITER	>60	MCAP (MIO. EUR)	27,0	
	2008	2009E	2010E*	2011E*
UMSATZ (MIO. EUR)	6,3	5,1	7,0	10,0
% GGÜ. VJ.	+31,3%	-19,0%	+37,3%	+42,9%
EPS (EUR)	-2,14	-0,90	-0,35	0,12
% GGÜ. VJ.	N.BER.	N.BER.	N.BER.	N.BER.
KUV	4,29	5,30	3,86	2,70
KGV	N.BER.	N.BER.	N.BER.	29,2



Dank der substanziellen Rückführung der Personalkosten und sonstigen Aufwendungen sollte ItN diese Vorgabe erreichen. Der neue Vorstandschef trennte sich zudem vom konsumnahen Bereich der Backofenbeschichtungen, die bislang exklusiv für Bosch und Siemens Hausgeräte produziert worden waren. Verkauft wurde auch das aus Sicht von ItN nur bedingt attraktive Geschäft mit Rohrmembranen und damit verbunden die Betriebsstätte in Halberstadt. Hieraus flossen der Gesellschaft erst vor wenigen Wochen knapp 2 Mio. EUR zu. Zusammen mit mehreren Kapitalmaßnahmen, von denen die letzte sogar ohne Abschlag auf den damaligen Kurs platziert werden konnte (Großaktionär Nanostart hält rund ein Viertel der Anteile), sei nach Aussagen von Bungeroth die Liquidität bis zum geplanten Erreichen der Gewinnschwelle im Jahr 2011 nunmehr sichergestellt. In Halberstadt werden auch nach dem Verkauf vom neuen Eigentümer die u.a. bei der Trinkwasseraufbereitung eingesetzten Flachmembranen unter Zusage einer festen Produktionskapazität für ItN gefertigt.

### Fantasie durch neue Großaufträge

Bereits heute verfügt ItN über gute Kontakte in die Golfregion, wo insbesondere die Filter zur Meerwasserentsalzung auf reges Interesse stoßen. Neben einer im laufenden vierten Quartal abschließend fakturierten Order aus Dubai steht das Unternehmen in Verhandlungen über weitere Großaufträge. Diese sind in der bisherigen Planung der Jahre 2010 und 2011 allerdings aus Vorsichtsgründen noch nicht enthalten. In Nordamerika will ItN wiederum mit Filtersystemen zur Öl-/Wassertrennung punkten. Mittelfristig denkt Bungeroth auch über ein drittes Standbein nach. Hinzu kommen Anstrengungen in Richtung Osteuropa, wohin das Unternehmen recht zeitnah neue Geschäftsbeziehungen knüpfen möchte.

### Fazit

Es wäre mit Sicherheit falsch, bei der Bewertung der ItN-Aktie lediglich den erwarteten Umsatz der aktuellen Marktkapitalisierung gegenüberzustellen. Vielmehr muss die technologische Kompetenz und Perspektive in die Gesamtbetrachtung zwingend mit einfließen. Gerade im Filtergeschäft eröffnen sich dem inzwischen deutlich effizienter aufgestellten Unternehmen in den nächsten Jahren lukrative Wachstumschancen. Angesichts einer Kursverdreifung seit Jahresbeginn empfiehlt es sich, vor einem Einstieg zunächst eine Konsolidierung abzuwarten. ■

Marcus Wessel

# Tsingtao Breweries

*Tsingtao trifft Geschmack der Anleger*

Tsingtao Brewery hat in den vergangenen Monaten für ausgelassene Partystimmung bei Anlegern gesorgt. Der Preis der Aktie des zweitgrößten Braukonzerns Chinas verdoppelte sich binnen Halbjahresfrist. Jetzt stellt sich die Frage: Besteht direktes weiteres Aufwärtspotenzial – oder droht eine spürbare Korrektur?

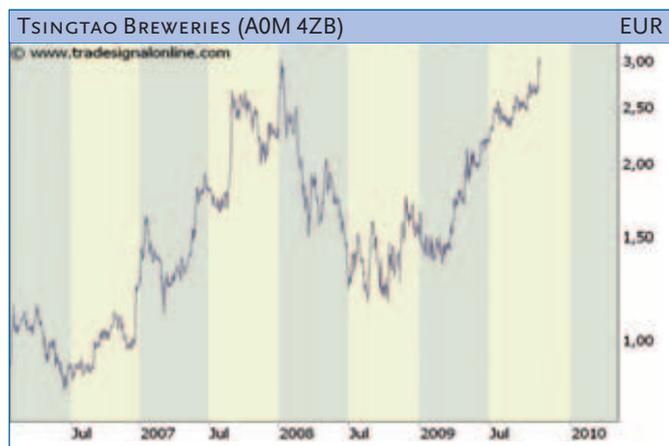
## Gegründet – natürlich – von Deutschen

Tsingtao Brewery wurde 1903 von Deutschen, die in der gleichnamigen Hafenstadt siedelten, gegründet. Das Unternehmen gilt daher als älteste Brauerei Chinas. In der aktuellen Produktionsrangliste gemäß des Barth-Berichtes rangiert Tsingtao mit einem Bierausstoß 2008 von 54,3 Mio. Hektolitern (HL) auf Rang zwei in China hinter China Resource Brewery (73 Mio. HL) und auf Platz sechs der weltgrößten Brauereien. Der Weltmarktanteil wird auf 3% veranschlagt. Weltmarktführer mit mehr als 20% Marktanteil und einem Ausstoß von 388 Mio. HL ist AB InBev. Zum Vergleich: Die Radeberger-Gruppe als größter deutscher Bierbrauer rangiert mit 13,5 Mio. HL auf Platz 21 weltweit.

Tsingtao ist als einer von zwei Biersponsoren der Olympischen Spiele in Peking weltweit einer größeren, auch nicht hopfenlastigen Öffentlichkeit bekannt. Dies drückt sich in einer hohen Exportquote aus: Mehr als 18% der Einnahmen generiert Tsingtao durch den Export in mehr als 60 Länder. Vor allem in Asien, insbesondere durch die langjährige Zusammenarbeit mit Ankeraktionär Asahi Breweries aus Japan, aber auch in den USA und in Großbritannien existieren leistungsstarke Vertriebsgesellschaften. 44% des Umsatzes werden im näheren Heimatmarkt in Ostchina erzielt, der Rest vor allem im Süden der Republik. In Deutschland erzielt Tsingtao keinen nennenswerten Absatz, da das Bier nicht nach dem deutschen Reinheitsgebot hergestellt wird und unter anderem Reis enthält. Tsingtao ist im Gegensatz zu China Resource Brewery die klar führende Exportmarke Chinas.



Er tut was für die Nierchen und gönnt sich ab und an ein Bierchen – der Chinese trinkt inzwischen weit mehr Bier als der Amerikaner, hier hat das Reich der Mitte den großen Konkurrenten also bereits abgehängt.



## Beeindruckender Track Record in den vergangenen Jahren

Tsingtao hat von 2006 bis 2008 den Gewinn im Schnitt um 45% gesteigert, und dieses Tempo dürfte sich auch im aktuellen Geschäftsjahr fortsetzen. Bei den Zahlen zum zweiten Quartal glänzte das Unternehmen sogar mit einem Gewinnwachstum um mehr als 60% im Jahresvergleich. Doch für die kommenden beiden Jahre sehen die Analysten zum Beispiel von J.P. Morgan

TSINGTAO BREWERIES			
BRANCHE	GETRÄNKE		
WKN	A0M4ZB	AKTIENZAHL (MIO.)	384,75
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 12.12.09 (EUR)	3,48
MITARBEITER	37.600	MCAP (MIO. EUR)	1.339

	2008	2009E	2010E
UMSATZ (MIO. EUR)	1.573,0	1.742,0	1.968,0
% GGÜ. Vj.	+16,5%	+10,7%	+13,0%
EPS (EUR)	0,10	0,12	0,14
% GGÜ. Vj.	+20,0%	+24,0%	+17,6%
KUV	0,85	0,77	0,68
KGV	36,3	29,2	24,9

nur noch Wachstumspotenzial beim Gewinn von jährlich 16%. In der Vergangenheit habe Tsingtao den steigenden Preis für die Braugerste mit der deutlichen Steigerung des Absatzes und damit Skaleneffekten gut auffangen können, im laufenden Jahr habe der Preisverfall des Getreides geholfen, doch für die nähere Zukunft würden sich diese Faktoren eintrüben. Auch die Einsparpotenziale seien weitgehend gehoben. So hat die Bereinigung der Marken stattgefunden, neben der Hauptmarke Tsingtao gibt es noch die Zweitmarken Hans, Shanshui und Lao-shan, während viele billige lokale Marken Vergangenheit sind. Damit sind aber auch weitere deutliche Margensteigerungen unrealistisch. Die Futures-Kurse für Gerste haben sich bereits mehr als 35% von den Tiefstständen entfernt, ein weiterer Anstieg der Beschaffungskosten droht. Da Tsingtao Gerste in der Hauptsache aus Kanada und Australien bezieht, leidet das Unternehmen unter dem von vielen Marktteilnehmern als künstlich unterbewertet eingeschätzten Renminbi.

#### Akquisitionen und die Frage der Steuer

Dem steht gegenüber, dass Tsingtao noch immer zahllose Akquisitionsmöglichkeiten sowohl in der Heimatprovinz als auch in anderen chinesischen Provinzen und Asien hat. Insbesondere der chinesische Markt gilt als überaus zersplittert. Übernahmen wie die von Jinan Beer im Juni für umgerechnet 36,66 Mio. USD gehören sozusagen zum Routinegeschäft. Das Bierunternehmen ist in der Provinz Shandong ansässig. In dessen Hauptstadt Jinan hat Jinan Beer einen Marktanteil zwischen 30 und 40%. Die Jahreskapazität von Jinan Beer liegt bei 300.000 HL. Die Region Shandong zählt zu den größten Bierkonsumenten Chinas, gefolgt von den Provinzen Guangdong und Jiangsu. Allerdings verfügt Tsingtao bereits aktuell über 53 Brauereien in 18 Provinzen, die etwa 77 Mio. HL Bier produzieren könnten. Das bedeutet, das Tsingtao bereits jetzt auf immensen Überkapazitäten sitzt. Kontrovers wird die zukünftige Steuerbelastung von Analysten diskutiert. Während Morgan Stanley von zukünftig 35% Steuerquote ausgeht, schätzt das Researchhaus Tai-fook aus Hongkong 25%.

#### Ambitioniert bewertet

Wie auch immer: Bei Kursen um 3,50 EUR pro Aktie ergibt sich bei einem erwarteten Ergebnis 2010 von ca. 8 Eurocent, was einer Steigerung von 18% gegenüber dem Konsensergebnis für 2009 entsprechen würde, ein KGV von 43. Das wäre schon bei den Steigerungsraten der Vergangenheit hart an der Schmerzgrenze, ist bei den aktuellen Aussichten aber nicht zu vertre-

ten. Entsprechend gab es von zahlreichen Analysten Abwertungen, was den Kurs aber nicht beeindruckt, der nach wie vor dicht am Allzeithoch klebt. Tsingtao Breweries ist ohne Zweifel ein wachstumsstarkes Unternehmen mit einem erfahrenen und ganz offenbar fähigen Management. Ansonsten wären die sehr ansehnlichen Steigerungsraten der Vergangenheit nicht realisierbar gewesen. In dem am stärksten wachsenden Massenmarkt der Welt – 2008 legte der Bierabsatz in China um 5,4% auf 410 Mio. HL zu, und ähnliche Steigerungsraten werden auch in den kommenden Jahren erwartet – sind deutliche Steigerungen auch gegen die noch dominierende Konkurrenz von AB InBev und SABMiller realistisch. Doch nach der Rally der vergangenen Monate schreit die Aktie geradezu nach einer Korrektur, die ziemlich heftig ausfallen könnte.

#### Fazit

Gute Aktien sind immer teuer, doch Tsingtao ist im Moment zu teuer. Selbst eine Kurzzeit-Spekulation nach dem Motto „the trend is your friend“ scheint aktuell zu riskant, denn es ist einfach zu viel gute Zukunft im Kurs vorweggenommen. Bleibt also nur, das Qualitätsunternehmen auf die Watchlist zu setzen und bei Gelegenheit, und das ist aus heutiger Sicht deutlich unter 2,80 pro Aktie, gegebenenfalls zu investieren. In der Zwischenzeit muss ein Tsingtao-Bier im China-Restaurant reichen. ■

Stefan Preuß

Anzeige



**Limelight**  
**verführt mit Atmosphäre.**  
**Bei Events und Messen in den**  
**Größen S bis XXL.**

**LIME LIGHT**  
 Veranstaltungstechnik

Limelight Veranstaltungstechnik GmbH Zeppelinstraße 8  
 82205 Gilching Tel. 08105 - 77884 - 0 Fax 08105 - 77884 - 99  
 www.limelight-veranstaltungstechnik.de info@limelight.de

# Vossloh AG

Das Unternehmen „fährt“ zielstrebig voraus

Gastbeitrag von Roger Peeters, Vorstand von Close Brothers Seydler Research

Auch wenn die jüngsten Geschehnisse um das Emirat Dubai den Investoren rund um den Erdball sprichwörtlich ins Gedächtnis gerufen haben, dass nicht alles Gold ist, was glänzt, so umgibt die ölreichen Staaten aus Arabien dennoch unverändert eine Aura des „big money“. Neu gewonnene Geschäftsbeziehungen oder gar Rahmenverträge aus dieser Region haben immer eine besondere Ausstrahlungskraft für Wirtschaft und Kapitalmarkt. So wunderte es nicht, dass ein unlängst bekannt gewordener Großauftrag im zweistelligen Milliardenbereich für die Deutsche Bahn für einigen Aufruhr gesorgt hat. Nun ist aus den Börsenträumen der Deutschen Bahn ja bekanntlich nichts geworden. Somit hatten interessierte Investoren keine Möglichkeit, sich direkt beim Hauptnutznießer dieses Rahmenvertrags zu beteiligen. Doch sind Börsianer bekanntlich kreative Akteure. Mit einer leichten Verzögerung wurden Anleger auf indirekte Nutznießer aufmerksam. Ein Name, der in diesem Zusammenhang immer wieder genannt wurde, ist die im MDAX notierte Vossloh AG. Auch wenn der zwischenzeitliche Kursanstieg in Folge der Bahn-Meldung wieder verpufft ist, erscheint ein Blick auf den Titel angebracht.

## Geschäftsmodell steht auf zwei Beinen

Das Geschäft der Vossloh AG dreht sich wie erwähnt mehr oder minder komplett um alles, was auf Schienen fährt. Dabei sind unter dem Dach der Vossloh AG zwei Geschäftsbereiche angesiedelt: Rail Infrastructure und Motive Power & Components. Wie der Name schon sagt, sind im Bereich Rail Infrastructure alle Produkte und Dienstleistungen für die Schienen-Infrastruktur gebündelt. In diesen Geschäftsbereich gehören die beiden Geschäftsfelder Vossloh Fastening Services und Vossloh Switch Services. Mit einem Umsatz von knapp 477 Mio. EUR in den ersten drei Quartalen 2009 ist der Geschäftsbereich Rail Infrastructure etwas größer als die Sparte Motive Power & Components, die ihrerseits die Geschäfts-

felder Vossloh Locomotives und Vossloh Electrical Systems umfasst. Motive Power & Components hat in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres Umsatzerlöse von knapp 374 Mio. EUR generiert.

## Zahlen zeigten keinen ernsthaften Dip

Beide Sparten zusammen kamen nach neun Monaten auf einen Gesamtumsatz von 851,4 Mio. EUR. Das lag zwar unter dem Vorjahresvergleichswert von 903,1 Mio. EUR, doch ist dieser Abschlag verglichen mit vielem anderen, was Anleger 2009 in der Wirtschaft betrachteten, doch ausgesprochen moderat. Das EBIT hat sich ebenfalls moderat reduziert. Stand vor Zinsen und Steuern vor Jahresfrist nach neun Monaten noch ein Plus von 106 Mio. EUR in den Büchern, betrug der entsprechende Wert im Jahr 2009 per 30.9. noch 92,1 Mio. EUR. Für das Gesamtjahr rechnet Close Brothers Seydler Research bei Vossloh mit einem Umsatz von 1,2 Mrd. EUR, was gegenüber 2008 nur einen marginalen Rückgang bedeuten würde. Beim EBIT rechnen wir mit einer leichten Steigerung um knapp 1 Mio. EUR auf 138,6 Mio. EUR. Der Jahresüberschuss beläuft sich nach unserer Prognose auf 85,2 Mio. EUR, was deutlich unter dem berichteten, aber nur leicht unter dem um Sondereffekte bereinigten Vorjahreswert liegt.

Nicht unerwähnt bleiben sollte bei einer Betrachtung der Vossloh AG die solide bilanzielle Situation. Das Unternehmen weist per 30.9. eine vollkommen überschaubare Nettofinanzschuld von 115 Mio. EUR aus und ist somit bilanziell extrem defensiv aufgestellt. Ein Makel in diesem Kontext ist jedoch die negative Entwicklung beim operativen Cashflow nach neun Monaten, die unserer Einschätzung nach jedoch nicht nachhaltig ist. Nach unseren derzeitigen Prognosen wird die Nettoverbindlichkeit von Vossloh in den kommenden Jahren stetig sinken.

## Internationales Geschäft bringt Vossloh voran

In der Gewinn- und Verlustrechnung sehen wir in den kommenden Jahren moderates Wachstum sowohl auf der Umsatz- als auch auf der Ergebnisseite. Besonders das internationale Geschäft beispielsweise in China sollte substantiell zum Wachstum des Konzerns beitragen. Damit wird jenseits der Landesgrenzen einiges kompensiert, was hierzulande wegfällt. Das Unternehmen selbst erwartet für die kommenden Jahre einen stetig ansteigenden Um-



Roger Peeters





VOSSLOH	2007	2008	2009E	2010E	2011E
UMSATZ	1.023	1.213	1.200	1.229	1.244
EBITDA	140,0	167,4	168,6	175,6	178,9
EBIT	111,1	137,7	138,6	144,0	145,5
NETTOGEWINN	71,4	139,4	85,2	85,6	86,3
EPS	4,8	9,5	6,4	6,4	6,5
EPS BEREINIGT	4,3	6,3	6,4	6,4	6,5
DIVIDENDE/AKTIE	1,7	3,0	2,0	2,0	2,0
EV*/EBITDA	10,1	6,4	5,6	5,2	5,1
EV*/EBIT	12,7	7,8	6,9	6,4	6,3
KGV	19,7	11,5	10,6	10,5	10,4

alle Angaben in Mio. EUR; \*) Der Enterprise Value (EV) berechnet sich aus der Marktkapitalisierung (Aktienkurs\*Anzahl Aktien) plus Verbindlichkeiten abzüglich Kassenbestand.

satzanteil der außereuropäischen Märkte, bereits 2011 soll der Anteil bei 40% liegen, wobei Vossloh besonders für Asien, Afrika, Australien und Nordamerika starkes Wachstum erwartet.

**Chart des Dividententitels stabil in der Baisse, ruhig im Aufschwung**

Eine fast schon lehrbuchmäßige Seitwärtsbewegung hat die Aktie der Vossloh in den vergangenen drei Jahren hingelegt. Als hätte es

Hausse und Baisse nie gegeben, pendelte die im MDAX notierte Aktie die meiste Zeit in einer vergleichsweise engen Bandbreite zwischen 70 und 90 Euro. In den vergangenen Monaten wurde die untere Begrenzung dieses Kanals erst getestet, anschließend sogar durchbrochen, ehe seit Mitte November eine erste Stabilisierung eingesetzt hat. Aus rein technischer Sicht dürfte es kein leichtes Unterfangen werden, die Marke von 80 Euro, um die die Aktie im 3-Jahreszeitraum oszilliert ist, zu durchbrechen. Auch der gleitende 200-Tage-Durchschnitt, der sich momentan auf dieser Höhe befindet, könnte bremsen. Im Umkehrschluss wiederum scheint das technische kurz- und mittelfristige Abseitspotenzial auch begrenzt.

**Fazit**

Die Aktie von Vossloh bietet im Vergleich zu zahlreichen anderen deutschen Small und Mid Caps ein sehr ansprechendes Chance-Risiko-Verhältnis. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rd. 10 und einer Dividendenrendite von rd. 3% wird Vossloh momentan auf einem moderaten Bewertungsniveau gehandelt. Die Planungen sind visibel, der Wachstumspfad wurde auch in der Krise nicht verlassen. Momentan bewerten unsere Analysten die Aktie mit einer „Buy“-Empfehlung und einem auf 80 EUR taxierten Kursziel. ■

**HINWEIS:** In der Rubrik „Gastanalyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Researchhäuser zu Wort. Die vorgestellten Analysen stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

Anzeige



Auch Ihre Fondsidee braucht einen Partner, auf den sie sich verlassen kann.

Als die zentrale Plattform für unabhängiges Asset Management sind wir Marktführer.

Basis ist eine zukunftsfähige High-End-Administration, die Ihnen den Rücken freihält. Zusätzlich bieten wir Ihnen alle Services, die für Ihr Konzept sinnvoll sind. In jedem Fall aber profitieren Sie von der Kompetenz unserer 40-jährigen Erfahrung als Service-Provider für Private-Label-Fonds. Ein erfolgreiches Geschäftsmodell, auf das Sie sich auch in Zeiten wie diesen verlassen können. Anrufen lohnt sich: +49 (0) 69/7 10 43-544 oder -555. [www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de)



# „Die Investorennachfrage ist struktureller Natur“

Smart Investor sprach mit **Chuck Jeannes**, CEO von Goldcorp, über die Wachstumstreiber für das Unternehmen und die allgemeinen Aussichten für Branchen und Goldpreis.

**Smart Investor:** Mr. Jeannes, welche Ziele haben Sie für 2010?

**Jeannes:** Wir bleiben bei dem, was wir schon zuletzt immer wieder gesagt haben. Demnach planen wir die Produktion von insgesamt 2,4 Mio. Unzen Gold zu Cashkosten von 365 USD je Unze. Erst kürzlich haben wir zudem bestätigt, in den kommenden fünf Jahren die Goldproduktion um 50% ausweiten zu wollen. Diese Prognose fußt auf drei Wachstumstreibern: erstens unserer sehr großen Penasquito-Mine in Mexiko, in der über ihre Lebensdauer hinweg pro Jahr 500.000 Unzen Gold gefördert werden dürften. Zweitens sehen wir substanzielle Fortschritte in unserer Red-Lake-Mine in der kanadischen Provinz Ontario. Diese Liegenschaft gehört zu den größten weltweit. Und drittens steht das Pueblo-Viejo-Projekt in der Dominikanischen Republik, ein Joint Venture mit Barrick Gold, in den Startlöchern. Ab Herbst 2011 kann die Produktion hier anlaufen. Hinzu kommt schließlich noch, dass sich die Goldgehalte in unserer Musselwhite-Mine (ebenfalls Ontario) erhöhen. Da diese vier Minen entweder bereits in Produktion sind bzw. diese absehbar ist, sind 50% Produktionswachstum in unseren Augen eine solide Hausnummer.

**Smart Investor:** Nur wird es kaum bei den 365 USD Kosten bleiben. Sind steigende Kosten nicht der Preis des Wachstums?

**Jeannes:** Natürlich sind steigende Kosten ein Problem. Aufgrund der hohen Qualität unserer Minen haben wir aber die niedrigsten

Kosten unter den Senior-Produzenten. Ich sehe nicht, warum sich dies ändern sollte. Entsprechend dürften sich die Margen bei steigenden Goldnotierungen weiter ausweiten, was wiederum positiv für die Erträge und damit den Aktienkurs sein dürfte.

**Smart Investor:** Und damit diese Gewinne „sicher“ sind, produzieren Sie ausschließlich in Nord- und Mittelamerika?

**Jeannes:** Der Fokus auf Amerika ist ein entscheidender Erfolgsfaktor für uns. In juristisch zuverlässigen Regionen zu operieren, ist für uns eine prinzipielle Frage. Ebenso, dass wir kein Hedge-Book haben. Zusammen mit dem Produktionswachstum und eben der Konzentration auf politisch sichere Länder ist das auch ausschlaggebend gewesen, warum Goldcorp über Jahre hinweg besser als die Branche abgeschnitten hat.

**Smart Investor:** Wenn das Wachstum sich doch nicht halten lässt, würden Sie dann auch Zukäufe tätigen?



Chuck Jeannes

## GOLDCORP (IK)

Die kanadische Goldcorp gehört mit einem für 2009 geplanten Ausstoß von 2,4 Mio. Unzen sowie einer Marktkapitalisierung von 33 Mrd. USD zu den größten Goldproduzenten der Welt. Bis 2013 ist geplant, die Produktion auf 3,5 Mio. Unzen jährlich zu steigern. Vor allem drei Projekte sind hierfür entscheidend: die Penasquito-Mine in Mexiko, die Red-Lake-Mine in Kanada und die Liegenschaft Pueblo Viejo in der Dominikanischen Republik. Goldcorp investiert hierzu kräftig in die Exploration, allein 2009 waren es bislang 110 Mio. USD, was mehr war als die ursprünglich avisierten 95 Mio. USD. Mittlerweile verfügt das Unternehmen je 1.000 Aktien über 97 Unzen an Reserven, vor fünf Jahren waren es nur 28. Der Reservenzuwachs betrug folglich satte 250%.

Goldcorp gehört zu den Goldkonzernen mit den günstigsten Produktionskosten. Mit 350 bis 400 USD Cashkosten je Unze liegt die Gesellschaft merklich unter der Konkurrenz. Ausschlaggebend ist hier auch die regionale Diversifikation. Durch starke Produktionsstandorte in Mexiko und Lateinamerika sind vor allem die Personalkosten im Gesamtkonzern unter Kontrolle. Während in den USA und Kanada Personalkosten rund 38% der Gesamtkosten ausmachen, sind es beispielsweise in Mexiko nur 14%. Viele dieser Vorzüge scheinen in der

Aktie jedoch bereits eingepreist zu sein, immerhin notiert das Goldcorp-Papier auf Basis der für das laufende Jahr 2009 prognostizierten Gewinne mit einem KGV von 60. Für 2010 liegt der Wert immer noch bei stattlichen 40. Das Wachstum bestätigt jedoch bislang die offensichtlich von der Börse verteilten Vorschusslorbeeren. ■





Die Penasquito-Mine in Mexiko wird künftig einer der Hauptwachstumsträger der Goldcorp sein.

**Jeannes:** Also hier würden wir schon auf die richtigen Umstände warten wollen. Wir sehen uns jedenfalls nicht unter Druck, unsere Kostenbasis durch Zukäufe herunterbringen zu müssen.

**Smart Investor:** Sehen Sie eigentlich die Industrie als Ganzes? Wachstum ist ja hier eher ein Fremdwort?

**Jeannes:** Meine Sicht der Dinge war schon länger, dass die Goldproduktion weltweit zurückgeht und sich dies auch noch lange fortsetzen wird. Das ist vor allem auf den Mangel an wirklich großen Goldvorkommen zurückzuführen. Die meisten der neuen Vorkommen sind dazu so kompliziert zu erschließen, dass sie erst mit höheren Goldpreisen ökonomisch in Produktion gebracht werden können. Das ist schon ein Teufelskreis.

**Smart Investor:** Damit geben Sie uns das richtige Stichwort. Dieses fallende Angebot trifft auf eine stetig wachsende Nachfrage. Wohin führt das den Goldpreis?

**Jeannes:** Die Käufe der Notenbanken, die wir jüngst wieder verstärkt sehen, sowie die industrielle Nachfrage sind wichtige Para-

meter für die Goldpreisbildung. Aber was immer wieder vergessen wird, ist die Nachfrage von Seiten der Investoren. Die wirtschaftliche Schiefelage in den vergangenen 18 Monaten hat erneut den Status des Goldes als sicherer Hafen, als letzte Vertrauen genießende Instanz untermauert. In meinen Augen ist diese Anlegernachfrage struktureller Natur, wird also nicht über Nacht wieder abebben. Wenn sich die Wirtschaft wieder erholt, wird dies zudem die Angst vor einer neuen Teuerungswelle schüren, ausgelöst durch die Unmengen an Geld, die als Konjunkturstimulus ins System gepumpt wurden. Wenn Sie dazu noch wissen, dass Gold immer schon ein Instrument gegen Kaufkraftverlust war, dann glaube ich schon an ein für Gold insgesamt positives Umfeld. Und wenn ich das noch hinzufügen darf: Dies gilt für die nächsten Jahre.

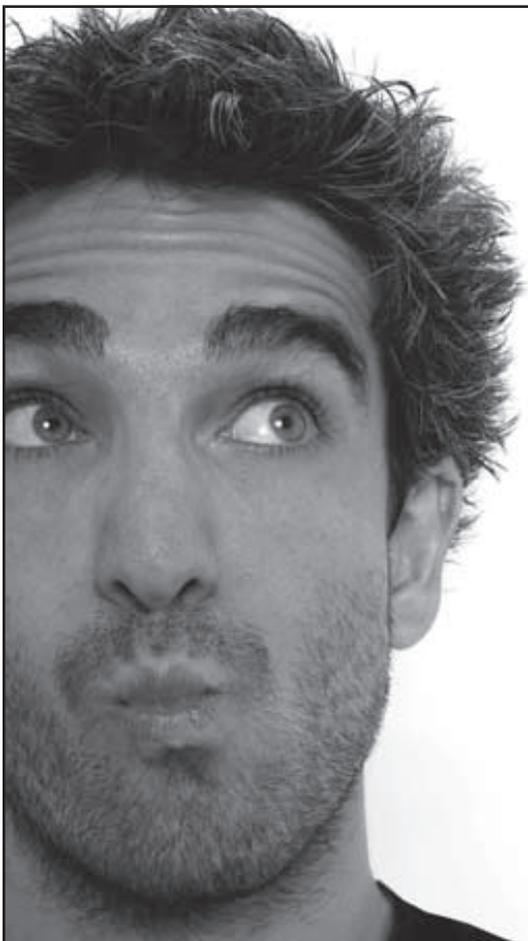
**Smart Investor:** Herr Jeannes, damit liegen Sie fast schon auf Smart Investor-Linie. Haben Sie vielen Dank für das Gespräch. ■

*Interview: Tobias Karow*

#### HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 81).

Anzeige



„Auf einen Blick...  
ich scanne die Märkte nach meinen Kriterien  
und finde profitable Tradingchancen.“

**tradesignal**<sup>®</sup>

interactive online charting

[www.tradesignalonline.com/Scanner](http://www.tradesignalonline.com/Scanner)



Foto: Einhell

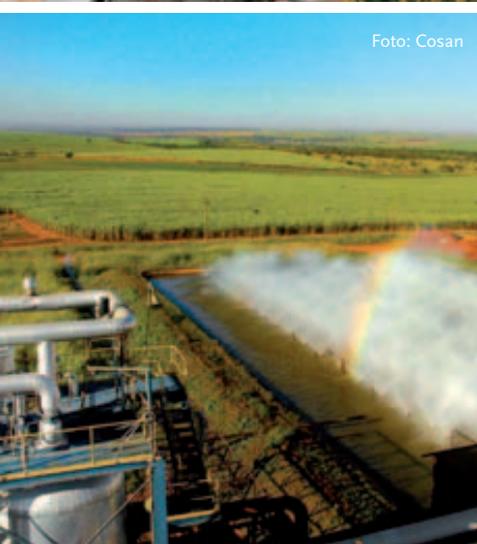


Foto: Cosan



Foto: Vale

# Der Optimismus ist zurück

In jeder Ausgabe stellen wir unserer Auffassung nach aussichtsreiche Aktien und Unternehmen aus ganz unterschiedlichen Branchen und Sektoren vor. Manche von ihnen sind alte Bekannte, manche waren sogar einmal Teil unseres Musterdepots, und andere wiederum haben wir zuvor noch nie behandelt. Ganz gleich, in welche dieser Kategorien

sich ein Titel einordnen lässt, sollten sich nach unserer Vorstellung neue, kursrelevante Gerüchte, Fakten und Entscheidungen ereignen, so versuchen wir Sie – wenn möglich – hierauf auch im Rahmen eines kurzen Updates in der Rubrik „Nachrichten aus den Unternehmen“ hinzuweisen. Dass eine solche Aktualisierung nicht in jedem Fall stattfindet, hat einen einfachen Grund: Die wachsende Zahl der von uns besprochenen Werte trifft auf eine stets beschränkte Seitenzahl. Folglich müssen wir bei der Konzeption jeder Ausgabe abwägen, was uns besonders wichtig und berichtenswert erscheint. Sollte also eines „Ihrer“ Unternehmen schon länger nicht mehr in dieser Rubrik auftauchen, so möchten wir Sie um etwas Geduld bitten. Auf der dieses Mal mitabgedruckten Watchlist führen wir all diejenigen Werte auf, die prinzipiell auch für eine spätere Aufnahme in unser Musterdepot in Frage kommen und/oder die wir ganz grundsätzlich für interessant und aussichtsreich erachten.

## Cosan: Erfolgreicher Turnaround

Die brasilianische Cosan nimmt derzeit den dritten Platz unter den weltweit größten Zuckerproduzenten ein. Darüber hinaus ist das Unternehmen der fünftgrößte Ethanol-Produzent. Als einer der Platzhirsche der Branche haben die Aussagen des Managements ein besonderes Gewicht. Bei Vorlage der jüngsten Halbjahreszahlen gab der Vorstand einen optimistischen Ausblick. Das Schlimmste sei überstanden, die negativen Auswirkungen der globalen Finanzkrise auf den brasilianischen Zucker- und Ethanol-Sektor inzwischen verdaut. Vor allem viele kleinere Mühlen und Raffinerien, die zum

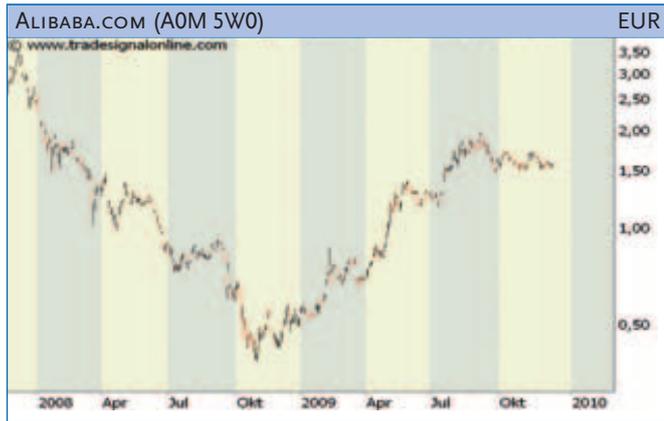


Teil mit einem hohen Leverage operierten, wurden von größeren Wettbewerbern wie Cosan übernommen und aufgekauft. Die Trendwende zeigt sich indes auch bei einem Blick in die Konzernbilanz. Nach einem stattlichen Verlust von 380 Mio. BRL. Real im Vorjahr erwirtschaftete Cosan im ersten Halbjahr des neuen Geschäftsjahres 2009/10 einen Überschuss von 173 Mio. BRL (umgerechnet 67 Mio. BRL). Auch der Cashflow konnte wesentlich auf 355 Mio. Real (Vj.: 182 Mio.) verbessert werden. Die Cosan-Aktie weist infolge des geglückten Turnarounds seit Jahresbeginn ein Plus von mehr als 100% auf.

**SI-Kommentar:** Kursrücksetzer sollten weiterhin zum Kauf des attraktiv bewerteten Emerging-Market-Titels genutzt werden. Bei einer Fortsetzung der konjunkturellen Erholung sind auch die alten Hochs mittelfristig wieder erreichbar.

## Alibaba.com: Marketing-Offensive

China ist bislang vor allem eine Exportnation. Aber dieses Bild könnte schon bald um das einer Internation ergänzt werden. Immerhin surfen nach offiziellen Angaben bereits mehr als 300 Mio. Chinesen regelmäßig im Netz. Alibaba.com verbindet ausgerechnet diese beiden Welten in seinem Geschäftsmodell. Als Betreiber einer E-Commerce-Plattform adressiert das Unternehmen vor allem ausländische Firmen, die in China ihre Waren einkaufen. Mit aufwändigen Marketingaktionen wurde zuletzt u.a. in den USA und Europa für die Seite geworben – und das offenbar mit Erfolg. Namhafte Großkonzerne wie Procter & Gamble gehören seit Kurzem zum Kundenstamm von Alibaba.com. Die gestiegenen Marketingkosten schmälern allerdings zunächst den Ge-



winn. Hinzu kamen Belastungen aus der globalen Wirtschaftskrise, die sich in einem im Vergleich zu den Vorjahren verlangsamten Umsatzwachstum bemerkbar machen. Wohlgedenkt: Wir reden hier lediglich von einem Rückgang der Zuwachsraten auf 25% und nicht von einem Rückgang in absoluten Zahlen. Für die Zukunft deutet vor allem der Anstieg der zahlenden Mitglieder auf über 85.000 eine Fortsetzung der Wachstumsstory an.

**SI-Kommentar:** Alibaba.com zählt mit Sicherheit nicht zu den Schnäppchen auf dem Kurszettel. Die langfristige Wachstumsperspektive bleibt jedoch intakt und die Aktie somit ein aussichtsreicher Internet-Play.

#### Vale: Milliardeninvestitionen

Wie schnell sich die Gewinne im Rohstoffsektor wieder erholen, zeigt eindrucksvoll die brasilianische Vale. Der weltweit größte Eisenerzproduzent (Weltmarktanteil: 36%), der überdies auch in der Nickelproduktion eine dominante Stellung einnimmt, glänzte zuletzt mit starken Zuwächsen bei allen wichtigen Ertragskennziffern. Vom zweiten auf das dritte Quartal kletterte der Überschuss von 800 Mio. auf 1,7 Mrd. USD. Das EBITDA – als Annäherung an den Cashflow – konnte gar von 1,7 auf 3,0 Mrd. USD gesteigert werden. Zwar wird Vale damit den Ergebniseinbruch des ersten Halbjahres nicht mehr ausgleichen können, für 2010 stehen die Zeichen unterstützt von wieder deutlich anziehenden Eisenerz- und Nickelpreisen auf ein profitables Wachstum. Mit die-

ser optimistischen Einschätzung steht auch die Budgetplanung des Managements im Einklang. Bis Ende nächsten Jahres sollen knapp 13 Mrd. USD für Wartungsarbeiten und weiteres organisches Wachstum aufgewendet werden. Erst kürzlich hat Vale die Produktion in einer der weltgrößten Nickelminen aufgenommen. Weniger bekannt ist dagegen, dass der Konzern auch weite Teile des brasilianischen Eisenbahnnetzes sowie Terminals in fünf Häfen des Landes kontrolliert.

**SI-Kommentar:** Nach einem Plus von über 100% seit Jahresbeginn hat sich der Wert eine längere Verschnaufpause verdient. Grundsätzlich zählt Vale zu den Basisinvestments im Rohstoffsektor.

#### Cewe Color: Vor Ergebnissprung?

Mit weitgehend stabilen Umsatz- und Ergebniszahlen geht der Fotoentwickler Cewe Color in das wichtige Weihnachtsgeschäft. Im traditionell starken dritten Quartal – in diesen Zeitraum fällt die Haupturlaubssaison – verzeichnete der Konzern einen Überschuss von 12,2 Mio. EUR (+3% gegenüber Vorjahr). Wachstumsträger bleibt wie schon in den Vorjahren das Internetgeschäft. In dieser Sparte legte der Umsatz zuletzt um 27% zu, wohingegen die Erlöse auf Konzernebene auf dem Niveau des Vorjahres hereinkamen. Vorstandschef Dr. Rolf Hollander sieht sein Unternehmen auf einem guten Weg. Vor allem der in den vergangenen Jahren forcierte Umbau des Geschäfts von analog zu digital dürfte sich alsbald in deutlich steigenden Ertragskennzahlen niederschlagen. Wenn nämlich durchschnittlich 10 Mio. EUR jährliche Restrukturierungskosten endlich wegfallen, winkt ein signifikanter Ergebniszuwachs. Für das laufende Geschäftsjahr bestätigte Dr. Hollander derweil die alte Prognose. So soll inklusive aller Restrukturierungsaufwendungen ein Ergebnis zwischen 10 und 15 Mio. EUR erzielt werden.

**SI-Kommentar:** Ein Abfischen um die Marke von 20 EUR sollte sich nicht zuletzt vor dem Hintergrund einer voraussichtlichen Dividendenrendite von 5% auszahlen.

#### Einhell: Zeigt Stärke

Angesichts des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds sind die vorgelegten Zahlen des Werkzeug- und Gartengeräteherstellers Einhell mehr als respektabel. Während der Konzern vor allem >>

Anzeige

“Lutsch Dich glücklich”

SWEET  
MOMENTS

TOP-  
PRÄSENT  
2009

## Jetzt glückliche Momente verschenken

Persönliche Mini-Präsente für Kunden oder Mitarbeiter • liebevoll verpackt • verschenkfertig mit Grußkärtchen und handgebundener Schleife • Winterbonbons in handwerklicher Tradition gefertigt • sieben Sorten plus eine Weihnachtsbonbonmischung • schnelle Lieferung • Bestellen Sie jetzt die individuellen Glücksmacher: Tel. 08146-99 77 29-0 oder online: [shop.lutsch-dich-gluecklich.de](http://shop.lutsch-dich-gluecklich.de)



in Osteuropa die Folgen der Krise zu spüren bekam, konnte das Geschäft in Asien und Südamerika weiter ausgebaut werden. In Chile ist man bereits mit einer eigenen Vertriebstochter vertreten, in Brasilien steht der Markteintritt zudem kurz bevor. Strategisch sieht der Vorstand in der Region die nächste große Wachstumsstory, die eine Abkühlung im Osteuropa-Geschäft abfedern helfen soll. Die flexible Fertigung und schlanken Strukturen versetzten Einhell in die Lage, in den ersten drei Quartalen ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 13,5 Mio. (Vj.: 16,1 Mio. EUR) zu erzielen. Der Gewinn je Aktie erreichte für den Zeitraum sogar den Wert des Vorjahres (2,90 EUR). Für das im Juli ausgelaufene Schuldscheindarlehen konnte indes eine fünfjährige Anschlussfinanzierung zu – wie es heißt – „guten Konditionen“ erzielt werden. Die internationale Expansion sei hierdurch gesichert.

**SI-Kommentar:** Mit einem weiterhin einstelligen KGV und einer langfristigen Wachstumsperspektive bleibt Einhell ein attraktives Value-Investment.

### Envio: Ergebnis gewinnt an Fahrt

Auch beim Dortmunder Umweltdienstleister Envio nimmt das Geschäft spürbar an Momentum auf. Begünstigt von wieder anziehenden Kupferpreisen gelang es dem im Entry Standard gelisteten Unternehmen, sein operatives Ergebnis im zurückliegenden dritten Quartal auf nahezu 1 Mio. EUR zu verbessern. Im gesamten ersten Halbjahr erzielte Envio hingegen nur ein EBIT von rund 0,6 Mio. EUR. Wie Vorstandschef Dr. Dirk Neupert erklärt, habe man das bislang beste Quartalsergebnis der Unternehmensgeschichte trotz weiterer Verluste im Biogas-Segment erzielen können. Der Biogas-Bereich dürfte erst zu Beginn des nächsten Jahres die Verlustzone verlassen. Die Guidance für das Gesamtjahr sieht ein EBIT zwischen 2,4 und 2,8 Mio. EUR vor. Demnach sollte auch das Schlussquartal einen erfreulichen Gewinnbeitrag leisten. Nach anfänglichen Verzögerungen im Korea-Geschäft läuft die dortige Anlage zur Entsorgung PCB-haltiger Transformatoren inzwischen nach Plan.

**SI-Kommentar:** Envio ist über den Weiterverkauf der bei der Entsorgung der Transformatoren gewonnenen Rohstoffe wie Kupfer ein Konjunktur-Profiteur. Insbesondere rohstoffaffine Anleger sollten die Aktie auf ihre Watchlist setzen.

### DEAG: Erwartet starkes viertes Quartal

Es geht voran beim Konzertveranstalter DEAG. Nach der im August bekannt gegebenen Beteiligung von Sony Music am europäischen Klassikgeschäft der DEAG weisen die zuletzt publizierten Neunmonatszahlen auf eine operative Trendwende hin.

SI-WATCHLIST			
	WKN	BRANCHE	ZULETZT BESPROCHEN
ALIBABA	A0M 5W0	INTERNET	7/2009 S. 6
AMAZON	906 866	INTERNET	9/2009 S. 70
AMGEN	867 900	BIOTECH/PHARMA	8/2009 S. 10
ASIAN BAMBOO	A0M 6M7	HOLZINDUSTRIE	12/2009 S. 64
AUGUSTA	A0D 661	TECH-HOLDING	10/2009 S. 64
AURELIUS	A0J K2A	SANIERER	9/2009 S. 70
BANGKOK BANK	883 565	BANK	4/2009 S. 12
BAYWA	519 406	KONGLOMERAT	9/2009 S. 6
BUNGE	762 269	AGRAR	6/2009 S. 6
C.A.T. OIL	A0J KWU	ÖLDIENSTLEISTER	1/2009 S. 14
CENTROTHERM	A0J MMN	SOLAR	12/2009 S. 32
CHAROEN POKPHAND FOODS	885 591	LEBENSMITTEL	6/2009 S. 6
CHESAPEAKE ENERGY	885 725	ENERGIE	1/2009 S. 14
COSAN	A0M WH2	ZUCKER/ETHANOL	6/2009 S. 60
CRESUD	906 164	AGRAR	6/2009 S. 6
CTS EVENTIM	547 030	ENTERTAINMENT	11/2009 S. 16
ELRINGKLINGER	785 602	AUTOMOBILZULIEF.	2/2009 S. 68
EUROFINS	910 251	ANALYTIK	9/2009 S. 70
FIELMANN	577 220	EINZELHANDEL	7/2009 S. 66
FMC	578 580	HEALTHCARE	8/2009 S. 10
GAZPROM	903 276	ENERGIE	5/2009 S. 64
GOLDFIELDS	856 777	GOLD	10/2009 S. 18
GOYELLOW	691 190	INTERNET	11/2009 S. 62
GRIFOLS	A0B 6Z3	HEALTHCARE	9/2009 S. 70
INDOFOOD	891 724	LEBENSMITTEL	7/2009 S. 60
JOY GLOBAL	779 633	MINEN-EQUIPMENT	1/2009 S. 53
K+S	716 200	AGRAR	10/2009 S. 60
KRONES	633 500	MASCHINENBAU	9/2009 S. 70
KTG AGRAR	707 400	AGRAR	6/2009 S. 6
KWS SAAT	A0D N1J	AGRAR	6/2009 S. 6
NORILSK NICKEL	676 683	ROHSTOFFE	3/2009 S. 20
ROTH & RAU	A0J CZ5	SOLAR	12/2009 S. 32
SAMSUNG	881 823	ELEKTRONIK	4/2009 S. 12
SAP	716 460	SOFTWARE	5/2009 S.11
SCHALTBAU	717 030	INFRASTRUKTUR	4/2009 S. 62
SCHÖLLER-BLECKMANN	907 391	ÖLDIENSTLEISTER	1/2009 S. 14
SMARTRAC	A0J EHN	ELEKTRONIK	2/2008 S. 56
STADA	725 180	PHARMA	8/2009 S. 10
STEICO	A0L R93	BAU	11/2009 S. 12
VALE	A0R N7M	ROHSTOFFE	3/2009 S. 60
VOSSLOH	766 710	INFRASTRUKTUR	6/2009 S. 36
ZIJIN MINING	A0M 4ZR	ROHSTOFFE	10/2009 S. 18

Demnach konnte der EBIT-Verlust aus dem Vorjahr von 2,4 Mio. EUR in einen Gewinn von 2,3 Mio. EUR verwandelt werden. Auch nach Steuern und Abzug aller Kosten ergab sich ein Überschuss von 1,1 Mio. EUR (Vj.: -3,6 Mio. EUR). Für das laufende, traditionell bedeutsame vierte Quartal erwartet der Vorstand des Berliner Live-Entertainment-Spezialisten eine Fortsetzung der (über-)planmäßigen Entwicklung der vergangenen Monate. So sollen sich sämtliche Ergebniskennzahlen über den Vergleichswerten des Vorjahres bewegen. Bei der britischen Beteiligung Raymond Gubbay steht in den nächsten Wochen eine Reihe gut besuchter Veranstaltungen (u.a. in der Royal Albert Hall und der Londoner O2-Arena) auf dem Spielplan. 2010 wird DEAG dann u.a. die Tourneen von Peter Maffay und Star-Geiger

Anzeige

## Der Wellenreiter

Wirtschaftsthemen der Zeit

Zyklen, Verlaufsvergleiche, Kommentare  
Jeden Montag CoT-Auswertung

Schnupperabo 14 Tage kostenlos

[www.wellenreiter-invest.de](http://www.wellenreiter-invest.de)

David Garrett betreuen. Der Vorverkauf für beide Events läuft nach Angaben des Unternehmens sehr erfreulich.

**SI-Kommentar:** Mit der Ausrichtung auf das margenstarke Klassik-Geschäft, dem Einstieg von Sony und einer Rundumvermarktung seiner Künstler beschreitet das Unternehmen (endlich) einen viel versprechenden Weg.

**Zijin Mining: Auf dem Weg zum Gold-Major**

Chinas größter Gold- und drittgrößter Kupferproduzent hat in den vergangenen Wochen und Monaten seine Expansion Schritt für Schritt fortgesetzt. Dabei gehören Zijin bereits die moderne Zijinshan-Goldmine sowie 80% von Monterrico Metals in Peru. Dies ist zusammen mit drei weiteren Projekten die Basis für einen ohnehin schon stattlichen Ausstoß von jährlich knapp 2 Mio. Unzen Gold. Nun stockte Zijin seinen Anteil an Yuanyang Huaxi Gold von 10 auf 30% auf und zahlte hierfür 120 Mio. EUR. Damit wird die Position im Heimatmarkt China weiter gestärkt. In Australien verleibte sich Zijin den Kupfer- und Bergbauspezialisten Indophil für 334 Mio. EUR ein, wodurch Zijin 37,5% der Anteile am Tampakan-Projekt auf den Philippinen erwarb, in dem ab etwa 2015 für 20 Jahre 350.000 Unzen Gold abgebaut werden sollen. Dieses gilt als hochgradig ausbaufähig. Daneben kauften die Chinesen 37,5% an Wangcheng Commercial und stärkten damit die Produktionskapazität im Bereich der Industriemetalle. Wangcheng fördert vor allem Zink, Blei, Kupfer und Eisenerz. Damit dürfte Zijin die Weichen auf weiteres



Wachstum gestellt haben. Zuletzt stiegen Umsatz und Nettogewinn auf Jahressicht jeweils um 10%, die Nettogewinn-Marge lag stabil bei knapp 20%.

**SI-Kommentar:** Vorausgesetzt, die Integration der zahlreichen Zukäufe gelingt, dürfte Zijin zu den am schnellsten wachsenden Goldproduzenten der Welt gehören. Moderne Minen helfen zudem, die Kosten unter Kontrolle zu halten und damit die Margen zu verfestigen. Im Vergleich zu vielen nordamerikanischen Minenkonzernen ist die Aktie zudem nicht teuer.

Tobias Karow, Marcus Wessel

Anzeige

**Mit Devisen Tagesgewinne von 10, 20, 30, 40 oder sogar über 50% erzielen!!**



**Beispiel: GBP/USD**

Daten/Kurs/Empfehlung: 21.05.2009 / 1,5795 / Short  
 Hinweis: volkswirtschaftlich durch die bevorstehenden Inflationsdaten der Bank of England begründet



**Hier können Sie uns gratis testen!**

Testen Sie kostenlos den Devisen-Alarm, der Sie rechtzeitig über relevante Ereignisse in den wichtigsten Währungspaaren informiert - ob Long oder Short - Sie liegen vorne!

39€

Gutscheincode: **WIN2009**

[www.devisen-alarm.de](http://www.devisen-alarm.de)

Mehr erfahren und einfach testen!

### CFC Industriebeteiligungen: Portfolio bereinigt

In den zurückliegenden Monaten hat der Unternehmenssanierer CFC vor allem im eigenen Portfolio kräftig aufgeräumt. Im Zuge der Wirtschaftskrise entschloss man sich zur Aufgabe der Mode-Aktivitäten (Rosner, delmod). Zukünftig will sich die Beteiligungsgesellschaft nach Aussagen von CEO Marcus Linnepe auf die beiden Kernbereiche „Home & Living“ (mit dem Kochgeschirrhersteller Berndes) und „Electronics“ konzentrieren. Die Belastungen aus dem Modebereich zeigen sich bei einem Blick in die Bilanz. Nach neun Monaten weist CFC einen Nachsteuerverlust von 4,5 Mio. EUR aus. Im Vorjahr erzielte der Sanierer noch einen Gewinn in ähnlicher Größenordnung. Auch die Eigenkapitalquote von 20% erscheint ausbaufähig. Die Hauptversammlung stimmte zuletzt der Umwandlung der GmbH & Co. KGaA in eine AG und der Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals zu. Damit seien die Voraussetzungen gegeben, um neue Wachstums- und Expansionschancen zu nutzen, so Linnepe. Operativ erwartet vor allem Berndes im nächsten Jahr weitere Impulse für sein Geschäft. Für das neue Segment „Schneidwaren“ konnte bereits ein Großauftrag gewonnen und darüber hinaus eine Kooperation mit einem europäischen Kochgeschirrhersteller geschlossen werden.

**SI-Kommentar:** Die CFC-Aktie hat sich allein im laufenden Jahr nochmals nahezu halbiert. Wir sehen darin den Ausdruck großer Unsicherheit. Nun gilt es zu beweisen, dass sich die „neue“, schlankere CFC tatsächlich auf Turnaround-Kurs befindet.

### Blue Cap: Plant mit Zukäufen und einem Exit

Die Münchner Blue Cap hat sich auf die Beteiligung an mittelständischen Nischenunternehmen spezialisiert. Wie uns Vorstand Dr. Hannspeter Schubert erklärt, sehe man sich nicht als reinen Finanzinvestor. „Wir gehen in die Unternehmen und unterstützen diese auch im operativen Geschäft. Ungelöste Nachfolgeregelungen oder auch Restrukturierungsfälle, bei denen

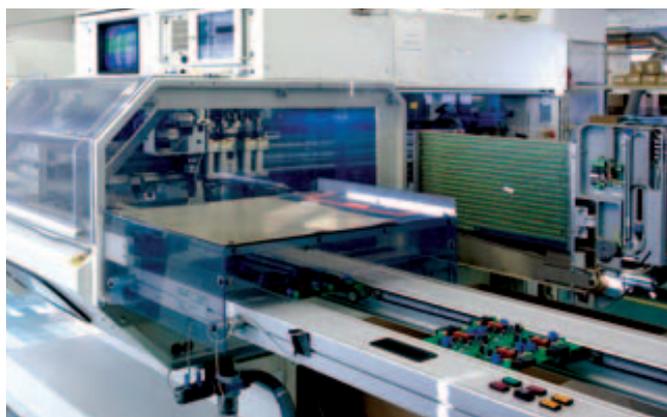


Foto: CFC Industriebeteiligungen

mitunter ein großer Handlungsdruck besteht, bieten uns attraktive Chancen“, so Schubert. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 gab Blue Cap den Einstieg beim Klebstoffhersteller Planatol bekannt. Von einem früheren Geschäftsführer wurde zunächst ein Minderheitenanteil übernommen. In den nächsten Monaten plant der Vorstand wieder fest mit Neuengagements: „Derzeit befinden sich drei Unternehmen in der engeren Auswahl: ein Maschinenbauer, eines aus der Chemiebranche und eines aus dem Bereich der Verbindungstechnik.“ „Die Front auf der Akquisitionsseite hellt sich auf“, so Schubert. Auf der Exit-Seite will Schubert im neuen Geschäftsjahr zumindest eine Transaktion erfolgreich abschließen und hierüber stille Reserven heben. Denn anders als viele Konkurrenten bilanziert Blue Cap konservativ nach HGB.

**SI-Kommentar:** Aufgrund der geringen Börsenumsätze empfiehlt sich der Einstieg nur über ein Limit. In jedem Fall sollten Anleger Geduld mitbringen, denn für kurzfristiges Trading scheint der Wert denkbar ungeeignet.

Marcus Wessel

## NACHRICHTEN AUS DEN IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN

### RCM Beteiligungs AG: Zukauf unter Substanz

Zu den kleineren Immobilienunternehmen auf dem heimischen Kurszettel zählt die RCM Beteiligungs AG. Der Bestandhalter konzentrierte sich bislang auf Wohnimmobilien in Sachsen (und dort die Großstädte Dresden und Leipzig) sowie auf die Region Stuttgart. Mit der Übernahme des 50%-Anteils an der SEE Real Estate ist das Unternehmen nun aber auch in Südosteuropa ver-

treten. In Rumänien unterhält SEE ihr bis dato einziges Immobilienprojekt. Für den RCM-Vorstand dürfte jedoch weniger dieses Objekt als die überaus solide finanzielle Ausstattung der SEE von Interesse gewesen sein. So konnte die Beteiligung unter ihrem Cashbestand von derzeit 7 Mio. EUR erworben werden. Angenehmer Nebeneffekt: Durch die Übernahme sollte die Eigenkapitalquote im Konzern zum Jahresende auf rund 40% ansteigen. Darüber hinaus erwartet der Vorstand bereits im nächsten Jahr einen positiven Ergebnisbeitrag aus dem Zukauf, der am ehesten als „opportun“ zu charakterisieren ist.

**SI-Kommentar:** Aus Sicht des RCM-Managements war der Deal ein cleverer Schachzug. Der seit dem Sommer eingeschlagene Aufwärtstrend der Aktie sollte daher Bestand haben.

Marcus Wessel



#### HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 81).

# Ein gutes Jahr geht zu Ende

Wenn es stimmt, dass die Börse einen Aufschwung vorwegnimmt, dann steht die Weltwirtschaft vor einem Comeback. 2009 war bereits für unser Musterdepot ein überaus erfolgreiches Jahr.

Auf rund 30% summiert sich der diesjährige Zugewinn bis Mitte Dezember. Damit ließen wir nicht nur unsere Benchmark, den DAX, sondern auch die meisten anderen Musterdepots weit hinter uns. Vor allem sind wir nur noch wenige Tausend Euro von unserem Allzeithoch aus dem Sommer 2007 entfernt (damaliger Depotstand: 295.000 EUR), und das obwohl manchen unserer Ideen nachweislich kein Erfolg beschieden war (wie zuletzt die Spekulation auf einen Kursrutsch der Deutsche-Bank-Aktie). Da sich weiterhin ein Short auf den DAX im Depot befindet und wir darüber hinaus eine Liquidität von über 30% vorhalten, entsprach unser Anlagestil auch zuletzt eher einer Fahrt mit angezogener Handbremse und kontrolliertem Risiko. Umso zufriedener können wir mit der erzielten Performance sein.

## Erfolg und Misserfolg mit Derivaten

Nicht jede Spekulation geht auf. So geschehen bei unserem Put auf die Deutsche Bank, der zum Redaktionsschluss verfiel und

Das Jahr 2009 ist so gut wie durch, für das Smart Investor-Musterdepot war es ein erfolgreiches.



daraufhin zu einem Kurs von 0 EUR ausgebucht wurde. Zu dem von uns beim Kauf des Scheins erwarteten „Obama-Drama“ kam es nicht. Bankentitel mussten in den zurückliegenden Monaten keine größeren Kursverluste hinnehmen, so dass uns hier ein Gewinn verwehrt blieb. Der äußerst spekulative Charakter dieser Position war uns allerdings bereits beim Kauf des Scheins sehr wohl bewusst. Aus diesem Grund investierten wir seinerzeit auch weniger als 1% des Depotvolumens (2.000 EUR) in den Deutsche-Bank-Put. Besser sieht es bislang im Fall des Euro-Short-Zertifikats aus. Ein zuletzt wieder stärkerer US-Dollar bescherte uns inzwischen einen respektablen Buchge- >>

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR)

STICHTAG: 11.12.2009

PERFORMANCE: +30,2% SEIT JAHRESANFANG (DAX: +19,7%); +2,2% GG. VORMONAT (DAX: +1,6%); +188,1% SEIT DEPOTSTART (DAX: +125,0%)

	WKN	BRANCHE/ LAND	SIP*	C/R*	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE	
											VORMONAT	SEIT KAUF
BANPU [THAI]	882 131	KOHLEPRODUZENT	B	7/6	2.000	04.04.07	4,72	11,13	22.260	7,7%	+13,6%	+135,8%
INIT [D] <b>IK</b>	575 980	TELEMATIK	B	6/4	1.000	26.11.08	4,70	10,95	10.950	3,8%	+0,0%	+133,0%
PANORAMIC RES. [AUS]	A0Q 29H	NICKELPRODUZENT	C	8/8	10.000	15.10.08	0,67	1,49	14.900	5,2%	-0,7%	+122,4%
BAADER [D]	508 810	MAKLER	C	8/6	5.000	08.10.08	2,05	3,62	18.100	6,3%	+11,7%	+76,6%
UNITED INTERNET [D]	508 903	INTERNET	C	8/6	1.000	08.10.08	5,65	9,03	9.030	3,1%	-1,3%	+59,8%
ADVANCED INFLIGHT** [D] <b>IK</b>	126 218	MEDIEN	B	6/4	5.000	22.12.04	1,84	2,64	13.200	4,6%	+12,8%	+43,5%
EUR/USD-SHORT; 1,555 USD	TB7 N6H		B	8/7	1.000	04.11.09	5,45	6,43	6.430	2,2%	+34,8%	+18,0%
STRATEC BIOMEDICAL [D]	728 900	MEDIZINGERÄTE	B	7/5	400	11.11.09	23,48	26,82	10.728	3,7%	+7,3%	+14,2%
SILVER STANDARD RES.** [CAN]	858 840	SILBEREXPLORER	C	7/5	1.000	13.11.08	14,29	15,46	15.460	5,4%	+6,6%	+8,2%
RATIONAL [D]	701 080	KÜCHENGERÄTE	C	7/7	100	06.08.08	116,41	119,59	11.959	4,2%	+4,7%	+2,7%
DELTCOM [D] <b>IK</b>	514 680	REIFENHANDEL	B	7/5	400	11.11.09	23,99	24,30	9.720	3,4%	+1,3%	+1,3%
SINO-FOREST [CHN]	899 033	HOLZPRODUZENT	C	8/6	800	09.09.08	11,20	10,97	8.776	3,0%	-6,2%	-2,1%
NETEASE [CHN]	501 822	INTERNET-SPIELE	B	8/6	300	15.07.09	26,06	24,73	7.419	2,6%	-1,2%	-5,1%
DAX-SHORT-HZ; 6,250; JUN10	CG0 21U		E	9/8	2.000	26.10.09	5,50	5,00	10.000	3,5%	-13,8%	-9,1%
PALFINGER [ÖST]	919 964	SPEZIALKRÄNE	D	7/6	600	21.06.06	17,97	15,38	9.228	3,2%	-8,5%	-14,4%
ORAD HI-TEC [ISR] <b>IK</b>	928 634	3D-SOFTWARE	C	7/6	3.000	06.08.08	2,65	2,25	6.750	2,3%	+3,7%	-15,1%
EQUITYSTORY [D]	549 416	INVESTOR RELATIONS	D	5/5	400	06.10.08	21,30	17,88	7.152	2,5%	+2,2%	-16,1%
STRATECO RES. [CAN] <b>IK</b>	A0C AKR	URAN-EXPLORER	C	9/8	10.000	08.10.08	0,67	0,48	4.820	1,7%	-7,3%	-28,1%

\*) C/R: gibt Chance und Risiko jeweils auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 9 (hoch) an.

\*) SIP: Das SI-Potenzialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet (von A=„Einstieg jederzeit ratsam“ bis E=„Aktie wirkt angeschlagen“ bzw. F=„Verkauf“) und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten.

Veränderungen beim C/R oder SIP gegenüber dem Vormonat werden farblich hervorgehoben. Erhöhungen sind grün und Reduzierungen rot markiert.

AKTIENBESTAND 196.882 68,3%

LIQUIDITÄT 91.169 31,7%

GESAMTWERT 288.051 100,0%

**IK:** Interessenkonflikt; bitte beachten Sie den Hinweis am Ende dieses Beitrags sowie im Impressum auf S. 8!

\*\*\*) Mischkurs; HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE						
	WKN	KURS	STÜCKZ.	VERK.WERT	PERF.	DATUM
DEUTSCHE BANK PUT	CG5 FKN	0,00	10.000	0	-100,0 %	11.12.09

winn. Allein in den vergangenen drei Wochen legte der Schein um gut ein Drittel im Wert zu. Hinter der jüngsten Euro-Schwäche – so sieht es derzeit aus – steckt vermutlich mehr als nur eine Korrektur. Es verdichten sich die Anzeichen, dass wir es vielmehr mit einer mittelfristigen Trendwende zu tun haben. Folglich belassen wir den Euro-Short im Depot.

### Uran-Wette Strateco (IK) mit hohem Upside

Mit der Aktie des kanadischen Uran-Explorers Strateco setzen wir auf eine Renaissance des radioaktiven Metalls. Strateco verfügt über ein Projekt in den kanadischen Otish Mountains rund 400 km nördlich der Provinzhauptstadt Québec. Dort liegen den neuesten Messergebnissen zufolge mindestens 60 Mio. Pfund hochgradiges Uran. Die alte Schätzung ging lediglich von einem Drittel dieser Vorkommen aus. Für das Jahr 2013 ist bislang der Start der Produktion in Matoush geplant. Analysten schätzen, dass Strateco in der Lage sein wird, das Uran für weniger als 25 USD pro Pfund zu fördern. Zum Vergleich: Der Spot-Preis liegt aktuell bei über 40 USD, der in den meist langfristigen Lieferverträgen festgelegte Kurs sogar bei rund 70 USD. Den größten Stolperstein auf dem Weg zum Start der Produktion sehen wir in der noch ausstehenden Lizenz zum Abbau des Urans. Nachdem die Firma jedoch die meisten Genehmigungen inzwischen erhalten hat, sollte die Lizenz im nächsten Jahr mit

hoher Wahrscheinlichkeit auch erteilt werden. Strateco bringt es zurzeit auf einen Marktwert von rund 100 Mio. CAD. Bedenkt man, dass aktive Uran-Förderer mit einer jährlichen Produktionsleistung von 3 bis 4 Mio. Pfund – eine solche Größenordnung strebt Strateco später einmal an – an der Börse mit dem 20- bis 30-Fachen bewertet werden, zeigt sich das – zumindest theoretische – immense Aufwärtspotenzial des Titels, wenn alles so kommt wie geplant. Aber natürlich wollen wir die enormen Risiken, die ein solcher Explorationstitel beinhaltet, nicht verschweigen. Aus diesem Grund entfällt auch nur ein recht kleiner Depotanteil auf Strateco.

### Umtauschangebot für SSRI-Papiere

Gleich mehrere Leser fragten uns nach unserer Einschätzung eines laufenden Umtauschangebots für Silver-Standard-Resources-Aktien (SSRI). Danach seien den Anteilseignern Optionen eines anderen Emittenten eingeräumt worden. Grundsätzlich gilt: Finger weg von solchen Offerten! Gerade im Rohstoffbereich kam es in letzter Zeit häufiger zu solchen Angeboten, deren Seriosität zumindest in Zweifel gezogen darf. Auch dass das Angebot von der jeweiligen Hausbank den Anlegern zugestellt wurde, ist kein Gütesiegel, schließlich ist die Bank in diesem Fall nur der Überbringer der Nachricht. Was die Silver-Standard-Aktie wiederum anbelangt, so denken wir nicht an einen Verkauf. Wenngleich das erste Halbjahr 2010 für Rohstofftitel insgesamt einige Belastungen mit sich bringen könnte (u.a. einen stärkeren US-Dollar), bleiben wir längerfristig bei unserer bullischen Meinung zum Silbersektor und damit auch zur SSRI-Aktie, die man auch als eine endlos laufende Option auf einen steigenden Silberpreis betrachten kann.

### Fazit

Während ein mehr als zufriedenstellendes Börsenjahr soeben auf seine Zielgerade einbiegt, arbeiten wir bereits an unserer Anlagestrategie für 2010. Voraussichtlich nicht über den Januar hinaus werden wir unseren DAX-Short im Depot belassen. Im Gegenzug wollen wir in den nächsten acht Wochen unsere restliche Liquidität in mehrere aussichtsreiche Titel anlegen. Über die genauen Transaktionen informiert dabei wie gewohnt jeden Dienstag der „Smart Investor Weekly“.

Marcus Wessel

Anzeige

WOCHENEND-EXKLUSIVSEMINAR  
27.03. UND 28.03.10 IN FULDA

**“ERFOLGREICH  
DURCH DIE  
WIRTSCHAFTSKRISE”**

Mit Starbesetzung:

Folker Hellmeyer  
Andreas Hoose  
Ralf Flierl  
Prof. Dr. Hans Bocker  
Claus Vogt  
Thorsten Schulte  
Johann A. Saiger



**Wissen - Entscheiden - erfolgreich Handeln!**

WWW.DOLPHIN-ECONOMICS.DE  
T 05622 / 917 241

SVEN HERMANN CONSULTING

## Jeden Dienstag: Smart Investor Weekly!

In unserem kostenlosen E-Mail-Service **Smart Investor Weekly** kommentieren wir einmal wöchentlich die Lage an den Märkten – und nehmen dabei „kein Blatt vor den Mund“. Der Newsletter wird jeden Dienstag auf unserer Website [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) veröffentlicht. Dort kann man sich auch für die Versendung registrieren.

### HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 81).

# BioMed Partners

BioMedPartners is a leading independent European venture capital firm, based in Basel, Switzerland, that provides private equity and mezzanine financing to early- to mid-stage healthcare and life science companies. With more than CHF 240 million under management and a strong team of experienced specialists and industry experts, BioMedPartners has established itself as one of the leading early-stage healthcare investors in Europe.

We are now seeking an

## Investment Manager (m/f)

for our Team in Basel, Switzerland

### Qualifications

- Education to PhD degree level, MBA and physician (MD), pharmacist or biologist background preferred
- At least 3 years work experience in the healthcare industry - preferably in Pharma/biotech, M&A, Venture Capital, Investment Banking, Auditing or Consultancy
- Proven understanding of the technology sector and healthcare-related industries
- Experience in project management, business development or financial modelling an advantage
- Strong analytic and quantitative skills
- Exceptional communication skills, both oral and written are mandatory

- Good organisational skills, flexibility and ability to work against strict deadlines
- Fluency in written and oral German and English is essential; other languages an advantage

### Responsibilities

- Prospect new investment opportunities and sectors
- Analyse, review, prepare and present investment proposals to the committee
- Monitor portfolio companies
- Play an active role in conducting financial and business due diligence on potential investments including financial modelling
- Perform other responsibilities, including market analyses

We offer an engagement in an exciting and dynamic environment in a very progressive and growing firm with an attractive compensation package.

If you would like to be part of a broad-minded and experienced team, please send your significant application. We would be very pleased to meet you!

**BioMedPartners AG**  
Dr. Markus Hosang  
Elisabethenstrasse 23  
CH-4051 Basel

info@biomedvc.com  
www.biomedvc.com

## Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Wir suchen ab sofort oder für später eine(n) engagierte(n)

### Volontär(in) oder Werkstudenten(in)

der (die) uns längerfristig in der Redaktion, beim Research, bei der Organisation und der Archivierung behilflich ist. Die Tätigkeit umfasst die Besuche von Kongressen, Messen und Pressekonferenzen sowie die Unterstützung der Chefredaktion.

Interessierte sollten vor allem drei Eigenschaften mitbringen:

- ◆ ein ausgeprägtes Verständnis und Interesse für das Börsen- und Wirtschaftsgeschehen
- ◆ die Freude am und die Begabung für das Schreiben
- ◆ die Fähigkeit, sich gedanklich vom „Mainstream“ abzusetzen

Zudem setzen wir eine gewisse Computer-Affinität und englische Sprachkenntnisse voraus.

Wenn Sie sich in unserem kleinen Team engagieren wollen, dann senden Sie Ihre Bewerbungsunterlagen per E-Mail an [flierl@smartinvestor.de](mailto:flierl@smartinvestor.de) oder per Post an

**Smart Investor Media GmbH, Ralf Flierl,  
Hofmannstr. 7a, 81379 München**

Gerne können Sie uns vorab auch telefonisch kontaktieren:

**089 / 2000 339-0**

## Der Stellenmarkt von GoingPublic Magazin, VentureCapital Magazin und Smart Investor

Der gemeinsame Stellenmarkt von GoingPublic Magazin, VentureCapital Magazin und Smart Investor in Zusammenarbeit mit eFinancial Careers, der renommierten Finanz-Jobbörse im Internet, bietet seit Herbst 2006 einen einzigartigen Service: Jede gebuchte Anzeige erscheint ohne Mehrkosten in den jeweiligen zwei Schwestertiteln sowie vier Wochen online auf der Plattform eFinancialCareers.de.

### Die aktuelle Preisliste und weitere Informationen erhalten Sie bei:

GoingPublic Media AG, Anzeigenabteilung  
Ansprechpartner: Johanna Wagner  
(Tel. 089-2000339-50, E-Mail: [wagner@goingpublic.de](mailto:wagner@goingpublic.de))

In Kooperation mit

**eFINANCIALCAREERS.DE**  
Die Finanz-Jobbörse

# „Ein Double-Dip erscheint möglich“

Smart Investor im Gespräch mit *Holger Däuble*, Fondsmanager des 1st-Group-3 F Fonds (WKN: AoM 6SQ), über das Prinzip eigentümergeführter Unternehmen und die interessantesten Anlagentrends der nächsten Jahre

**Smart Investor:** Herr Däuble, wie sind Sie eigentlich zum Fondsmanagement gekommen? Die 1st Capital Management Group ist ja zunächst keine reine Fondsboutique?

**Däuble:** Wir kommen unter anderem aus dem internationalen Brokerage von Aktien und Bonds für institutionelle Kunden wie Banken, Versicherungen, Vermögensverwalter und Pensionskassen, haben uns dann aber an einem bestimmten Punkt die Frage gestellt, ob nicht die Fondsberatung mit einem Alleinstellungsmerkmal eine passende Ergänzung für unser Geschäft wäre. Dabei suchten wir einen zu uns passenden Investmentansatz und kamen schnell auf eigentümergeführte Unternehmen, aber nicht nur in Deutschland, sondern auf der ganzen Welt. Einen Fonds oder einen Index, der dieses globale Universum mit allen Wachstumsmärkten abbildet, gab es bis dato nicht. Oberstes Kriterium ist dabei, dass ein Unternehmen nachhaltig eigentümergeführt ist.

**Smart Investor:** Was bedeutet das für Sie, eigentümergeführt?

**Däuble:** Nehmen wir das Principal-Agent-Problem. Angestellte Manager ohne eigenen Aktienanteil haben Verträge mit Laufzeiten von ein paar Jahren, dagegen sind Eigentümer stets langfristig im Unternehmen engagiert. Hier ist es ganz klar, dass das Unternehmen ihr Baby ist, und um dieses kümmern sie sich so gut es geht. Inhaber kennen ihre Lieferanten, ihre Abnehmer, wissen intuitiv, wann sie umsteuern müssen. Ein Vorstand ist Untersuchungen zufolge nur vier bis fünf Jahre in einer Gesellschaft beschäftigt, und nicht selten werden in dieser Zeit Investitionen getätigt, die kurzfristig Erfolg versprechen, langfristig dem Unternehmen aber eher schaden. Wenn es ganz schief läuft, kommen



Hinter dem 1st Group 3F-Fonds steckt ein mehrstufiger Analyseprozess.

*Holger Däuble ist seit 1998 für die 1st Capital Management Group tätig.*

*Nach dem Abschluss einer US-Börsenlizenz betreute er viele Jahre institutionelle Kunden und war in der Vermögensverwaltung eingebunden. Seit 2007 ist Holger Däuble als Fondsberater des 1st Group-3 F Fonds tätig.*



dann Leute wie Herr Eick bei Karstadt zum Zug. Nehmen Sie einen Leihwagen, den behandeln Sie auch schlechter als ein eigenes Fahrzeug, auf das Sie lange gespart haben und das mehrere Jahre halten soll. Im Grunde ist das Prinzip hier dasselbe. Analysen von Universitäten zeigen zudem, dass sich eigentümergeführte Unternehmen an der Börse erheblich besser entwickeln als jene, die nicht mit einem im Vorstand oder Aufsichtsrat aktiven Großaktionär ausgestattet sind.

**Smart Investor:** Welche Kriterien zählen neben dem Eigentümer-Faktor noch?

**Däuble:** Einmal sollte ein Unternehmen an der Börse mit mindestens 200 Mio. EUR bewertet sein. Freilich hält uns das nicht davon ab, auch Firmen mit geringerer Kapitalisierung zu analysieren und im Fonds beizumischen. Wenn ein Unternehmen nämlich wächst, dann wird es nicht ewig ein Small Cap bleiben. Dazu muss der Eigentümer eines unserer Portfoliounternehmen mindestens 25% der ausstehenden Aktien halten. Auch müssen Inhaber oder dessen Familie Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen nehmen können.

**Smart Investor:** Eigentümer haben damit das große Ganze im Blick. Wenn wir dabei bleiben, meinen Sie denn, wir haben das Größte inmitten der Krise überstanden?

**Däuble:** Zunächst fanden wir die Maßnahmen der Politik zur Systemstabilisierung angemessen, und kurzfristig war das auch absolut notwendig. Ob uns dies langfristig Probleme bringt, das können wir derzeit nur schwer sagen. Wenn wir uns nun beispielsweise den deutschen Maschinenbau anschauen, dann wird inzwischen schon deutlich, dass die Auftragseingänge nicht mehr rückläufig sind und sich der Verfall des Geschäfts nicht mehr fortsetzt. Viele Unternehmen gehen gar mit einer positiven Erwartung ins Jahr 2010. Ob sich das so bestätigt, wird sich zeigen. Wir könnten uns aber schon ein abermaliges Abtauchen der Konjunktur vorstellen, die These von

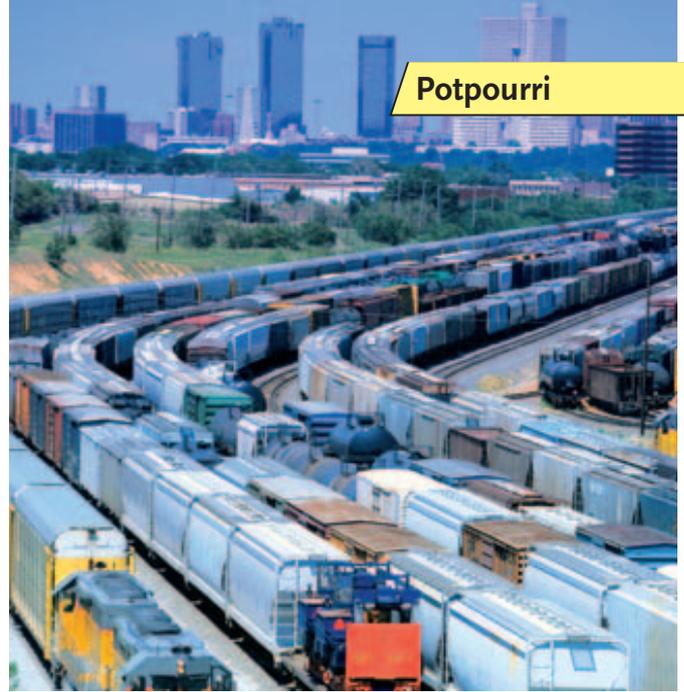
Double-Dip halten wir nicht für zu weit hergeholt. Einige Volkswirtschaften, etwa im Baltikum, Griechenland oder im arabischen Raum, scheinen schon auf einem eher wackligen Fundament zu stehen. Deutschland wird sich von so etwas kaum abkoppeln können, weil es stark exportorientiert ist. Länder jedoch, die eine starke Binnenkonjunktur aufweisen, dürften durch diese zweite Schwächephase deutlich besser durchkommen. Brasilien fällt mir hier spontan als Beispiel ein. Oder Australien, eine der in unseren Augen am meisten unterschätzten Volkswirtschaften der Welt. Da gilt es dann auch, seinen Investmentfokus, auch im 1st Group-3 F Fonds, hin zu verlagern.

**Smart Investor:** Welche weiteren Themen sollten Anleger in den kommenden Jahren im Auge behalten?

**Däuble:** Wenn sich die US-Konjunktur eines Tages berappelt und die Zinspolitik der Amerikaner hierauf nicht angemessen reagiert, dann bekommen wir sicherlich Probleme mit rasch anziehenden Teuerungsraten. In dem Kontext sind dann Unternehmen mit den entsprechenden Preisanpassungsspielräumen interessant oder Goldminen, in denen wir derzeit auch investiert sind. Noch besser gefällt uns das Thema Industriemetalle. Dort haben wir beispielsweise Aktien von Antofagasta gekauft, die zwar in London notiert, in Wahrheit aber in Chile beheimatet ist. Das Unternehmen baut Eisenerz ab und erzeugt Kupfer. Das Thema Rohstoffe haben wir eindeutig nach wie vor auf der Agenda. Oder nehmen Sie eine Fortescue Metals aus Australien. Der Gesellschaft gehört eine Eisenerzmine, und sie verfügt mit eigener Eisenbahn, eigenem Hafen und eigener Schiffsflotte über die komplette Infrastruktur, die für die Verarbeitung des Rohmaterials notwendig ist. Unabhängige Wertschöpfungsketten könnten in Zukunft ein echter Werttreiber für eine Aktie sein.

**Smart Investor:** Und wie sieht es mit China aus?

**Däuble:** China ist nach wie vor ein Markt, in dem Anleger fast schon investiert sein müssen. Künftig wird es darauf ankommen, flexibel zu sein, um in die interessanten Märkte zu gehen und dort zu investieren. Wir gehen eben noch einen Schritt weiter und suchen ausschließlich eigentümergeführte Unternehmen. Zum Beispiel haben wir in China Bak Battery investiert, die auf Lithium-Ionen spezialisiert sind und Akkus für Laptops, Kameras, aber auch im Hochleistungsbereich für Gabelstapler oder andere Nutzfahrzeuge produzieren. Dieser Sektor hat in der Zukunft sehr viel Potenzial.



Holger Däuble schaut ganz genau auf die US-Konjunktur. Berappelt sich diese, könnte Teuerung auch in seinen Augen ein Thema werden.

**Smart Investor:** Bei allen Chancen darf das Risikomanagement aber auch nicht außer Acht gelassen werden. Inwiefern hat sich der Prozess hier in den vergangenen 18 Monaten verändert?

**Däuble:** Wir ziehen bei Einzelwerten und teils bei Währungen jetzt konsequent Stoppsmarken. Wenn einmal das Vertrauen des Marktes bei einer Aktie weg ist, muss man erstmal raus und den Wert neu analysieren. Daneben sichern wir zusätzlich über Futures auf z.B. DAX und S&P 500 das Depot ab. Nicht zuletzt können wir die Cashquote flexibel steuern, gegebenenfalls also auch auf 100% nach oben nehmen. Diese verschiedenen Absicherungsebenen waren ausschlaggebend dafür, dass wir im vergangenen Jahr weit weniger als viele Fonds gelitten haben. Im Gegenzug haben wir allerdings die Aufwärtsbewegung seit März nicht voll mitgemacht, da wir noch nicht zu 100% investiert waren. Dafür bildet unser Fonds jetzt, wo die breiten Märkte seitwärts tendieren, wieder relative Stärke aus. Das dürfte auch zukünftig so sein. Auch fehlen in unserem Werteuniversum Finanzaktien fast völlig, weil diese hohen Kapitalbedarf haben und oft nicht mehr eigentümergeführt sind. Es gibt hier nur wenige interessante Ausnahmen. Vielleicht könnten wir aus dem Finanzsektor eine Franklin Resources nennen, die ja für ihre Templeton-Fonds bekannt ist. Das sind Firmen, die uns gefallen, die langfristig besser abschneiden dürften als der breite Markt.

**Smart Investor:** Haben Sie vielen Dank für das Gespräch. ■

*Interview: Tobias Karow*

Anzeige

DAS NEUE PORTAL



**Das Anlegerportal**  
360° Investment

Jetzt kostenlos  
registrieren und  
Internet-Rechtsschutz  
gratis sichern!

[www.das-anlegerportal.de](http://www.das-anlegerportal.de)

# Volles Haus

## Bericht von der 8. Münchner Kapitalmarkt-Konferenz (MKK)

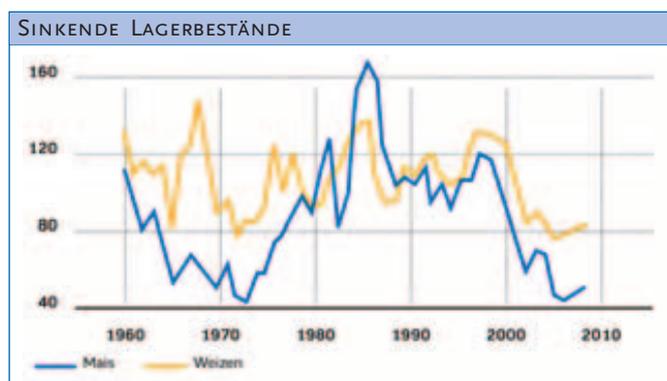
Am 8. und 9. Dezember veranstaltete das in Augsburg ansässige Researchhaus GBC AG die Münchner Kapitalmarkt-Konferenz (MKK). Vor acht Monaten noch, auf der Frühjahrs-MKK, dominierte die Vorsicht. Jetzt könnte die 8. Ausgabe der MKK ein Beleg für die langsame Rückkehr zur Normalität sein.

### Fast schon ein Realewerte-Forum

Richtig voll war es in den Räumen des Münchner Sofitels Bayerpost bei den Immobilien-AGs. Unter anderem zog InCity Immobilien viel Aufmerksamkeit auf sich. Das Unternehmen ist vor allem auf hochwertige Immobilien spezialisiert und setzt den Worten von Vorstand André Peto zufolge verstärkt auf das energetisch optimierte „Green Building“. Dessen Energiekosten liegen um bis zu 70% unter jenen eines herkömmlichen Gebäudes. Thomas Ehrich wiederum, Vorstand der CR Capital Real Estate, führte aus, der Wohnungs-REIT sei das große strategische Ziel des Unternehmens. Mit der Konzentration auf Berlin und Potsdam sei CR zudem in einer Region aktiv, die kaum von der Krise erfasst wurde. Schließlich präsentierten sich noch VIB Vermögen und GWB Immobilien. Letztere wurde durch ihren Vorstand Dr. Norbert Herrmann vertreten. Dieser erklärte fast schon kabarettreif, wie Einzelhandel funktioniert. Daneben stellte er den bei der Karstadt-Sanierung einstmals agierenden Vorständen ein verheerendes Zeugnis aus, anerkannte aber Thomas Middelhoffs Eingeständnis, nichts vom Einzelhandel zu verstehen. „Das Karstadt-Modell war schon vor zehn Jahren am Ende“, so Herrmann.

### Knappheiten voraus?

Ebenfalls mit klaren Worten konnte einmal mehr Siegfried Hofreiter aufwarten, Vorstand von KTG Agrar. Seine Ausführungen zum Weltnahrungsmittelmarkt öffneten den Teilnehmern die Augen dafür, dass nur steigende Agrarpreise die absehbar heraufziehenden Knappheiten bei Weizen, Mais und anderen Basisagrargütern beheben könnten. Mittlerweile seien die



Quelle: USDA, HVB, Goldman Sachs, KTG Agrar AG



Lobby des Veranstaltungshotels "Sofitel" in München.  
Foto: Sofitel Bayerpost

Vorräte in den USA und der EU so niedrig, dass es bei sehr schwachen Ernten durchaus zu regionalen Engpässen kommen könnte. Hofreiter veranschaulichte auch, wie gemäß Studien in den kommenden 80 Jahren in Europa bis zu 20 Trockentage pro Jahr mehr hinzu kämen und welche weitreichenden Folgen dies für Fruchtfolge und Ernte hätte. Neben dem Agrarunternehmer Hofreiter boten auch die Asset-Management-Boutique Altira Group, bekannt für ihre Afrika-Investments, sowie gestandene Mittelständler wie Francotyp Postalia, Impreglon, Mensch & Maschine, GESCO oder Greiffenberger interessante Einsichten in ihre tägliche Arbeit inmitten der Wirtschaftsflaute.

### Ein herausforderndes Umfeld

Das Umfeld sei freilich nicht einfach, aber gleichermaßen herausfordernd, so in etwa könnte der Tenor der Ausführungen lauten. Zumal die Geschäftsmodelle nicht zum ersten Mal mit einer Krise konfrontiert seien, was den Firmenlenkern wiederum erlaube, mit einer Prise Gelassenheit zu agieren. Dennoch seien trotz Anpassungen auf der Kostenseite für 2010 keine Überraschungen zu erwarten. Bei Francotyp war der Saal eher durchschnittlich besucht, mancher Contrarian fühlte sich hier richtiggehend wohl. Vertriebsvorstand Andreas Drechsler berichtete über Downsizing bei Kuvertier- und Frankiermaschinen und das Wachstumspotenzial in den Emerging Markets. Während in Deutschland oder Großbritannien 250 bzw. 350 Briefe pro Person und Jahr versandt werden, ist es in Brasilien, China, Russland & Co. gerade mal ein Zehntel davon. Abgerundet wurde das MKK-Programm mit dem Sustainability Forum der VEM Aktienbank, auf dem sich Nabaltec, New Value, PNE Wind und Smiles vorstellten. Hinzu kam das M:access Forum der Börse München, bei dem die bereits erwähnte VIB Vermögen neben MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke, mwb fairtrade und BEKO Holding weitestgehend zu überzeugen wusste.

### Fazit

Die MKK entwickelt sich mehr und mehr zum zentralen Treffpunkt der Nebenwerte-Zunft. Mit 33 Unternehmen waren die Vortragsplätze kurz vor Weihnachten ausgebucht, die Besucherpräsenz war fast ausnahmslos überdurchschnittlich. Offenbar suchen Investoren gerade jetzt, wo die Standardwerte schwächeln, bei den kleineren Titeln interessante Nachzügler. Es spricht einiges dafür, dass sie auch welche finden werden. ■

Tobias Karow





# Acker, Gold und Derivate



## Acker als Sachwert

Wie immer habe ich die aktuelle Ausgabe hochkonzentriert verschlungen. Wieder ein sehr gelungenes Heft! Immer öfter hört und liest man auch bei Ihren Interview-Partnern, dass Sachwerte das einzig Wahre beim Thema Vermögensschutz sind. Bei Edelmetallen dürfte das auch klar sein. Wie sieht es aber mit Ackerland, Holz und ähnlichem aus? Was halten Sie davon, dieses Thema einmal ein wenig näher zu beleuchten?

*Achim Trumpfheller*



Gute Idee. Wir überlegen tatsächlich, darüber zu schreiben. Hier noch ein Statement von Andreas Otto, unserem Gastautor des Artikels über die Hyperinflation: „Den Bauern erging es damals besser als der übrigen Bevölkerung. Ackerland, das sehr häufig mit Hypotheken belastet war, wurde durch die Inflation entschuldet. Gleichzeitig waren die Bauern mit der Produktion von Nahrungsmitteln nicht nur autark, sie verfügten auch über eine sichere Einkommensquelle. Selbst unter dem später installierten Regime fixer Preise, um die Stadtbevölkerung vor dem Verhungern zu schützen, blieb noch genug für einen absoluten Anstieg des Wohlstands. Deutsche Bauern in den Grenzgebieten (z.B. Niederlande) produzierten inflationsbedingt günstiger als die ausländische Konkurrenz und konnten sich anfänglich auf diesem Weg auch ausländische Zahlungsmittel beschaffen. Bald schon wurde dem Nahrungsmittelexport aber ein staatlicher Riegel vorgeschoben. Da es den Bauern somit relativ gut ging, gab es kaum eine Notwendigkeit, sich von Land zu trennen. Verkäufe von Ackerland müssen also eher selten gewesen sein. Wegen der dünnen Datenbasis und auch der regionalen Unterschiede mag sich die Erfassung der Preisdaten schwierig gestaltet haben. Im Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich finden sich dazu jedenfalls keine Einträge.“



## Xetra-Gold

Im Artikel über Papiergold schreiben Sie, dass bei Xetra-Gold das vorhandene Gold keine vollständige Sicherheit (Pfand) sei, sondern im Pleitefall in die Konkursmasse für alle Gläubiger fällt. Was heißt das für das Risiko? Bei einer physischen Deckung von 95% wären doch mindestens 95% meiner gekauften Papiere abgesichert, wie auch die Papiere aller anderen Gläubiger. Oder verstehe ich das falsch? Ihr Heft finde ich im Übrigen ausgezeichnet. Vor allem, dass Sie auch Autoren mit anderen Meinungen zu Wort kommen lassen, gefällt mir sehr.

*Henrik Burkeltja* Smart Investor 12/2009



Grundsätzlich kann ein Unternehmen wie die Deutsche Commodities GmbH neben den Xetra-Gläubigern noch viele andere Gläubiger haben, die alle gleichberechtigt im Falle eines Konkurses an das Vermögen wollen: Staat (Steuerverbindlichkeiten), Sozialkassen (Sozialbeiträge), Mitarbeiter (ausstehende Gehälter), Lieferanten, Prozessgegner (potenzielle Rechtsstreitigkeiten) etc. Außerdem kann man Veruntreuung, Diebstahl oder „Schwund“ von Gold nie ausschließen. Jedes Unternehmen und jede Investition bergen Risiken. Manche potenzielle Unternehmensrisiken bzw. Handlungen lassen sich durch rechtliche Konstruktion mittels Gesellschaftsvertrag/Satzung etwas eingrenzen. Verhindern oder ausschließen kann man ein Insolvenzrisiko allerdings nicht. Entscheidend hierbei ist, dass es sich bei dem gekauften Gold nicht um ein (von Dritten) unantastbares Sondervermögen handelt.



## Solar-Fonds

In der aktuellen Ausgabe habe ich mit Interesse den Bericht zu den Solaraktien gelesen. Leider bin ich nicht in der Lage, gut 20 Einzelwerte zu kaufen, zu verfolgen oder gar in der Tiefe zu beurteilen. Daher wäre es schön, wenn Sie auch mal einen Fonds vorstellen, der speziell in diese Richtung investiert bzw. aufgestellt ist. Mit einem Zertifikat auf einen Korb von Aktien ist man ja nach den getroffenen Aussagen nicht unbedingt in den richtigen, nachhaltigen Werten investiert.

*Michael Burmann*



Vielen Dank für Ihr Feedback. Reine Solarfonds können wir Ihnen leider nicht empfehlen, da nur sogenannte New-Energy-Fonds in Solaraktien anlegen. Bei reinen Solarfonds handelt es sich in der Regel um geschlossene Fonds, die nicht in Unternehmen, sondern in (nicht selten riskante) Einzelprojekte investieren. Sollten Sie sich für einen New-Energy-Fonds entscheiden, müssen Sie in Kauf nehmen, dass z.B. auch Windturbinenhersteller, Erdwärme-, Wasser- und Biomasse-Erzeuger im Portfolio enthalten sind. Ohnehin halten wir eine Streuung auf das breite Segment der erneuerbaren Energien für sicherer, als lediglich auf die Solarenergie zu setzen. Aus der inzwischen immer größer werdenden Zahl an New-Energy-Fonds können wir beispielsweise folgende erwähnen: BGF New Energy (ISIN: LU0171289902), SAM Smart Energy (LU0175571735) und Vontobel New Power (LU0138259048). Dies sind nur Anregungen, keine konkreten Kaufempfehlungen.



## Musterdepot

Man muss neidlos anerkennen, wie erfolgreich Sie Ihr Musterde-

pot durch alle Untiefen und Klippen steuern. Das Plus von 27,9% für dieses Jahr steht recht einsam in meiner Rennliste von 20 Anlagen. Das ist Ihren Optionsscheinen geschuldet. Aber grundsätzlich werden viele Leser den Spaß verlieren, wenn Gewinn oder Verlust überwiegend von „Wetten“ abhängen. Eine echte Geldanlage ist das ja nicht!

*Horst K.*

**SI** Herzlichen Glückwunsch zu Ihrer finanziellen Lebensplanung! Beim Musterdepot müssen wir aber widersprechen: Die Derivat-Geschäfte tragen tatsächlich nicht viel zur Performance bei, aber sie sorgen für einen weniger erratischen Verlauf des Depots. Vielmehr ist es im Bullenmarkt unserer Aktienausswahl und im Bärenmarkt bis März 2009 der Meidung von Finanzwerten und der niedrigen Aktienquote geschuldet, dass wir den DAX 2009 deutlich outperformt haben.

**?** **Musterdepot-Regeln**  
Durch Ihr Magazin bin ich auf den einen oder anderen guten Wert gestoßen. Eine Frage zum Musterdepot: Haben Sie in Ihren Berechnungen die An- und Verkaufsspesen sowie sonstige Gebühren mitberücksichtigt?

*Wolfgang Lackner*

**SI** Der Einfachheit halber haben wir das Musterdepot rein auf Kursbasis installiert und dies dann so beibehalten. Bei unseren fiktiven Wertpapiergeschäften berücksichtigen wir also keine Transaktionskosten.

Dafür rechnen wir auch keine Aktiendividenden oder Zinsen bei Cashpositionen ein. Wir denken, dass sich beide Effekte gegenseitig ausgleichen und am Ende ein realistisches Ergebnis herauskommt.

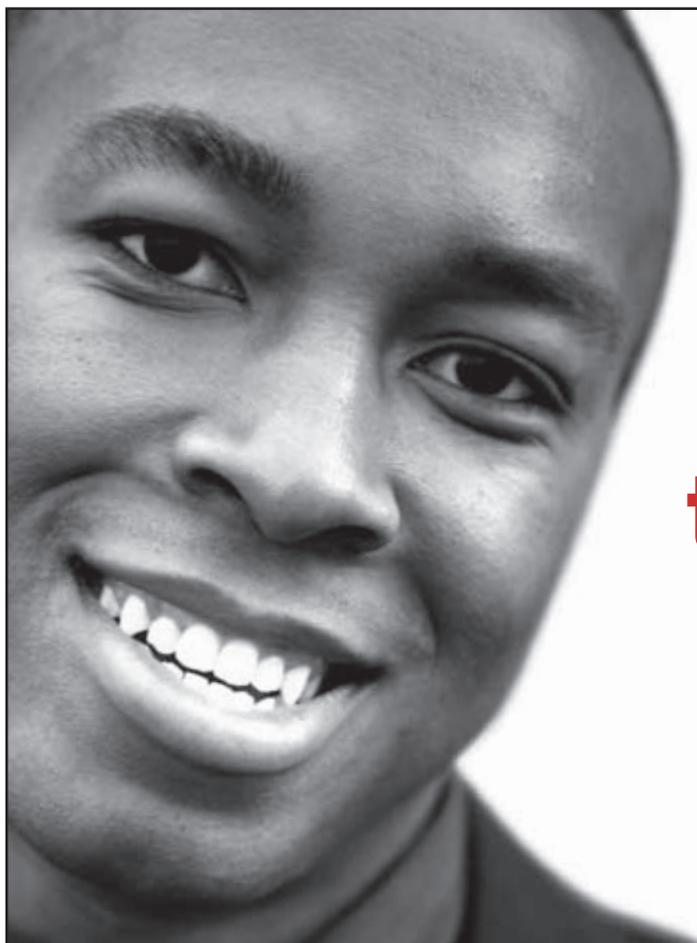
**?** **Bereichernde Interviews**  
Ich bin gerade dabei, mir einige Zusammenstellungen aus Zeitschriften zu machen, die mir in den letzten Jahren wichtige Erkenntnisse geliefert haben. Dabei markiere ich wichtige Passagen nach Intensität und fasse diese dann zusammen. Dabei fällt mir auf, dass wirklich tolle Persönlichkeiten im Smart Investor zu Wort kommen. Und die Liste reißt einfach nicht ab. Diese Interviews in ihrer Vielfalt sind für mich willkommene Bereicherungen. Auch Ihre Markteinschätzungen sind erste Sahne. Die richtigen Leser werden ohnehin ihren eigenen Weg gehen und sich durch Ihre Publikation lediglich bereichert fühlen.

*Dirk Lindemann*

**SI** Vielen Dank für die netten Worte. Wir werden auch im neuen Jahr neben unserer Sicht der Dinge „herausragende Persönlichkeiten“ mit eigenen Ideen zu Wort kommen lassen und Ihre Liste bereichern. ■

*Die Redaktion behält sich vor, Leserbriefe zu kürzen. Je kürzer ein Leserbrief (bitte mit Namen und Ort), desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass er an dieser Stelle abgedruckt und beantwortet wird. Leserbriefe bitte an [info@smartinvestor.de](mailto:info@smartinvestor.de) oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.*

**Anzeige**



**“Das nenne ich einfach...  
mein professionelles Chartingtool ist leicht  
zu bedienen und läuft im Browser.”**

**tradesignal®**

interactive online charting

[www.tradesignalonline.com](http://www.tradesignalonline.com)

# „Neulich in meinem Café“

„Neulich in meinem Café“ von Judith Lembke ist eine Chronik der Wirtschafts- und Finanzkrise der etwas anderen Art. Im Mittelpunkt der 97 Kurzepisoden, die zwischen 2006 und 2009 in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung veröffentlicht wurden, stehen eine Friseurin, ein VWL-Student und Rocco. Doch anders als Sartre in seiner „Geschlossenen Gesellschaft“ hat sie als Schauplatz nicht die Hölle, sondern ihr Stammcafé in Frankfurt auserwählt.

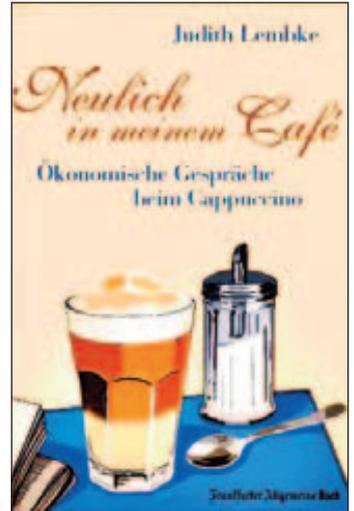
Die Friseurin lebt den Traum von der Haarwäscherin zur Millionärin. Ihr Recht auf Luxus befriedigt sie mit schicken Plagiaten von Gucci und Prada. Geld für die GEZ hat sie dagegen keines übrig. Ohnehin flimmert auf ihrem Bildschirm ausschließlich RTL 2. Und gegenüber der Kosmetikerin aus Offenbach sieht sie sich einer höheren (sozialen) Kaste angehörig. Der VWL-Student und Café-Angestellte scheint mit seiner Erfahrung aus 26(!) Semestern auf alles eine Antwort zu kennen und bringt somit Struktur und Ordnung in die ökonomische Alltagsbewältigung im Café. Gesprächsthemen und Weinauswahl auf der Frankfurter Buchmesse 2008 signalisieren für ihn eindeutig eine große Panik. Und da Börsianer für ihn „Waschweiber“ sind, orientiert er sich bei Aktienprognosen lieber an der Tiefe der Rocksäume der PR-Damen

auf den Messe-Partys. Der lebenswerte italienische Inhaber des Cafés, Rocco, betrachtet das Wirtschaftsgeschehen im Gegensatz zum „arbeitsscheuen Nichtsnutz im was-weiß-ich-wievielten Semester“ nüchtern und pragmatisch. Zudem zieht er aus Verzehrgegewohnheiten und Zahlungsmoral seines Angestellten Rückschlüsse auf die zumeist trübe Gesamtkonjunktur.

Judith Lembkes „Cappuccino-Gespräche“ sind reizende, amüsante Geschichten, so wie „Schokolade zum Frühstück“, nur eben mit Wirtschaft statt Männern als Thema. Der Stil erinnert an die Leichtigkeit der Kinderbücher Astrid Lindgrens. ■

Claus Brockmann

„Neulich in meinem Café“ von Judith Lembke, Frankfurter Allgemeine Buch, 2009, 198 Seiten, 17,90 EUR



Anzeige



Der neue Börsenbrief mit Dirk Müller –  
Jetzt testen und gleich hier anmelden:  
[www.godmode-trader.de/cashkurs](http://www.godmode-trader.de/cashkurs)

## CASHKURS★Trends INVESTIEREN IN DIE ZUKUNFT

nachhaltig wissenschaftlich erfolgreich

- Der neue und innovative Börsenbrief mit Dirk Müller alias Mr. DAX
- Zukunftstrends und konkrete Empfehlungen
- Dirk Müllers Einschätzungen der Märkte, seine Expertise als Händler

Erfahren Sie hier mehr über dieses neuartige Börsenbrief-Konzept:  
[www.godmode-trader.de/cashkurs](http://www.godmode-trader.de/cashkurs)



## Unternehmen von A-Z

Unternehmen	WKN	Seite
Alibaba.com Ltd.	AoM 5Wo	66
Altira AG	121 806	76
Antofagasta Plc.	867 578	75
Baron de Ley S.A.	908 149	14
Bertrandt AG	523 280	28
Blue Cap AG	AoJ M2M	70
CeWe Color Holding AG	540 390	67
CFC Ind.bet. GmbH & Co. KGaA	AoL BKW	70
China Bak Battery Inc.	AoE SXX	75
Constellation Brands Inc.	871 918	14
Cosant Ltd.	AoM WH2	66
CR Capital Real Estate AG	AoW MQ5	76
Davide Campari-Milano S.P.A.	AoE AX5	14
DEAG Dt. Entertainment AG	AoZ 23G	68
Deutsche Lufthansa AG	823 212	58
Diageo Plc.	851 247	14
Einhell Germany AG	565 493	67
ElringKlinger AG	785 602	28
Envio AG	AoN 4P1	68
Fortescue Metals Group Ltd.	121 862	75
Franco-Typ-Postalia Holding AG	FPH 900	76
Gerry Weber International AG	330 410	58
Goldcorp Inc.	890 493	64
GS Yuasa Corp.	AoB 9FC	28

GWB Immobilien AG	AoJ KHG	76
Hawesko Holding AG	604 270	14
InCity Immobilien AG	AoH NF9	76
ItN Nanovation AG	AoJ L46	59
Johnson Controls Inc.	857 069	28
Johnson Matthey Plc.	855 808	28
KTG Agrar AG	AoD N1J	76
LVMH S.A.	853 292	14
Pernod-Ricard S.A.	853 373	14
RCM Beteiligungs AG	511 720	70
Saft Groupe S.A.	AoE R34	28
Schlumberger AG VZ.	483 728	14
Sektk.Schloss Wachenheim AG	722 900	14
Silver Standard Resources Inc.	858 840	73
Strateco Resources Inc.	AoC AKR	72
Takara Holdings Inc.	864 062	14
Tsingtao Breweries Co. Ltd.	AoM 4ZB	60
Umicore S.A.	AoN D40	28
Vale S.A.	897 998	67
Vidrala S.A.	873 772	14
Vina Concha y Toro S.A.	895 350	14
Vossloh AG	766 710	62
Zijin Mining Group Co. Ltd.	AoM 4ZR	69

Einer Teilaufgabe dieser Ausgabe liegt eine Beilage der Schulungsgesellschaft The Trader bei.

## Themenvorschau

### bis Smart Investor 5/2010

**Crack-up-Boom:** Die richtige Aktienauswahl

**Kapitalschutz:** Wissenswertes für harte Zeiten

**Bau-Branche:** Der CuB-Profitteur schlechthin

**Asien-Aktien:** Die Stars von morgen

**Climate Gate:** Fakes, Lügen und E-Mails

**Gold-ETFs:** Was ist davon zu halten?

**Eigentümergeführte Unternehmen:** Nachhaltig besser!

**Zeit:** Sinnloser Kampf um Millisekunden

**Finanzblasen:** Eine massenpsychologische Erklärung

**Konsum:** Eine Branche im Aufwind

**Richtige Anreize:** Warum etwas funktioniert oder nicht

**FED:** Fakten und Mythen um die US-Notenbank

**Wachstumsaktien:** Schwenkt das Pendel wieder um?

**Börsenstrategien:** Die besten Analyseansätze

**Volumen:** Was sich aus den Börsenumsätzen lesen lässt

**Die alten Meister:** Trading- und Investorenlegenden

**Volatilität:** Für die meisten Börsianer ein Mysterium

## Impressum

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

8. Jahrgang 2010, Nr. 1 (Januar)

### Verlag:

Smart Investor Media GmbH  
Hofmannstr. 7a, 81379 München  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38  
E-Mail: info@smartinvestor.de  
Internet: www.smartinvestor.de

### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Tobias Karow,  
Bernhard Wageneder

### Redaktionsanschrift:

s.Verlag, Fax: +49 (0) 89-2000 339-38,  
E-Mail: redaktion@smartinvestor.de

### Freie Mitarbeiter:

Gérard Al-Fil, Christian Bayer, Claus Brockmann,  
Michael Heimrich, Magdalena Lammel, Ralph Malisch,  
Stefan Preuß, Marcus Wessel

### Gast-Autoren:

Dr. Jochen Felsenheimer, Daniel Flück, Christian  
Fröhlich, Alexander Hirsekorn, Uwe Lang, Dr. Mark  
Mobius, Roger Peeters

### Interviewpartner:

Holger Däuble, Michael Graeter, David Halpert, Chuck  
Jeannes, Markus Jordan, Heribert Müller, Stefan Riße

### Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung),  
Tobias Karow (Bildredaktion),  
Rudolf Schuppler (Titelbild/Cartoons),

### Bilder:

bilderbox.de, fotolia.de, pixelio.de, Photodisc

### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom  
1. Dezember 2007; Ansprechpartner: Johanna Wagner,  
Laura Rehberger; Tel.: +49 (0) 89-2000 339-50, Fax: -38

### Erscheinungstermine 2010:

19.12.09 (1/10), 30.1. (2/10), 27.2. (3/10), 27.3. (4/10), 23.4.  
(5/10), 22.5. (6/10), 26.6. (7/10), 31.7. (8/10), 28.8. (9/10),  
25.9. (10/10), 30.10. (11/10), 27.11. (12/10), 18.12. (1/11)

### Redaktionsschluss:

12. Dezember 2009

### Preise:

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

### Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH  
Hofmannstr. 7a, 81379 München  
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-0, Fax: -38  
E-Mail: abo@smartinvestor.de

### Charts:

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

### Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

### Haftung und Hinweise:

Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen  
zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine  
Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht über-  
nommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten  
Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder  
Nichtabdruck vor.

### Börsenpflichtblatt:

Der Smart Investor ist Börsenpflichtblatt der Börsen Düssel-  
dorf und München.

### Nachdruck:

© 2009 Smart Investor Media GmbH, München. Alle  
Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde  
Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung  
der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet,  
diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechani-  
schem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfäl-  
tigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in  
elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfäl-  
tigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISSN 1612-5479

### Interessenkonflikte:

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die  
an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind,  
haben sich verpflichtet, etwaige Interessenkonflikte of-  
fen zu legen. Alle mit der Erstellung von Aktienanalysen  
und -empfehlungen betrauten Parteien haben sich ver-  
pflichtet, jeweils fünf Börsentage vor und fünf Börsentage  
nach dem Erscheinen dieser Publikation keine Transaktio-  
nen in der betreffenden Aktie durchzuführen. Eine Glatt-  
stellung einer bisherigen Position ist nur in dem Ausnah-  
me-fall gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums  
von zehn Börsentagen sehr gravierende negative Entwick-  
lungen im Aktienkurs, im Unternehmen oder im Gesamt-  
markt ergeben, die in der zur Empfehlung führenden Ana-  
lyse nicht berücksichtigt werden konnten. In dem Fall,  
dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Smart Inves-  
tor in einer zum Kauf oder Verkauf empfohlenen Aktie  
Long- oder Short-Positionen gehalten werden, wird dies  
im entsprechenden redaktionellen Artikel kenntlich ge-  
macht. Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Ge-  
schäftsführung berät Dritte bei deren Anlageentscheidun-  
gen. Auch im Rahmen dessen umgesetzte Empfehlungen  
unterliegen den obigen Bestimmungen.

# „Soli“ für Dubai?

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Seit das Emirat Dubai nicht mehr nur mit abenteuerlichen Bauwerken, sondern auch mit deren Finanzierung von sich reden macht, gewinnen wir wieder einmal interessante Einblicke in staatliches Investitionsverhalten: Wie in 1001er Nacht üblich, hat das Thema dort märchenhafte Züge. Da wird schon mal eine Ski-Halle in die Wüste gestellt oder das höchste Gebäude der Welt buchstäblich in den Sand gesetzt. Während Skifahren in einer Wüste noch als naheliegende Freizeitbeschäftigung durchgehen mag, ist der Bau künstlicher Inseln ein echtes Wagnis. Schließlich wird allerorten schon auf den bevorstehenden Untergang selbst richtiger Inseln eingestimmt. Hätte man im Wüstenreich irgendwann auch noch beschlossen, das tiefste Loch der Erde zu buddeln, wäre wohl auch dort mit großer Begeisterung jede Menge Geld versenkt worden. An Investoren und Kreditgebern mangelte es also nicht. Problematischer war da schon die Zurückhaltung der potenziellen Käufer und Nutzer, an deren Nachfrage offenbar vorbeigebaut wurde.

Fast erinnert es an das Märchen vom Kaiser und dessen neuen Kleidern, wobei allerdings hier der Kaiser selbst es war, der auf die Beschaffenheit seiner Robe hinwies. Dass der Schein das Sein auch schon mal deutlicher übersteigt, ist zwar nicht ungewöhnlich, aber die Geschwindigkeit, mit der sich die Oase zur

Fata Morgana wandelt, ist bemerkenswert. Es bleibt ein Haufen Beton, Glas und Marmor mitten in der Wüste. Staatlich verordnete Wahnsinnsprojekte im Nirgendwo, das klingt doch – richtig – nach unseren fünf gar nicht mehr so neuen Bundesländern, in denen an Investitionsruinen bekanntlich auch kein Mangel herrscht – und das sind nur die sichtbarsten Fehlallokationen. Für Häme gegenüber dem Emirat besteht also hierzulande kein Anlass. Dass die ostdeutschen Ruinen landestypisch schmuckloser ausfielen als jene am Golf, wird man sich kaum als Verdienst anrechnen können.



Aber es gibt einen noch wesentlicheren Unterschied: Während man sich in Dubai immerhin die Mühe machte, Investoren und Kreditgeber anzulocken, griff man hierzulande der Einfachheit halber dem Bürger „per Soli“ gleich direkt in die Tasche. Obwohl das Finanzgericht Niedersachsen diese Praxis im Jahre 20 der Deutschen Einheit jüngst als verfassungswidrig einschätzte, will man auch künftig unter dem Titel „Deutsche Einheit“ kassieren, freilich nur noch unter Vorbehalt. Beim Thema Steuern zeigt sich ohnehin ein bemerkenswertes Rechtsverständnis, das wohl von der Kassenlage diktiert ist: So erhält ein Bürger selbst Steuern, deren Unvereinbarkeit mit der Verfassung in letzter Instanz festgestellt wurde, nur dann zurück, wenn er auch selbst Einspruch gegen deren Erhebung eingelegt hat. Das ist ungefähr so, wenn ein ertappter Dieb die Beute nur dann zurückgeben müsste, wenn sein Opfer auch rechtzeitig „Haltet den Dieb!“ gerufen hat. Unabhängig davon scheint bei der Finanzierung der Deutschen Einheit ohnehin einiges aus dem Ruder gelaufen zu sein. Vergleicht man dieses Projekt mit dem Wiederaufbau nach dem Zweiten Weltkrieg, so schien dieser doch irgendwie zügiger vorangekommen zu sein. Dort befand man sich 20 Jahre nach dem Beginn der Aufräumarbeiten, also 1965, noch inmitten des „Wirtschaftswunders“, während heute vor allem Staatsgläubigkeit und Verzagtheit blühen. ■

