

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



Die Hyperinflation von 1923

Lehren aus der Geschichte



OSTEUROPA:
Chancen nach dem Ausverkauf

KURIOSE INDIKATOREN:
Über Lippenstifte, Röcke, Robin Hood und Frisuren

DEISENMARKT:
Thesen, Strategien und Prognosen



Wiederholt sich die Geschichte?



Ralf Flierl,
Chefredakteur

In den Abhandlungen in der Presse zur jetzigen Finanz- und Wirtschaftskrise wird in erster Linie die Große Depression ab 1929 bzw. die japanische Deflationsperiode ab 1990 als Vergleich herangezogen. Wie wir jedoch immer wieder versucht haben herauszuarbeiten, sind diese beiden Perioden eben genau nicht mit der jetzigen Krise vergleichbar. Denn heute deutet alles in Richtung einer großen Inflation hin, wohingegen die damaligen Entwicklungen klar deflationär waren. Ab 1929, weil Staat und Notenbanken zu spät und zu wenig aggressiv gegensteuerten, und in Japan, weil die durchaus aggressiven staatlichen Gegenmaßnahmen im eigenen Land nichts bewirkten, sondern andernorts, nämlich an den westlichen Technologiemarkten, neue Blasen entfachten.

Smart Investor sieht in Ableitung der Lehren Ludwig von Mises' (Österreichische Schule) ganz klar die deutsche Entwicklung ab dem ersten Weltkrieg, die mit der Hyperinflation des Jahres 1923 endete, als den passendsten Vergleich mit der heutigen Zeit. Und aus diesem Grunde baten wir Andreas Otto, der in seinem „Noah Brief“ diese Phase im letzten Sommer ausführlich beschrieben hat, seine Artikelreihe für den Smart Investor zusammenzufassen. Das Ergebnis finden Sie als Titelgeschichte in diesem Heft.

Es kam uns dabei auch vor allem auf die Schilderung vieler Details an, über welche man ansonsten kaum etwas erfahren kann. Und insofern hoffe ich, dass wir auf viele Leserfragen, die in den letzten Monaten an uns gerichtet wurden, hiermit erschöpfende Antworten geben können. Dennoch möchte ich gleich an dieser Stelle schon erwähnen, dass die damalige Entwicklung bis 1923 nur eine gro-

be und prinzipielle Indikation für unsere nächste Zukunft sein kann. Z.B. entstand die damalige Situation aus dem verlorenen Krieg und den unbezahlbaren Reparationsleistungen heraus, aufgrund derer die Geldpresse in Deutschland angeworfen wurde. Heute sind es die Fälle Lehman, AIG und HRE usw., die die Notenbanker weltweit zum Drücken auf den Knopf veranlassten, was zu einer drastischen Erhöhung der Zentralbankgeldmengen führte. Sie bemerken es schon: Die Umstände sind unterschiedlich, aber das Prinzip ist das gleiche.

Wäre Smart Investor ein Mainstream-Magazin, wir würden Ihnen zum Schluss dann noch Hoffnung machen, mit ein paar Hinweisen darauf, was richtigerweise geschehen müsste, damit der Kollaps des Finanzsystems noch abgewendet werden kann. Allerdings ziehen wir es vor, Ihnen reinen Wein einzuschenken und mitzuteilen, dass die Würfel längst gefallen sind. Und auf diesen steht Inflation und später Hyperinflation. Es geht also nicht mehr um die Rettung des Systems, sondern nur noch darum, sich und sein Vermögen möglichst schadlos durch die kommenden Jahre zu bringen.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen eine hilfreiche Lektüre

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/Titelstory

- 6** Rückkehr zur Tagesordnung? Osteuropa ist noch nicht aus dem Schneider
- 12** Das große Casino? Thesen und Prognosen zum Devisenmarkt

16 **Titelstory:**
Die deutsche Hyperinflation 1923

26 **Titelstory:**
„Beim Goldverbot bin ich skeptisch“;
Interview mit Martin Siegel

Hintergrund

- 28** **Österreichische Schule:**
Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung aus Sicht der Österreichischen Schule
- 30** **Lebensart & Kapital – International:**
Panama
- 32** **Nachhaltiges Investieren:**
Solaraktien – neue Strahlkraft oder Sonnenfinsternis?
- 36** **Prinzipien des Marktes:**
Kuriose Krisenindikatoren haben Konjunktur

Instrumente

39 **Derivate:**
Osteuropa-Zertifikate

40 **Fonds: Inside**
Multi-Asset-Fonds

43 **Fonds: Analyse**
Morgen Europa Aktien UI,
von Detlef Glow, ThomsonReuters

44 **Fonds: Kolumne**
Nachhaltigkeit: Der Megatrend der Zukunft, von Joachim Tack, FAIRWAY Asset Management

45 **Fonds: News, Facts & Figures**
Vorsicht mit Weitsicht –
Starke Themen zeichnen sich ab

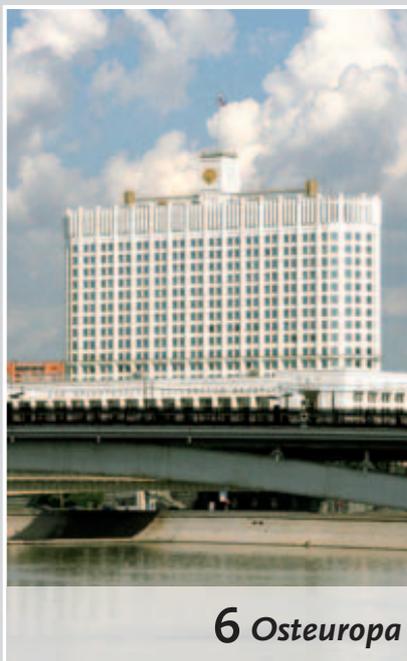
Research – Märkte

- 46** **Das große Bild:**
Zwischen Himmel und Hölle
- 48** **Das große Bild:**
„Wissen, was man damit lostritt“;
Interview mit Dr. Friedhelm Busch
- 51** **Sentimenttechnik:**
Börsenumsätze und Jahresendrally
- 52** **Charttechnik:**
Das CuB-Szenario steht weiterhin
- 53** **Commitment of Traders (CoT):**
Erdölpreis: Spekulative Schlagseite in saisonal schwächster Phase
- 54** **Relative Stärke:**
Spielverderber Gold



Die Hyperinflation von 1923

Millionen Bürger hatten damals alles verloren! Eine unverantwortliche Kriegs- und Geldpolitik führte zur Hyperinflation 1923. Unser Crack-up-Boom-Szenario ist an diese Zeit angelehnt. Daher ist es sinnvoll, einmal genauer auf die damaligen Vorgänge, Ursachen und Konsequenzen zu schauen. Damit können wertvolle Erkenntnisse für die Zukunft gewonnen werden. In unserer Titelstory ab S. 16 wollen wir beleuchten, ob und wie sich die Geschichte wiederholen könnte. Zu Inflation und Goldverbot haben wir auf S. 26 den Fondsmanager und Edelmetallhändler Martin Siegel befragt.



6 Osteuropa

Go East?!

Osteuropa schürte vielerlei Phantasien: EU-Osterweiterung, Rohstoffreichtum oder günstige Produktionsstandorte. Die Finanzkrise hat aber hier besonders eindrucksvoll gezeigt, dass hohe Chancen mit höheren Risiken einhergehen. Ab S. 6 lesen Sie, wo Investments jetzt wieder lohnen.



36 Indikatoren

Konjunkturforschung mal anders

Neben der Kaffeesatzleserei gibt es noch einige andere skurrile Börsenindikatoren. Und das Verblüffende: Die Trefferquoten sind teilweise recht beachtlich. Welche kuriosen Analysewerkzeuge Sie bei Ihren Börsenengagements durchaus noch berücksichtigen könnten, zeigen wir Ihnen auf S. 36.



12 Devisenmarkt

US-Dollar – quo vadis?

Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Umso mehr gilt dies für den Devisenmarkt. In der Analyse ab S. 12 werden anschaulich die verschiedenen Einflussfaktoren auf Angebot und Nachfrage von Währungen skizziert, mit letztlich positiven Nachrichten für den Dollar.



48 Interview

Börsenkommentator F. Busch

Legendär sind seine Doppelpusankündigungen für die Farbenwerte, als er noch täglich vom Parkett der Frankfurter Börse berichtete. Die Rede ist von Dr. Friedhelm Busch. Im Interview auf S. 48 läuft das Börsen-Urgestein erneut zur Hochform auf und malt das Notenbank-Dilemma anschaulich an die Wand.

- 55 Intermarketanalyse:**
Intakte Hausse
- 56 Edelmetalle:**
Nicht alles Gold, was glänzt!
- 57 Edelmetalle:**
„Xetra-Gold ist jederzeit zu 100% durch Gold gedeckt“; Interview mit Martina Gruber und Steffen Orben von der Deutsche Börse Commodities GmbH
- 58 Edelmetalle:**
Edelmetallmesse

Research – Aktien

- 59 Buy or Good Bye:**
Bilfinger Berger und Pfeiderer
- 60 Aktie im Blickpunkt:**
Deutsche Telekom
- 62 Gastanalyse:**
C-Quadrat Investment AG;
von André Hüsemann
- 64 MoneyTalk:**
Peter Sjövall, Finanzvorstand
der Asian Bamboo AG
- 66 Turnaround:**
Sektellerei Schloss Wachenheim AG
- 67 Nachrichten aus den Unternehmen:**
Krisen-Nachwehen und
etwas Zuversicht
- 68 Nachrichten aus den
Beteiligungsgesellschaften**
- 69 Nachrichten aus den
Immobilien-gesellschaften**
- 70 Musterdepot:**
Es geht seitwärts
- 73 Veranstaltungen:**
Eigenkapitalforum 2009 –
Fast schon wieder „Business as usual“

Stellenmarkt

- 74 Stellenanzeigen**

In Kooperation mit

eFINANCIALCAREERS.de
Die Finanz-Jobber

Potpourri

- 76 Interview mit einem Investor:**
Thilo Müller, MB Fund Advisory GmbH
- 78 Leserbrief:**
Rechtsüberholendes
Bundesdatenschutzgesetz
- 80 Buchbesprechung:**
„Erlebtes Universum“
- 82 Zu guter Letzt:**
Mehr Netto vom Brutto

- 81 Unternehmensindex/Impressum und
Vorschau bis Smart Investor 4/2010**

Deutsche Börse: ND3
WKN: 906169
TSX: NDM
NYSE Alternext: NAK

PEBBLE PROJECT

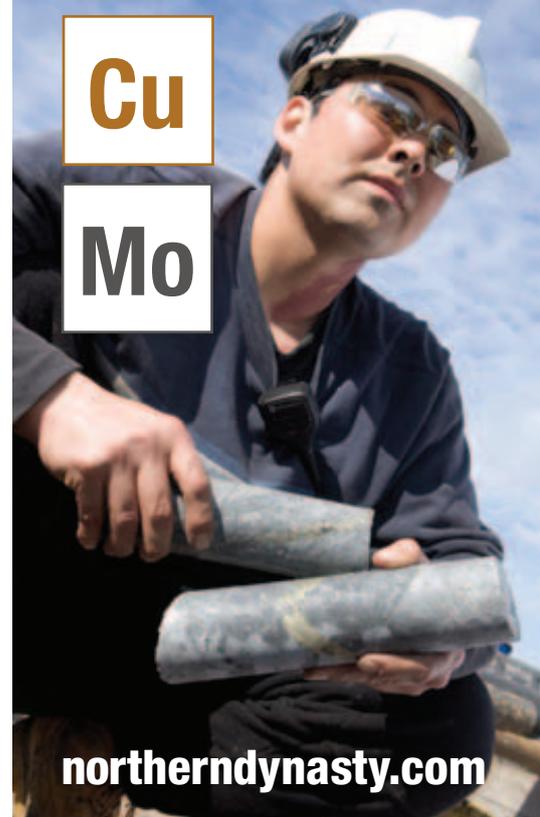
Northern Dynasty und Anglo American

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

Au

Cu

Mo



northerndynasty.com

HD HUNTER DICKINSON
UNTERNEHMENSGRUPPE

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

Tel: +1-604-684-6365

Email: info@hdgold.com

hunterdickinson.com

Rückkehr zur Tagesordnung?

Osteuropa ist noch nicht aus dem Schneider

Die Entwicklung an den Börsen in Osteuropa seit den im März markierten Tiefs ist wirklich beeindruckend. So ist der ungarische BUX um 116% gestiegen, der rumänische BET um 136% und der türkische ISE National 100 Index um 104%. Noch besser fällt die Bilanz in einigen GUS-Staaten sowie Russland aus. Der russische RTS hat sich seit dem Frühjahr um 149% verbessert, der ukrainische PFTS um 211% und der kasachische KTX um 155%. Diese Bilanz ist nicht nur absolut betrachtet überzeugend, sondern auch im Vergleich mit anderen Weltbörsen Spitze.

Noch erstaunlicher wird das Ergebnis aber durch die Erinnerung daran, wie sich die Ausgangslage im März präsentierte. Damals herrschte bekanntlich wegen der Kreditkrise Weltuntergangsstimmung, und Osteuropa befand sich mittendrin im Abwärtsstrudel. Von der Aufbruchstimmung der Vorjahre war nichts mehr zu spüren, stattdessen rutschten viele der dortigen Volkswirtschaften in eine Rezession. Die Krise deckte die zahlreichen Schwachstellen, wie eine starke Exportausrichtung auf die Eurozone, eine mangelnde Diversifizierung und zu große Rohstoffabhängigkeit, eine zu laxe Kreditvergabe sowie erhebliche Fremdwährungsschulden auf Staats- und Unternehmensseite und viel zu hohe Leistungsbilanzdefizite schonungslos auf.

68 Mrd. EUR an Hilfgeldern

Zudem war der vorher verbuchte Aufschwung zu einem Großteil durch ausländische Investitionen finanziert worden. Und als diese Mittel aufgrund der stark steigenden Risikoaversion ausblieben, versiegte eine unverzichtbare Antriebsquelle. Als Folge der daraus resultierenden Misere waren Länder wie Ungarn, Lettland, Ukraine, aber auch Rumänien und Serbien zur

Vermeidung eines Kollaps' auf Hilfsmittel vom IWF angewiesen. Am Höhepunkt der Krise wurde sogar ein EU-Sondergipfel einberufen, und die EU sah sich dazu veranlasst, zur Rettung der osteuropäischen EU-Staaten vor dem Bankrott ihre Notkredite auf 50 Mrd. EUR zu verdoppeln. Zuvor war der Fonds bereits im Dezember auf 25 Mrd. EUR aufgestockt worden. Zur Stabilisierung der Volkswirtschaften flossen insgesamt 68 Mrd. EUR in die Region, davon allein etwa 44 Mrd. EUR aus Mitteln des IWF.

Empfehlungen stiegen in der Spitze mehr als 100%

Ohne zu übertreiben kann man deshalb konstatieren, dass es damals lichterloh brannte. Zumal das Urteil über die Region noch durch politische Turbulenzen und die stark verbreitete Korruption getrübt wird. Trotz dieser Probleme wurde in Ausgabe 5/2009 im letzten ausführlichen Osteuropa-Artikel die These aufgestellt, mit einem Einstieg über ein breit aufgestelltes Ostbörsen-Depot könnten Anleger langfristig nicht viel falsch machen. Diese Prognose basierte zu einem Gutteil auf den niedrigen Bewertungsniveaus, die damals durch den erlittenen scharfen Kurseinbruch vorherrschten. Die in dem Beitrag empfohlenen beiden Einzelwerte und sechs Zertifikate haben es in der Spitze anschließend im Schnitt auf ein Plus von mehr als 100% gebracht, bevor zuletzt wie allgemein an den Börsen Gewinnmitnahmen einsetzten.

Kurse sind auf Seitwärtstrend eingeschwenkt

Seit einigen Wochen ist dadurch an den meisten Börsen ein Seitwärtstrend zu beobachten. Dieser spiegelt die derzeitige Geisteshaltung der meisten Marktteilnehmer wider. Die Akteure fragen sich, ob die zuletzt zu beobachtende wirtschaftliche Stabilisierung weiter an Schwung gewinnt oder ob sich die Lage mittelfristig sogar wieder eintrübt. 2009 ist dabei als verlorenes Jahr bereits praktisch abgehakt. So sagen die Volkswirte der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) eine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung von im Schnitt 6,3% für die 30 Staaten im Osten Europas voraus, in denen die EBRD investiert. Besonders hart wird es dabei laut EBRD die baltischen Staaten Estland (-13,2%), Lettland (-16%) und Litauen (-18,4%) sowie die Ukraine (-14%) treffen.

Konjunkturaussichten verbessert – aber noch nicht gut genug

Für 2010 wird allgemein mit besseren Aussichten gerechnet. Unter dem Strich prognostiziert die EBRD für das kommende Jahr ein Wachstum in der Region von 2,5%. Verglichen mit diesem Jahr wäre das zwar eine deutliche Verbesserung, die in den Jahren zuvor üblichen Wachstumsraten von mehr als 5% wür-

ABB. 1: MAKROÖKONOMISCHER AUSBLICK CEE

Prognose 2010	BIP-Wachstum	Inflation	Budgetsaldo	Leistungsbilanzsaldo
	real in %	in %	in % d.BIP	in % d.BIP
Polen	1,8	2,8	-7,0	-1,8
Ungarn	-6,1	3,1	-4,5	-1,8
Tschechien	1,4	2,2	-5,0	-2,1
Slowakei	2,1	1,7	-5,8	-3,1
Bulgarien	-2,5	-0,6	-1,8	-9,1
Russland	1,3	7,9	-5,5	6,1
Türkei	3,2	5,4	-4,8	-2,7
Ukraine	1,7	11,4	-4,9	1,2
Rumänien	0,4	3,9	-6,0	-6,3
Österreich	1,1	1,2	-5,5	1,8

Quelle: UniCredit CAIB Group; Pioneer Investments Austria



Noch ist Polen nicht verloren... – Vor allem Polen dürfte relativ rasch auf den Wachstumspfad zurückkehren. Foto: Polnisches Fremdenverkehrsamt (POT)

den damit aber noch immer nicht wieder erreicht. Und vermutlich ist es bis dahin auch noch ein weiter Weg. Denn es fließt nicht nur weniger Geld aus dem Ausland, sondern auch der Inlandskonsum lahm. Das hat mit der restriktiven Kreditvergabe der Banken zu tun, aber auch mit den staatlichen Sparmaßnahmen, die Länder wie Lettland, Rumänien, Ukraine und Ungarn zur Haushaltskonsolidierung ergriffen haben. So wurden in Lettland die Gehälter der Beamten um bis zu 30% gekürzt, und angesichts der ohnehin knappen Löhne bleibt für außergewöhnliche Konsumausgaben immer weniger übrig. Zumal auch die Arbeitslosigkeit steigt. Betroffen davon sind besonders Jugendliche. In Bulgarien beispielsweise fällt es vielen jungen Leuten anders als noch vor 24 Monaten schwer, eine neue Stelle zu finden. Und wenn doch eine Stelle ausgeschrieben wird, dann melden sich selbst auf einfache Angebote wie Hotelrezeptionist 200 Bewerber.

Mehr Optimismus, aber keine Euphorie

Angesichts dieser Situation wird es vermutlich nicht allen Ländern gelingen, 2010 wieder zu wachsen. Ungarn, das Baltikum, Bulgarien, Kroatien und Serbien dürften laut Marco Annunziata von der Unicredit auch 2010 noch in der Rezession bleiben. „Der Einzelhandel weist in diesen Ländern eine hohe Korrelation mit der Kreditentwicklung auf. Daher wird die Nachfrage der Privathaushalte dort schwach bleiben, wo sich der Bankensektor besonders stark auf externe Finanzierungen stützte. Die Banken führen derzeit die Kredit-Einlagen-Relationen zurück, indem sie die Kreditvergabe restringieren“, führt er aus.

Aber die schwache Verfassung der Privathaushalte hat zusammen mit den aufgehellten Exportaussichten auch ihr

Gutes. Annunziata geht jedenfalls nicht zuletzt deswegen von weiteren Verbesserungen bei den Leistungsbilanzen aus. Und dies dürfte den osteuropäischen Währungen Auftrieb verleihen, auch wenn die Zentralbanken versuchen dürften, die Aufwertung mit niedrigen Zinsen und Interventionen zu behindern. Auf Länderebene prognostizieren die Experten der Unicredit, dass Polen, das 2009 als einziges EU-Land eine Rezession vermeiden konnte, 2010/11 etwas ins Hintertreffen geraten wird. „Dafür prescht die türkische Wirtschaft 2010 mit einem Wachstum von 3,2% nach vorne, während Russland trotz der jüngst kräftig gestiegenen Ölpreise 2010 angesichts der schwachen Binnennachfrage lediglich um 1,3% wachsen dürfte“, so Annunziata. Unter dem Strich fasst er die eigenen Konjunkturprognosen für Osteuropa so zusammen, dass man zuletzt zwar etwas optimistischer, aber keineswegs euphorisch geworden sei.

Experten rechnen mit Gewinnmitnahmen

Ähnlich könnte das Fazit mit Blick auf die Aussichten der lokalen Aktienmärkte ausfallen. Nur mit dem Unterschied, dass die beste Phase hier bereits hinter uns liegen und das Geld verdienen mittelfristig wieder schwieriger werden dürfte. Die weit verbreitete Haltung unter den Investoren kommt gut in der Einschätzung von Markus Brück zum Ausdruck, der als Senior-Portfoliomanager verantwortlich für die Osteuropa-Produkte bei Metzler Asset Management ist. Für ihn ist die Aufholjagd an Osteuropas Aktienmärkten erst der Anfang eines längerfristigen Konjunkturaufschwungs.

Wie er allerdings einschränkend einräumt, müssen auch bei langfristig intakten Aufwärtstrends vorübergehende Atempausen oder Kursrückgänge einge- >>

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



ERA Resources GmbH
Am Silbermannpark 1b
86161 Augsburg

Telefon: 0821/450 9560
www.era-resources.com



Weißes Haus in Moskau: Russlands Regierung hat die Missstände im eigenen Land erkannt und gedenkt, diese zu beseitigen

ANLAGEEMPFEHLUNGEN OSTEUROPA					
AKTIEN					
NAME	BRANCHE	WKN/ ISIN	KGV 2010e	KBV 2010e	Div.-REND. 2010e
ADRS [CRO]	TABAK	HRADRSA0009	5,6	0,6	2,9%
CEZ [CZ]	VERSORGER	887 832	10	1,7	5,5%
EGIS [HU]	PHARMA	891 133	9,4	1	0,6%
GAZPROM [RUS]	GAS/ÖL	903 276	5,4	0,7	0,8%
KAZAKHGOLD [KAZ]	GOLD	A0H MLF	2,5	0,4	N.E.
KRKA [SLO]	PHARMA	SI0031102120	13,4	2,4	2,0%
LATVIAN SHIP. CO. [LAT]	REEDEREI	LV0000101103	1,3	0,2	N.E.
MOL [HU]	ÖL	593 127	8,9	1,1	4,5%
SOJAPROTEIN [RS]	NAHRUNGSMITTEL	RSSOJAE21837	5,8	0,7	4,7%
TALLINK [EST]	REEDEREI	A0H NKY	7,5	0,4	2,1%
TELEFÓNICA O2 [CZ]	TELEKOM	894 087	11,9	2	10,4%
TSKB [TR]	BANK	983 208	5,8	0,9	0,0%
ZERTIFIKATE					
WKN	INDEX	EMITTENT	LAUFZEIT		
DB0 AMD	ISE NATIONAL 30	DEUTSCHE BANK	OPEN END		
RCB 0ZY	CEESEG TRADED INDEX	RAIFFEISEN CENTROBANK	OPEN END		
AA0 F6D	PRIVATE EQUITY RUMÄNIEN	RBS	OPEN END		
FONDS					
WKN	NAME	EMITTENT	MORNINGSTAR-RATING		
987 339	COMINVEST EUROPEAN EMMA	COMINVEST	FÜNF STERNE		
988 954	GRIFFIN EASTERN EUROPE	GRIFFIN	VIER STERNE		
577 999	METZLER EASTERN EUROPE	METZLER	VIER STERNE		

Quelle: RaiffeisenResearch, IS Investment, Swedbank, Erste Bank, Unicredit, n.e.: nicht erhältlich

plant werden. „Nach einer Phase, in der die Aktienkurse in Osteuropa um 50 bis 100% zugelegt haben, sind Rücksetzer in Form von Gewinnmitnahmen durchaus normal und können bis zum Jahresende jederzeit auftreten“, so Brück. Auf eine Zeit mit volatileren Kursausschlägen stellen sich auch die Analysten von Pioneer Investments ein. Grundsätzlich sieht man die Auftriebskräfte, wie eine sich erholende Weltwirtschaft sowie niedrige Leitzinsen und Inflationsraten, aber intakt.

Vieles war liquiditätsgetrieben

Obwohl diese Faktoren helfen, darf aber nicht der eigentliche Charakter der jüngsten Hausse vergessen werden. Vieles davon war weniger von fundamentalen Gründen getrieben als von der Liquidität und einer wieder gestiegenen Risikobereitschaft. Günter Faschang, Manager des Amarillo Emerging Europe Alpha Fund, kommt deshalb zu folgendem Schluss: „Eine Korrektur ist für mich unvermeidlich, da sich die Aktienmärkte Osteuropa nicht ewig von der Wirtschaftsentwicklung abkoppeln können.“ In ein ähnliches Horn bläst Thomas Farthofer, Fondsmanager des Griffin Eastern European Fund. Nach seiner Lesart haben die massiven stimulierenden Maßnahmen aller wichtigen Regierungen und Zentralbanken dazu geführt, dass sich einige der Makro- und Sentimentindikatoren verbessert haben. Dies habe zu einem dramatischen Anstieg der Risikobereitschaft geführt und in Verbindung mit dem starken Ausverkauf an den Bör-

sen im Jahr 2008 sowie dem extrem tiefen Zinsumfeld zu einer nicht zuletzt liquiditätsgetriebenen Aktienrally. Viele der Probleme seien aber noch ungelöst. Die teils besser als erwartet ausgefallenen Ergebnisse für das dritte Quartal seien stark von Kostensenkungen getrieben gewesen, die Umsätze hätten dagegen häufig nicht die Prognosen erfüllt. Die enormen Konjunktur stimulierenden Maßnahmen müssten aber irgendwann reduziert und auch die Zinsen könnten nicht dauerhaft auf Rekordtiefs gehalten werden, so Farthofer.

Auch hätten Osteuropas Märkte in den vergangenen Monaten von der Dollarschwäche und der damit einhergehenden Rohstoffpreiserholung profitiert. Sollte die Risikobereitschaft nachlassen, der Dollar stärker werden und die Rohstoffpreise fallen, würde das mit ziemlicher Sicherheit zu Gewinnmitnahmen an den osteuropäischen

Börsen führen. Sein Fazit lautet deshalb: „Wir erwarten, dass die osteuropäischen Börsen auch in den nächsten Monaten ein Spiegelbild der globalen Risikobereitschaft sein werden, und sehen das Risiko weiterer Gewinnmitnahmen.“ Als Konsequenz dieser Haltung hält er derzeit rund 8% der Mittel in liquider Form. Trotz dieser zunächst vorsichtigen Einstellung sieht der Griffin-Fondsmanager einige Nischen, die sehr attraktive Ertragsmöglichkeiten bieten. Dazu zählt für ihn der russische Versorgersektor, der von der Fortführung der eingeschlagenen Reformprozesse profitieren sollte.

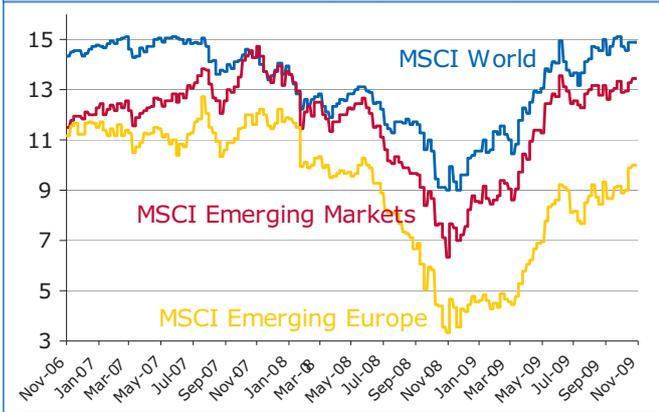
Fondsmanager favorisieren Nebenwerte

Auch der Metzler Eastern Europe-Fondsmanager Brück nutzt Phasen von Gewinnmitnahmen konsequent zum Kauf interessanter Einzeltitel mit günstigen Bewertungen. Die besten Anlagechancen wittert er dabei derzeit in den Randmärkten Osteuropas wie im Baltikum, in Rumänien, Bulgarien oder Kasachstan. Dementsprechend plant er, die Gewichtung dieser Regionen zu erhöhen. Ansonsten zieht er zurzeit allgemein Investments in Small und Mid Caps gegenüber Anlagen in großen >>

ABB. 2: MARKTBEWERTUNGEN OSTEUROPA							
	MCap in Mrd. EUR	KGV 2009e	KGV 2010e	EPA Wachstum in %		Dividende in %	
				2009e	2010e	2009e	2010e
ATX	34.60	19.1	11.7	-36.9	64.1	2.7	3.2
BUX	18.47	12.6	10.5	-35.8	20.2	3.2	3.2
WIG 20	69.92	15.7	14.1	-31.0	11.2	3.4	3.3
PX	47.58	14.9	12.3	8.9	21.3	5.7	6.0
RTSI	412.55	12.7	9.1	-43.3	38.8	1.1	1.3
BET	6.81	26.8	15.9	-33.3	68.4	1.9	2.8
CROBEX 10	6.60	12.0	9.2	-44.5	30.3	3.7	3.8
BELEX 15	1.35	10.8	10.0	-24.2	8.2	0.6	1.6
SASX-10	1.77	16.6	11.6	0.3	42.4	3.1	3.7

Quelle: Thomson Financial Datastream, IBES, Raiffeisen Centrobank, Raiffeisen Research

ABB. 3: CEE-KGVs ANHAND DER 12-MONATS-GEWINNSCHÄTZUNGEN (IBES/DATASTREAM)



Quelle: Pioneer Investments Austria

Standardwerten vor. „Die meisten Large Caps haben ihre Kursverluste bereits größtenteils aufgeholt“, so Brück. Dagegen lägen viele Small und Mid Caps trotz eines vielerorts signifikant verbesserten Geschäftsumfeldes und umfangreicher Kosteneinsparungen noch deutlich unter ihren Höchstständen und böten daher attraktives Kurspotenzial. Auch die Verantwortlichen beim DKB Osteuropa Fonds sind dabei, einige äußerst viel versprechende Nebenwerteaktien dem Portfolio beizumischen.

Die Vorliebe der Fondsmanager für Nebenwerte ist einfach nachzuvollziehen. Während sich in diesem Segment noch immer Titel mit einstelligen Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnissen von unter eins finden lassen, ist das bei den Standardwerten inzwischen selten geworden. Der MSCI Osteuropa Index weist mittlerweile ein KGV von rund 13 auf. Damit ist die Region zwar zumeist deutlich niedriger bewertet als andere Schwellenländer, und auch der für das kommende Jahr erwartete Ergebniszuwachs von im Schnitt 22% sieht verglichen mit dieser Kennziffer gut aus. Allerdings dürfen auch die nach wie vor vorhandenen volkswirtschaftlichen Risiken nicht vergessen werden.

Russland und die Türkei mit am günstigsten

Im Bewertungsvergleich stehen auf Länderebene ausgerechnet die besonders gut gelaufenen Börsen in Russland und der Türkei gut da. So weist der russische RTS Index auf Basis der Schätzungen der Unicredit für 2010 ein KGV von 8,3 auf. Beim türkischen ISE Index steht laut dem Broker EFG ein KGV von 8,6 zu Buche. Auch kleinere Märkte wie die im Baltikum oder die in Südosteuropa können bewertungstechnisch punkten. Zumindest dann, wenn man unterstellt, dass den dortigen Unternehmen mittelfristig wieder die Rückkehr zu früheren Ertragsniveaus gelingt.

Interessant ist in Serbien beispielsweise Sojaprotein (ISIN: RSSO-JAE21837), ein Hersteller von Lebensmitteln aus Soja. Legt man die Schätzungen der Erste Bank zu Grunde, beträgt das KGV hier für 2010 nur 5,8. Beim Blick nach Kroatien sticht der Tabakkonzern Adris (ISIN: HRADRSPA0009) mit einem einstelligen KGV und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter eins heraus. Im Baltikum überzeugt unter Bewertungsaspekten die Latvian Shipping Company (ISIN: LV0000101103) mit einem KGV, das von der Swedbank auf unter 2 beziffert wird und das Kurs-Buchwert-Ver-



Langsam kehrt in Osteuropa der Optimismus zurück. Ob Polen, Rumänien (im Hintergrund Ceausescus Prestigebau „Haus des Volkes“, das zweitgrößte Gebäude der Welt, Foto: Rumänisches Touristenamt) oder Estland (im Bild die Tallink-„Baltic Queen“, Foto: Tallink – die Rezession war schmerzlich und dennoch notwendig



hältnis auf 0,2. In Rumänien hinterlassen die Privatisierungsfonds einen unterbewerteten Eindruck. Im Schnitt weisen die Sektorvertreter noch immer einen Abschlag zum Nettoinventarwert auf. Dieser Umstand macht das Private Equity Romania Zertifikat (WKN: AA0 F6D) interessant. In der Türkei gefällt neben einer Wette auf den Index wie etwa dem ISE National 30 X-Pert Open End Zertifikat (WKN: DB0 AMD) der vergleichsweise solide aufgestellte Bankensektor. Eine gute Adresse ist hier die Bank TSKB (WKN: 983 208), die laut IS Investment für 2010 auf ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von nur 0,9 kommt.

Was Russland angeht, drängen sich wegen des dortigen Rohstoffreichtums fast zwangsläufig Rohstoffaktien auf. Praktisch ein Muss für jedes breit aufgestellte Depot ist Gazprom (WKN: 903 276). Das Unternehmen weist einen deutlichen Bewertungsabschlag gegenüber der westlichen Konkurrenz auf (die RZB beziffert das Kurs-Buchwert-Verhältnis auf unter eins), obwohl es über die weltweit größten Gasreserven verfügt und auch beträchtliche Ölvorkommen kontrolliert. Ebenfalls hohe Reserven, allerdings in Form von Gold, besitzt die inzwischen von der russischen PolyusGold kontrollierte KazakhGold (WKN: A0H MLF). Die Gesellschaft musste zuletzt Rückschläge hinnehmen, ist aber interessant, wenn es gelingt, die Produktion in den nächsten Jahren wie geplant von 250.000 t auf 1 Mio. t zu steigern. Ansonsten kommt aus dem Rohstoffsektor noch Mol (593 127) in Frage. Gelingt dem ungarischen Ölproduzen-





ten der für 2010 von Analysten erwartete Gewinnsprung, würde das KGV in den einstelligen Bereich sinken.

Fonds und Zertifikate der einfachste Weg

Weil die beste Zeit der Rally vermutlich hinter uns liegt, bieten sich als Depotstabilisatoren und Dividendenbringer auch Telekomwerte an. Diese werfen in der Regel hohe Renditen ab, wobei hier die tschechische Telefónica O2 CR (WKN: 894 087) mit einer Dividendenrendite von fast 10% am besten abschneidet. Relativ solide steht in dieser Hinsicht mit einer Rendite von 6,6% auf Basis der für 2009 von der Erste Bank geschätzten Ausschüttung auch CEZ (WKN: 887 832) da. Der tschechische Versorger feilt an seiner internationalen Ausrichtung und scheint gut aufgestellt.

Als eher konservativ ist auch der Pharmasektor einzustufen. Hier kann die ungarische Egis (WKN: 891 133) mit einem KGV von unter zehn auf Basis der von der RZB für 2010 erwarteten Gewinne aufwarten. Und die slowenische Krka (ISIN: SI0031102120)

überzeugt mit hohen Gewinnmargen und vielen Produktinnovationen. Wer einfach nur in Osteuropa dabei sein will, das aber lieber breiter gestreut als über Einzelinvestments anstrebt, für den könnte neben Osteuropa-Aktienfonds der im September von der Wiener Börse und den Börsen Budapest, Laibach und Prag lancierte CEESEG Traded Index (CEETX) interessant sein. Dieser Index setzt sich aus den 25 umsatzstärksten und höchstkapitalisierten Aktien der Mitglieder der CEE Stock Exchange Group zusammen. Unter anderem hat darauf die Raiffeisen Centrobank ein Open End CEETX Indexzertifikat (WKN: RCB 0ZY) aufgelegt.

Fazit

Zusammengefasst kommt es nach der jüngsten Bonanza an den Ostbörsen jetzt wieder mehr auf das richtige Stockpicking an. Bleibt die Stimmung an den Weltbörsen freundlich, dürften vor allem Nebenwerte und Randmärkte in die Favoritenrolle schlüpfen. Sollte die Risikoaversion dagegen wieder deutlich steigen, kann es auch schnell bergab gehen. Wie scheu das Kapital dann ist, zeigt sich an der Performance des Jahres 2008, als der MSCI Osteuropa Index rund 70% verlor. Und mit Problemfällen wie Lettland und der Ukraine gibt es auch Brandherde, welche bei negativen Entwicklungen die Region an sich wieder in Misskredit bringen können. Anleger sollten angesichts dieser Ausgangslage nur sehr gezielt agieren, Gewinne aber laufen lassen. Gleichzeitig sollten Risiken etwas zurückgefahren und Stop-Loss-Kurse verwendet werden. ■

Jürgen Büttner

Anzeige



Das große Casino?

Thesen und Prognosen zum Devisenmarkt

Gastbeitrag von Dr. Volker Schindel, Berater im Risikomanagement von großen Konzernen

Mit einem Handelsvolumen von 3.207 Mrd. USD pro Tag im Jahr 2007 ist der Devisenmarkt der größte Markt der Welt. Von diesem Handelsvolumen sind 43% Kassa- und Termingeschäfte; der Rest Swap-Transaktionen, d.h. gleichzeitiger Kauf und Verkauf von Devisen zu verschiedenen Zeitpunkten (Abb. 1).

Das tägliche Handelsvolumen an Waren (Exporte + Importe) hatte mit geschätzten 80 Mrd. USD nur einen vergleichsweise geringen Anteil an den Devisentransaktionen. Die Mehrzahl aller Transaktionen sind also Finanztransaktionen sowohl zur Absicherung von Währungsrisiken aus Finanzinvestitionen als auch zu Spekulationen auf (Devisen-) Kursgewinne. Dies hat in jüngerer Zeit immer wieder dazu geführt, den Devisenmarkt als das größte Casino abzustempeln und damit die Notwendigkeit für staatliche Eingriffe zu begründen.

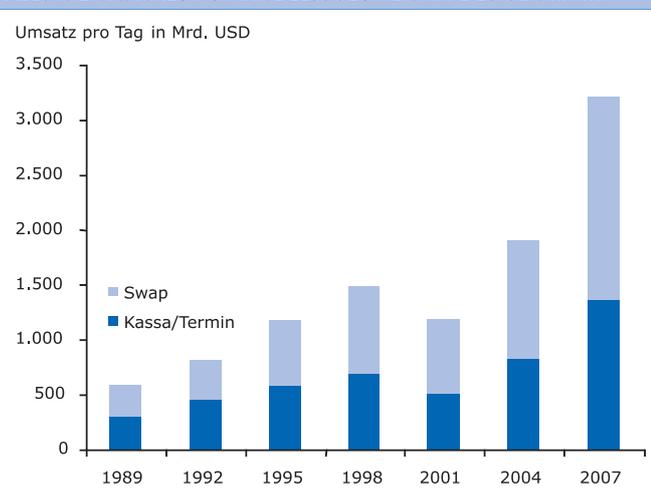
Wir wollen anhand von Thesen den Devisenmarkt im Jahre 2009 charakterisieren und am Beispiel US-Dollar gegenüber dem Euro darstellen, welche Einflussfaktoren bei einer strategischen Handelsposition zu berücksichtigen sind.

These 1: Eine Prognose von Wechselkursentwicklungen besitzt keinen Informationswert.

Diese These besagt, dass eine Zufallsprognose – z.B. durch Würfeln – genauso gute Ergebnisse liefert wie Prognosen, die auf Fundamentaldaten, Expertenschätzungen u.ä.m. beruhen.

Im Devisenmarkt sind alle entscheidungsrelevanten Informationen allen Teilnehmern bekannt. Es ist möglich, den historischen Kursverlauf aus der Vergangenheit zu erklären, indem man z.B. die

ABB. 1: ENTWICKLUNG HANDELSVOLUMEN AM DEVISENMARKT



Quelle: BIZ Report 2007

Dr. Volker Schindel, Jahrgang 1948, ist seit zehn Jahren als selbstständiger Berater im Bereich Risikomanagement, Planung und Prognose für große Konzerne und mittelständische Unternehmen tätig. Zuvor hat er die Treasury des BMW Konzerns geleitet. Dr. Schindel ist seit 1999 Mitglied des VTAD – Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands. Infos unter: www.fx-management.de.



Auswirkung der Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten, Sentimentindikatoren und auch der technischen Verfassung des Marktes mit der vergangenen Kursentwicklung in Zusammenhang bringt.

Jeder Teilnehmer handelt jedoch aufgrund seiner subjektiven Erwartungen über die zukünftige Entwicklung. Diese sind bereits in den gegenwärtigen Kursen enthalten. Zusätzliche Nachfrage oder zusätzliches Angebot, welches die Wechselkurse in die eine oder andere Richtung bewegt, kann nur entstehen, wenn heute nicht bekannte Ereignisse eintreten oder die Erwartungen der Teilnehmer sich nicht erfüllen. Beides kann nicht rational prognostiziert werden.

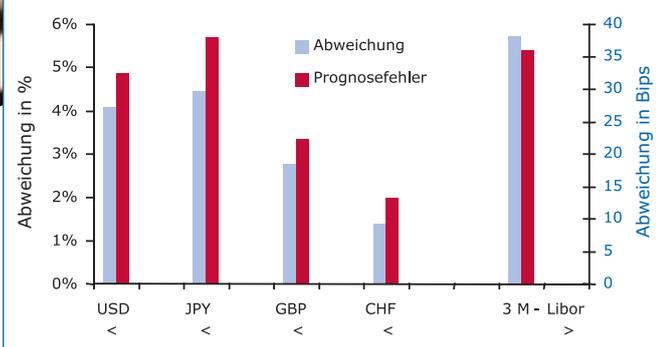
Eine Analyse des Informationsgehaltes von Wechselkursprognosen der großen deutschen Finanzinstitute aus den Jahren 1992 bis 2008 stützt die These: In Abb. 2 wird für 3-Monats-Prognosen deutscher Banken der Prognosefehler – also die Abweichung des prognostizierten Kurses vom tatsächlich eingetretenen Wechselkurs – einer naiven Prognose gegenübergestellt. Diese naive Prognose sagt voraus, dass der Wechselkurs in drei Monaten der gleiche sein wird wie heute.

Abb. 2 zeigt, dass der Prognosefehler der naiven Prognose im gewählten Zeitraum im Durchschnitt geringer war als der Fehler der „wissenschaftlich fundierten“ Prognosen. Im Vergleich dazu besitzt die Vorhersage der kurzfristigen Zinsen einen positiven Informationswert; offensichtlich sind die Entscheidungen der Notenbanken besser vorhersehbar als die der Teilnehmer am Devisenmarkt.

These 2: 95% der Teilnehmer am Devisenhandel verlieren Geld.

Jedem Käufer von Devisen steht ein Verkäufer gegenüber. Damit werden auf beiden Seiten „Devisenpositionen“ eröffnet, die zu einem späteren Zeitpunkt wieder glattgestellt, also verkauft oder verbraucht (Zahlungen für Leistungen und Waren) werden. Die Bewertung aller Transaktionen zu Marktkursen führt zu Gewinnen bei den einen und spiegelbildlich zu Verlusten bei den verbliebenen Marktteilnehmern.

ABB. 2: PROGNOSEFEHLER VON WECHSELKURSPROGNOSEN DEUTSCHER BANKEN VON 1992 BIS 2009



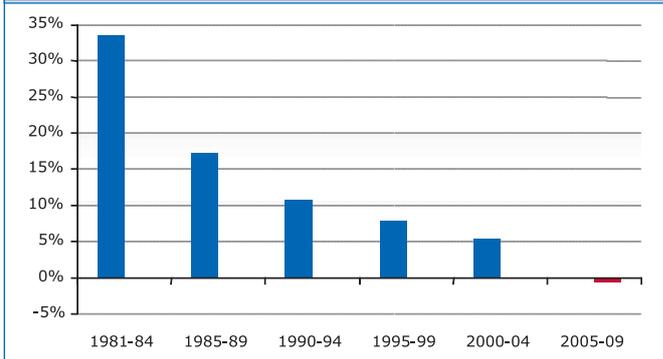
Somit gleicht der Devisenmarkt unter Performancegesichtspunkten überwiegend einem Konstantsummenspiel, bei welchem die einen das gewinnen, was die anderen verlieren. Die Konstante des Spiels ist dabei negativ und entspricht der Summe aller Geld/Briefspannen und Gebühren für den Handel.

Für einen Teil der Spieler – die Unternehmen – ist das Marktergebnis weniger wichtig. Hier stehen Aspekte der Deckungsbeitragssicherung aus dem Export/Import – also die absolute Höhe des Wechselkurses und nicht die Veränderung des Marktkurses – im Vordergrund. Für die überwiegende Mehrheit der Teilnehmer mit Finanzpositionen ist jedoch die Bewertung „marked to market“ die entscheidende Größe.

Folgen wir der Beschreibung des Konstantsummenspiels, so können höchstens 50% der Teilnehmer erfolgreich sein. Diese können mit ihrer Erfahrung/Wissen den Unwissenden und Anfängern das Geld abnehmen. In einem dynamisch sich entwickelnden Markt lernen jedoch die Unwissenden sehr schnell, und der Wissensvorsprung geht mit der Zeit verloren. Also schmelzen auch die Gewinne der Wissenden logischerweise mit der Zeit dahin. Abb. 3 zeigt die Performance der Devisenmanager nach dem „Stark Currency Trader Index“ und dem entsprechenden Index von Barclays.

Im letzten Zeitabschnitt bis Ende 2009 wird das Ergebnis der Profis nahe Null sein. Damit dürfte die überwiegende Mehrzahl aller Teil- >>

ABB. 3: JÄHRLICHE RENDITE NACH DEN „CURRENCY TRADER INDICES“ NACH STARK (SEIT 1981) UND BARCLAYS (SEIT 1986)



Wert für 2005–09 per Oktober 2009

Anzeige

Effektivität verbessern



3D-Topographie einer Leiterbahn

Wir messen jede Schicht. Ob dick oder dünn, glatt oder rau, spiegelnd oder transparent.

NanoFocus AG bietet einzigartige Lösungen zur umfangreichen Qualitätsanalyse von Solarzellen. Gewinnen Sie mithilfe hochauflösender optischer 3D-Technologie der NanoFocus AG neue Erkenntnisse. Schöpfen Sie ungenutzte Potenziale in Produktion und Forschung.

Eine Solarzelle besteht aus Vorder- und Rückseite. Die Oberflächenmessgeräte der Firma NanoFocus charakterisieren leitfähige Schichten sowie Kontaktierungen mit bisher unerreichter Genauigkeit.

µsurf und µscan heißen die Technologien, mit denen der deutsche Nanotechnologiespezialist Bewegung in Produktion und Forschung der Solarbranche bringt. Auch für neueste Anforderungen im Bereich der Dünnschichttechnologie sind unsere Geräte bestens geeignet. **Testen Sie uns.**

nehmer – einzelne Institute beziffern diesen Anteil sogar mit 95% – am Devisenmarkt Geld verlieren.

These 3: Es gibt keine langfristig erfolgreiche Strategie im Devisenmarkt.

Die Entwicklung der Wechselkurse wird durch die Teilnehmer selbst über Angebot und Nachfrage bestimmt. Dabei ist kein Teilnehmer groß genug, um die Richtung der Entwicklung vorzugeben. Eine erfolgreiche Strategie muss also auf einem Verhaltensmuster aller Teilnehmer aufbauen. Sie kann langfristig nur erfolgreich sein, wenn die Struktur des Devisenmarktes (Teilnehmerkreis) und das Verhalten der Teilnehmer konstant bleiben. Aber:

- Der Teilnehmerkreis ändert sich ständig. Insbesondere Spekulanten mit hohen Verlusten werden den Handel einstellen; neue Mitspieler werden aufgrund der niedrigen Kosten und der hohen Hebelwirkung für den Devisenhandel gewonnen.
- Die bestehenden Mitspieler werden ihr Verhalten ändern, wenn sie weniger erfolgreich im Devisenmarkt gehandelt haben. Auch die Teilnehmer, die weniger am Wechselkursergebnis orientiert sind, werden ihre Risikostrategien im Zeitablauf verbessern.

Der Lernprozess orientiert sich am Vorgehen der erfolgreichen Devisenhändler (Abb. 4).



Ist eine Strategie erfolgreich und wird sie publik, so wird sie von anderen Teilnehmern gelernt und übernommen. Erweist sich die Strategie als überlegen, so führt sie durch die Vielzahl der Nachahmer zu Blasenbildung (Bestätigung der Strategie). Wenn alle Teilnehmer positioniert sind, entsteht keine neue Nachfrage, und das Ergebnis der Strategie bleibt aus – die Blase platzt und die Strategie wird für die nächste Zeit verworfen.

Zur Stützung der These wurde vom Verfasser die Performance von vier Strategien seit 2000 untersucht (Abb. 5).

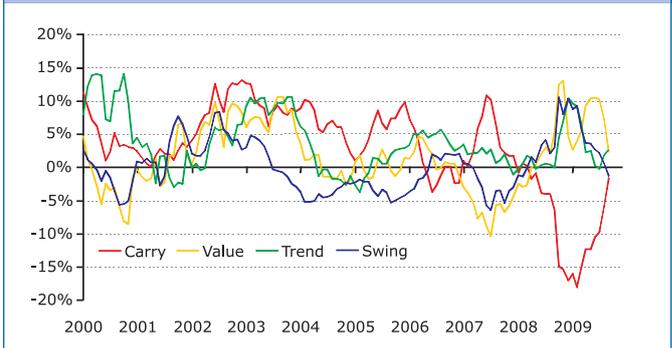
Abb. 5 zeigt, dass keine der untersuchten Strategien dauerhaft erfolgreich war. Die zuletzt erfolgreiche Carry-Strategie hat zur Blasenbildung in den Rohstoffwährungen gegenüber dem japanischen Yen geführt. Die Korrektur 2008 war entsprechend ausgeprägt.

These 4: Staatliche Eingriffe schränken die Funktionsfähigkeit des Marktes ein.

- Die Möglichkeiten staatlicher Eingriffe sind vielfältig. Beispiele sind
- a) Kursbeeinflussende Maßnahmen durch Kauf/Verkauf von Devisen
 - b) Regulierung durch Verbote von bestimmten Devisengeschäften
 - c) Verteuerung des Devisenhandels durch Steuern

Zu a): Das Eingreifen erfolgt über marktwirtschaftliche Instrumente. Die Notenbank ist einer unter vielen Teilnehmern am Devisen-

ABB. 5: PERFORMANCE VON TRADING-STRATEGIEN



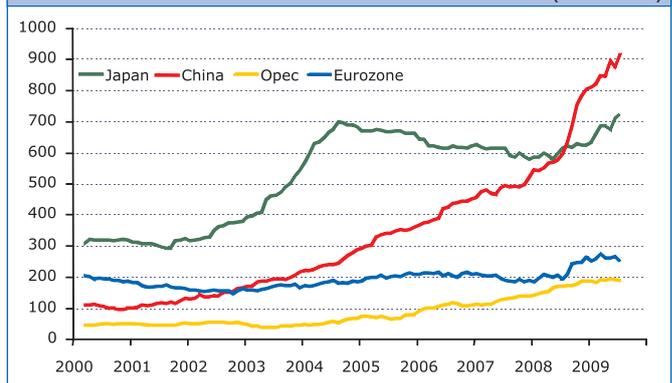
- ◆ **Carry-Strategie:** Investiere in Währungen mit hohem Zins und refinanzieren die Investition mit Niedrigzinswährungen.
- ◆ **Value-Strategie:** Investiere nach der Kaufkraftparität in unterbewertete Währungen und refinanzieren mit überbewerteten Währungen.
- ◆ **Trend-Strategie:** Kaufe Wechselkurse, die über ihrem gleitenden Durchschnitt liegen; verkaufe Wechselkurse, die unter ihrem Durchschnitt liegen.
- ◆ **Swing-Strategie:** Verkaufe Wechselkurse, die überkauft sind, und kaufe Wechselkurse, die überverkauft sind.

markt und versucht durch ihre Handlungen, dem Kursverlauf eine gewünschte Richtung zu geben.

Der Erfolg dieser Maßnahmen ist umstritten. Bereits in den 80er Jahren waren drei konzertierte Aktionen (Louvre Accord I bis III) notwendig, um die Talfahrt des Dollars zu stoppen. Bei den heutigen Volumina im Devisenmarkt sind Interventionen meist ohne nachhaltige Wirkung. Im Gegenteil, richten sie sich gegen einen erfolgreichen Trend – wie z.B. die RBNZ 2007 gegen die Carry Trades im NZD –, so nutzen viele Teilnehmer den dann niedrigeren Kurs für einen günstigen Einstieg. Die EZB beschränkt sich seit Langem nur noch auf „verbale Interventionen“.

Zu b): Im Falle von Devisenmarktkontrollen können gewünschte Ziele – wie z.B. Verbot von Finanzmarktspekulationen, Förderung des Exports u.ä.m. – erreicht werden. Die Notenbank tritt dann als alleiniger Kontrahent im Devisenmarkt den verbliebenen Spielern gegenüber. Dies kann zu Nebeneffekten führen, die in ihrem Ausmaß das ursprünglich angestrebte Ziel wieder in Frage stellen können. So führt die Devisenkurspolitik Chinas zu einer Anhäufung von Devisenreserven bei der People's Bank of China. Die Verwendung zur Refinanzierung des US-Haushaltsdefizits (Abb. 6) in Verbindung mit der Verbilligung der Exporte aus China mag sowohl für die USA als auch für China noch erwünscht sein – sie wird jedoch mittelfristig zum Problem. Wird die weitere Akkumulation gestoppt, so kommt es zu einer Aufwertung mit erheblichen Verlus-

ABB. 6: AUSLANDSSCHULDEN DER USA NACH GLÄUBIGERN (MRD. USD)



ten für die Devisenreserven Chinas, und ein wichtiger Finanzier für das weiter wachsende US-Haushaltsdefizit fällt aus.

Zu c): Bereits 1972 hat James Tobin vorgeschlagen, eine Steuer auf Devisengeschäfte zu erheben. Seitdem ist dieser Vorschlag in regelmäßigen Abständen immer wieder von einzelnen Regierungen aufgegriffen worden. Die Versuchung ist gar zu groß – selbst bei einem Satz von nur 0,05% würden die Steuereinnahmen theoretisch über 400 Mrd. USD pro Jahr betragen. Die Tobin-Steuer ist zur Bekämpfung unerwünschter Spekulation jedoch nicht geeignet, denn:

- Finanzmarkttransaktionen werden von den Investoren nach Rendite/Risiko-Gesichtspunkten entschieden. Die Tobin-Steuer würde diejenigen Transaktionen behindern, die wegen niedriger Volatilität kein Risiko und nur eine mäßige Rendite versprechen. Genau diese Transaktionen sind nicht geeignet, Übertreibungen am Devisenmarkt zu erzeugen – sie wären also gar nicht unerwünscht. Für die wirklichen Bewegungen am Devisenmarkt ist die Steuer viel zu gering, um Spekulanten von ihren Handlungen abzuhalten.



- Erhöht man den Satz der Tobin-Steuer, um die wirklichen unerwünschten Spekulationen zu verhindern, so behindert man auch die Teilnehmer empfindlich, die mit Devisengeschäften ihren Außenhandel abwickeln und/oder strategische Investitionen im Ausland tätigen.
- Auch Spekulanten erfüllen eine wichtige Funktion am Devisenmarkt. Sie sorgen dafür, dass der Markt jederzeit liquide ist und jedes Angebot auf eine entsprechende Nachfrage trifft.
- Die Ursache von volatilen Devisenbewegungen ist eher in falscher Wirtschafts- und Geldpolitik zu suchen. Die weltweit ausufernden Geldmengen werden international nach Rendite- und Risikogesichtspunkten angelegt. Dabei werden die Regionen und Währungen bevorzugt, die das größte Vertrauen bei den Anlegern besitzen. Spekulative Devisenströme sind also nicht Ursache, sondern Symptome für Ungleichgewichte.

Fazit und Folgerungen für eine Positionsbestimmung am Beispiel des US-Dollar

Für ein erfolgreiches Handeln kommt es heute darauf an, den Devisenmarkt unter spieltheoretischen Gesichtspunkten zu betrachten. Die Kernfrage lautet dabei, wie sich Angebot und Nachfrage bei der Mehrzahl der Teilnehmer entwickeln werden.

Am Beispiel des EUR/USD sollen die Einflussfaktoren auf die Angebots-/Nachfragesituation wie folgt skizziert werden:

- **Positionsanalyse:** Wie haben sich die Teilnehmer strategisch positioniert? So ist zum Beispiel beim US-Dollar durch Niedrigzinsen eine erhebliche Short-Position aus den Carry Trades entstanden. Damit ist aus Sicht der Investoren die

Chance im Falle einer weiteren Abwertung geringer einzustufen als das Risiko einer Aufwertung des US-Dollar.

- **Bewertungsanalyse:** Wie hoch ist eine Währung im Verhältnis zu den anderen Währungen im historischen Vergleich bewertet? Einen Anhaltspunkt dafür bietet die langfristige Realkursentwicklung. Der US-Dollar ist im Verhältnis zum Euro von derzeit 1,48 etwa 20% unterbewertet; im historischen Vergleich waren Bewertungsabweichungen über 25% selten anzutreffen.
- **Carry-Kosten:** Wie hoch ist der Gewinn/Verlust aus der Zinsdifferenz beim Halten einer Devisenposition? Die Niedrigzinsen in USA sprechen hier eher für eine Verschuldung als für eine Anlage in US-Dollar.
- **Fundamentalanalyse:** Hier sind insbesondere die außergewöhnlichen Ausprägungen einzelner klassischer Wirtschaftsindikatoren zu beachten. Das bekannte Zwillingdefizit hat in den USA zuletzt eine Verschärfung der Staatsverschuldung und eine Entlastung der Handelsbilanz gezeigt. Die entsprechenden Daten aus Europa weisen eine ähnliche Entwicklung auf, so dass hieraus keine zwingende Richtung für den EUR/USD-Kurs abzuleiten ist.

- **Chartanalyse:** Sowohl Trend als auch Oszillatoren liefern zusätzliche Hinweise auf das Entwicklungspotenzial von Wechselkursen. Dabei liefert nicht nur die Richtung des Trends, sondern auch dessen Zeitdauer seit der letzten Trendwende wichtige Informationen über das Risiko/Chancen-Profil für die weitere Entwicklung. Für den EUR/USD-Kurs liegt ein mittelfristiger Aufwärtstrend seit Februar 2009 und ein langfristiger Aufwärtstrend seit 2001 vor. Es ist nicht auszuschließen, dass sich diese Trends noch eine Weile fortsetzen können. Andererseits sind diese Trends mittlerweile in die Jahre gekommen, und die nächste größere Bewegung sollte eher in Richtung Aufwertung des US-Dollar laufen.
- **Sentimentanalyse:** Der Devisenmarkt ist schon seit Längerem negativ für den US-Dollar gestimmt. Eine Aufwertung des US-Dollar hat damit die größere Wahrscheinlichkeit, da die Teilnehmer eher bei einer Trendumkehr ihre Dispositionen ändern, als ihre Positionen bei einer Fortsetzung des Trends weiter aufzustocken.
- **Politische Ereignisse:** Zurzeit erleben wir eine Phase der relativen Ruhe in der westlichen Welt. Das Überraschungsmoment liegt also eindeutig in einer potenziellen Auseinandersetzung Amerikas und/oder Europas mit den bekannten Feindbildern im Nahen und Fernen Osten. Im Fall des Falles würde dies allerdings den US-Dollar eher stärken.

Alles in allem befinden wir uns in einem Umfeld, in dem eine weitere Abwertung nur ein geringes Potenzial besitzt und mittelfristig eher mit einer Aufwertung des US-Dollar gerechnet werden muss. ■



Die deutsche Hyperinflation 1923

Lehren aus der Geschichte

Leser des Smart Investor dürften mit dem Thema Hyperinflation bereits vertraut sein. Die April-Ausgabe erklärte die volkswirtschaftlichen Zusammenhänge hinter dem Inflationsphänomen Crack-up-Boom aus Sicht der Österreichischen Schule der Nationalökonomie. Im August zog Smart Investor mit „Staatsbankrott und Währungsreform“ Vergleiche zwischen der deutschen Hyperinflation 1923 und der Situation heute und gab handfeste Ratschläge zur Vermögenssicherung. In dieser Ausgabe werden die Performance verschiedener Anlageklassen und die Widrigkeiten, mit denen Anleger von Beginn des Weltkrieges bis zur Währungsreform 1923 zu kämpfen hatten, unter die Lupe genommen. Der folgende Artikel stützt sich auf eine mehrteilige Serie, die im Sommer 2009 in den Noah Briefen veröffentlicht wurde.

Unter den vielen Fällen, in denen ein zerrütteter Staatshaushalt zu Inflation und Währungsreform führte, ragt die Große Deutsche Inflation von 1920–1923 als eine der am genauesten belegten und am ausführlichsten untersuchten heraus. Sie zu studieren, bietet sich folglich an. Die einfache Aussage „Sachwerte schlagen Finanzwerte“ stimmte natürlich grundsätzlich, doch als Handlungsmaxime allein reichte sie nicht aus. In den Jahren zwischen Ausbruch des Weltkrieges und Einführung der Reichsmark 1924 durchlebte die deutsche Bevölkerung Wechselbäder von Zuversicht und Enttäuschung, die sich unmittelbar im Anlageverhalten widerspiegeln. Massive staatliche Eingriffe waren für diese Zeit ebenfalls typisch. Das Klima für Anleger wurde im Laufe der Jahre immer restriktiver. Mit staatlicher Propaganda versuchte man Anlegergeld in die gewünschten Kanäle zu leiten, während „Fluchtwege“ nach und nach verbaut wurden. Die we-

Andreas Otto arbeitete für Dow Jones Markets, Bridge Information Systems und Moneyline Telerate. Er war in Frankfurt, New York und Hamburg in Positionen tätig, die das Spektrum vom Produktmanager bis zum Analysten umspannen. Heute ist er Autor des wöchentlich erscheinenden Noah Briefes, der Wirtschaftsthemen aus Sicht des langfristig orientierten Anlegers diskutiert. Jeder Noah Brief hat ein Schwerpunktthema, das ausführlich und tiefer gehend analysiert wird. Der Marktteil berichtet über die wöchentlichen Ereignisse an den wichtigsten Märkten. Um sich selbst ein Bild zu machen, können Leser drei kostenlose Probeexemplare bestellen. Mehr Informationen unter www.noah-research.de.



nigsten konnten ihr Vermögen durch diese Zeit retten, geschweige denn mehren, doch einige profitierten ganz enorm von der Inflation. Was machten die einen falsch und die anderen richtig?

Kriegsgeld

„Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen“ (Milton Friedman). Deshalb ist es sinnvoll, mit der Betrachtung der großen deutschen Inflation dort zu beginnen, wo sie ihren Anfang nahm – mit dem Ersten Weltkrieg. 1914 war in jeder Hinsicht ein einschneidendes Jahr. 1914 wurden die sog. Darlehnskassen gegründet, die ungedeckte Darlehnskassenscheine aus- >>

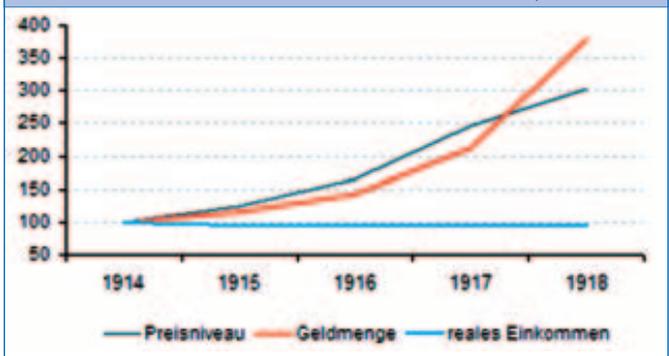
gaben. Die von der Reichsschuldenverwaltung ausgegebenen Reichskassenscheine wurden ab 1914 zur Deckung der Reichsbanknoten akzeptiert, die ursprünglich zu einem Drittel mit Gold gedeckt sein mussten. Der Goldstandard, für Deutschland noch um die Jahrhundertwende uneingeschränkt gültig, wurde 1914 komplett aufgegeben. Viele Bürger ahnten Anfang Juli 1914 schon, dass Deutschland in einen Krieg gezogen würde. In letzter Minute hoben sie Guthaben von ihren Konten ab und versuchten Banknoten in Gold- oder Silbermünzen zu tauschen. Am 13. Juli schob die Reichsbank dem Abfluss von Münzen einen Riegel vor. Am Tag der Erklärung des „Zustandes der drohenden Kriegsgefahr“ wurde der Umtausch in Gold- und Silbergeld „für die Dauer des Krieges“ eingestellt. Die Bevölkerung hob jedoch weiterhin Bargeld ab. Da ein Umtausch in werthaltiges Geld nicht mehr möglich war, wurden nun Lebensmittel und Gebrauchsgüter gekauft, so stark sogar, dass die Presse sich Ende Juli gezwungen sah, Zeitungsartikel zu veröffentlichen, die die Bevölkerung dazu aufriefen, ihr Geld auf den Bankkonten zu lassen, da dies dort sicher sei.



Menschenschlangen vor einer Kartoffelhandlung in Berlin im Sommer 1923; Foto: Bundesarchiv, Bild 146-1971-090-14, Fotograf: Ohne Angabe

Die Presse betonte ebenfalls die Gleichwertigkeit von Reichsbanknoten und Reichskassenscheinen mit den Goldmünzen. Die Kampagne hatte jedoch wenig Erfolg. Die Bürger änderten ihr Kaufverhalten nicht, und die „Hamsterkäufe“ führten im August zu Teuerungen, die zu noch mehr staatlicher Propaganda und ersten gesetzlichen Verordnungen führten. Ab August 1914 befanden sich praktisch keine Gold- und Silbermünzen mehr im Umlauf. Nur von Herbst 1914 bis Anfang 1915 tauchten für kurze Zeit gelegentlich Silbermünzen auf, als die Bevölkerung an einen Sieg zu glauben begann, der ihr durch die Medien glaubhaft versichert wurde. Die in der Kriegszeit fehlenden, silbernen 1- und 2-Mark-Stücke wurden durch eilig gedruckte Darlehenskassenscheine ersetzt. Papiergeld ersetzte jetzt auch bei kleineren Nominalen das Münzgeld. Um an dringend benötigte Devisen zu kommen, versuchte die Reichsbank Goldschmuck und gehortetes Edelmetallgeld mit der „Gold gab ich für Eisen“-Kampagne abzufischen, die an den Patriotismus der Deutschen appellierte. Die Abgabe privaten Goldes war freiwillig, doch es wurde sozialer Druck erzeugt, um die Bevölkerung zu Goldspenden zu bewegen. Im Sommer 1914 traten auch erstmals die unterschiedlichen Interessen von Bevölkerung und Staat offen

ABB. 1: MONETÄRE ENTWICKLUNG IN DTL. 1914–1918, 1914 = 100



In den vier Kriegsjahren vervierfachte sich die Geldmenge fast. Das Preisniveau verdreifachte sich. Quelle: Deutsche Bundesbank

zutage: Bürger versuchten ihr Hab und Gut zu schützen, die Regierung konterte mit einem Mix aus Propaganda und gesetzlichen Beschlüssen. Dieser Konflikt sollte für die nächsten zehn Jahre das Anlegerverhalten bestimmen.

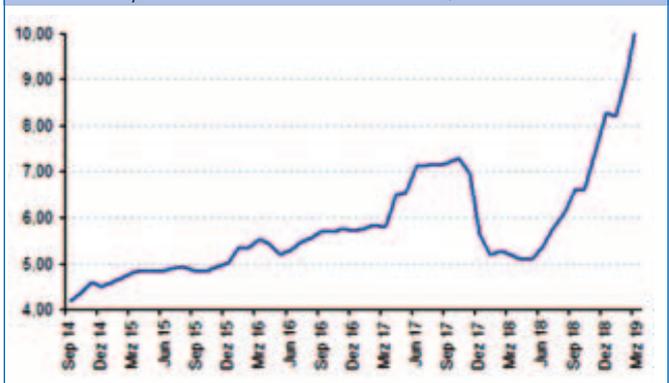
Finanzierung des Krieges durch Kriegsanleihen

Am 4. August 1914 schwor Kaiser Wilhelm II. in seiner berühmten Burgfriedensrede den Reichstag ein:

„Ich kenne keine Parteien mehr, ich kenne nur noch Deutsche! Zum Zeichen dessen, dass Sie fest entschlossen sind, ohne Parteiunterschied, ohne Stammesunterschied, ohne Konfessionsunterschied durchzuhalten mit mir durch dick und dünn, durch Not und Tod zu gehen, fordere ich die Vorstände der Parteien auf, vorzutreten und mir das in die Hand zu geloben.“

Dem beugten sich alle Parteien, einschließlich der Sozialdemokraten und Gewerkschaften. Von nun an standen sie alle hinter dem Kaiser, und gemeinsam bewilligten sie die Anleihenfinanzierung des Krieges (der damals überwiegend als ein Verteidigungskrieg gegen Russland begriffen wurde). Noch im selben Jahr wurden Kriegsanleihen in Höhe von 4,43 Mrd. Goldmark (GM) gezeichnet. Im weiteren Verlauf waren es jährlich zwischen 16,21 (1916) und 18,28 (1915) Mrd. Goldmark. Mit der Flut neuer Anleihen, die zwischen 4% und 5% rentierten, wurde aber nicht nur der Krieg zu 60% finanziert. Mit ihr konnte auch Anlegerkapital absorbiert werden, das infolge der steigenden

ABB. 2: USD/MARK SEP. 1914 BIS MÄRZ 1919, NEW YORKER KURS



Dollar zur Mark bis 1919: Schwäche der Mark schon seit Kriegsbeginn, Absturz nach Kriegsende. Quelle: Statistisches Reichsamt

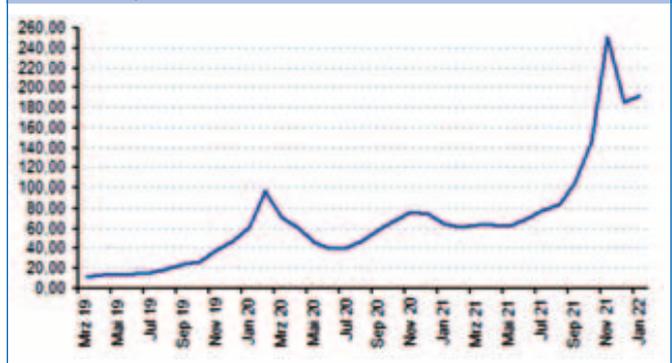
Geldmenge ansonsten in Waren geflossen wäre und zu noch sehr viel stärker steigenden Preisen geführt hätte.

Da das Gros des Anlegerkapitals in Anleihen blieb, die Realeinkommen den steigenden Preisen angepasst wurden und die Preise für lebenswichtige Verbrauchsgüter wie Kohle und bestimmte Lebensmittel fixiert wurden, um soziale Härten zu vermeiden, konnte ein allzu drastischer Abfall des Lebensstandards bis zum Kriegsende hinausgezögert werden. Mit Ausnahme einer kurzen Periode zu Kriegsbeginn beließ die Reichsbank trotz der außerordentlich hohen Geldvermehrung Diskont- und Lombardsatz bei niedrigen 5 bzw. 6%. Sie wollte die Zinslast des Reiches möglichst niedrig halten und fürchtete zudem, dass steigende Leitzinsen zu einem Einbruch bei den Anleihenpreisen führen könnten, was die weitere Kriegsfinanzierung in Frage gestellt hätte. Die ungebremste Inanspruchnahme von Reichsbankkrediten durch die Geldinstitute sollte sich nach Kriegsende als enormer Inflationsbeschleuniger herausstellen.

Der Sturz der Mark

Der Fall der Mark, die bei Kriegsbeginn bei 4,20 zum Dollar stand, begann schon in den Kriegsjahren. Offizielle Kurse gab es in Deutschland damals nicht, da der Devisenhandel starken Einschränkungen unterlag. In New York wurde die Mark aber noch gehandelt. Der Verlauf der New Yorker Dollar-Kurse gegen die Mark zeigt bereits die kontinuierlichen Verluste in dieser Zeit. Im Oktober 1917 mussten 7,28 Mark für einen Dollar ge-

ABB. 3: USD/MARK MÄRZ 1919 BIS JAN. 1922, NEW YORKER KURS



Dollar zur Mark bis 1922: Anstieg des Dollars in mehreren Wellen.
Quelle: Statistisches Reichsamt

zahlt werden, 73% mehr als noch Anfang 1914. Die Mark festigte sich im Herbst 1917 noch einmal vorübergehend, als die alliierten Truppen in der Flandernschlacht hohe Verluste erlitten und die deutschen Truppen an der Ostfront Gebiete erobern konnten. Als im letzten Kriegsjahr jedoch immer klarer wurde, dass Deutschland den Krieg verlieren würde, setzte die Mark erneut zum Sturzflug an.

Die riesige Schuldenlast des Reiches, die Anleienschwemme und die aufgestaute Inflation machten sich nach Kriegsende Luft. Dem freien Spiel der Märkte ausgesetzt, verlor die Mark innerhalb des ersten Nachkriegsjahres fast 80% ihres Wertes. Ob- >>

Anzeige

M & W CAPITAL

DER VERMÖGENSVERWALTENDE INVESTMENTFONDS

WKN 634 782



Performance seit 01.08.2001: 44,26%

Performance seit 01.01.2009: 0,08%

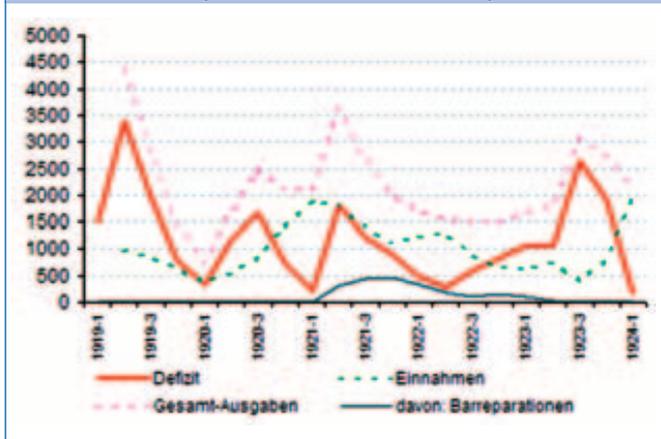
MACK & WEISE

VERMÖGENSVERWALTUNG

Colonnaden 96 • 20354 Hamburg • Telefon: (040) 3 55 18 50 • www.mack-weise.de

wohl die bedrohlich wachsende „schwebende Schuld“ des Reiches aus der Kriegsfinanzierung die eigentliche Ursache für den raschen Verfall der deutschen Währung war, verstanden die meisten Deutschen den enormen Kaufkraftverlust ihrer Währung anfangs als „Kurssturz“ der Mark oder als eine mangelbedingte Verteuerung der Waren. Im November 1918 wurden noch 7,42 Mark für den Dollar bezahlt, im Februar 1920 waren es bereits über 96 Mark. Den Sturz der Mark in den Jahren 1918–1920, der alle Preise verteuerte, kann man als die erste große Inflationswelle verstehen.

ABB. 4: DEUTSCHLAND: STAATSDEFIZIT, EINKÜNFEN UND AUSGABEN (1919 BIS 1924 IN MIO. MARK)



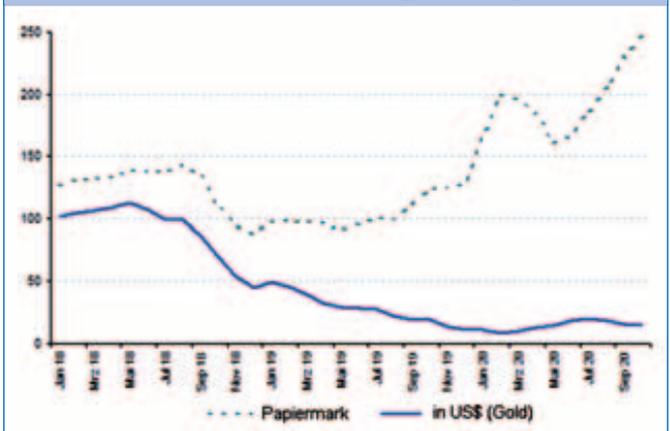
Deutsches Staatsdefizit: Eine der wichtigsten Ursachen für die Destabilisierung der Mark.
Quelle: G. Feldmann

Teure Reparationen

Dabei war der Fall der Mark zwischen 1914 und 1923 kein kontinuierlicher, sondern ein sich in mehreren Wellen entfaltender, der immer wieder überraschte. In der ersten Jahreshälfte 1920, als ausländische Investoren auf eine Erholung der Mark spekulierten, konnte sie sich gegen den Dollar sogar mehr als verdoppeln. Der Wechselkurs der Mark wurde von vielen Faktoren beeinflusst. Die unnachgiebige Haltung der Poincaré-Regierung in der Reparationsfrage, die französische Besetzung von Duisburg und Düsseldorf im März 1921, die Festsetzung der endgültigen Reparationssumme auf die gigantische Summe von 132 Mrd. Goldmark im Mai 1921, die Ermordung Walter Rathenaus im Juni 1922 und die Ruhrbesetzung ab Januar 1923 waren Ereignisse, die das Vertrauen in die deutsche Regierung und damit auch in die Mark schwinden ließen. Ausländische Investoren, die sich anfänglich vom niedrigen Kurs blenden ließen, zogen sich spätestens ab 1922 völlig aus der Mark zurück. Deutsche Rentenpapiere wurden verkauft, was dazu führte, dass riesige Mark-Beträge nun nach Deutschland zurückflossen. Auch die Deutschen selbst, die versuchten, ihr Kapital ins Ausland zu bringen, trugen in den ersten Nachkriegsjahren ihren Teil zum Sturz der Mark bei. Die entscheidende Ursache lag aber im kumulativen Haushaltsdefizit des deutschen Staates. Zwischen 1919 und Ende 1923 gelang der Regierung in keinem Monat ein ausgeglichener Haushalt. Das Defizit wurde „mit der Notenpresse“ geschlossen, was die Inflation mehr und mehr beschleunigte.

Die Versuche der Reichsbank, den Wechselkurs der Mark durch Käufe zu stützen, ab 1923 auch durch Verkäufe von Reichsbankgold, zeigten nur eine kurzfristige Wirkung. Dennoch waren die

ABB. 5: DEUTSCHE AKTIEN 1918 BIS 1920, INDIZIERT, 1913 = 100



Deutsche Aktien in der Nachkriegszeit: Nominale Gewinne, reale Verluste.
Quelle: Statistisches Reichsamt; Bresciani-Turroni

gelegentlichen Festigungen der Mark beachtlich, so noch im Frühjahr 1923, als die Mark aufgrund einer Intervention der Reichsbank innerhalb eines Monats von 27.900 auf 21.190 (um 24%) zum Dollar stieg. Der sich fortlaufend ändernde, meist aber steigende Kurs des Dollars brachte große Verunsicherung für die Bevölkerung. Löhne, Preise und Wechselkurse entwickelten sich oft nicht in gleichem Tempo, was erhebliche Ineffizienzen im Handel nach sich zog. Ab Sommer 1922 gaben die meisten Menschen ihre Hoffnung auf eine Stabilisierung der Mark auf. Von da ab galt es nur noch, erhaltenes Geld so schnell wie möglich wieder auszugeben, um dem Wertverfall der Mark zuvorzukommen. Gekauft wurde alles, was auch nur annähernd seinen Wert zu behalten schien.

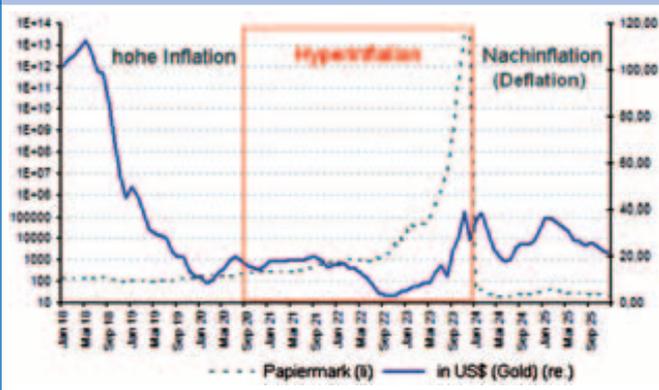
Aktien während des Weltkrieges und in den ersten Nachkriegsjahren

Die Aktienmärkte gehörten während des Ersten Weltkrieges zu den reglementiertesten Märkten überhaupt. Schon am 1. August 1914 hatte man die deutschen Börsen sowie die Börsen in vielen anderen Ländern geschlossen. Amtliche Kursdaten und einen vom Statistischen Reichsamt berechneten Aktienindex findet man für die Weltkriegszeit deshalb nicht. Der Effektenhandel stand in Konkurrenz zum Anleihenhandel. Folglich versuchte die deut-

Um der Geldmassen Herr zu werden, half meist nur mehr Schreddern, etwa im Januar 1924; Foto: Bundesarchiv, Bild 102-00238, Fotograf: Ohne Angabe



Abb. 6: DEUTSCHE AKTIEN 1918 BIS 1925, INDIZIERT, 1913 = 100



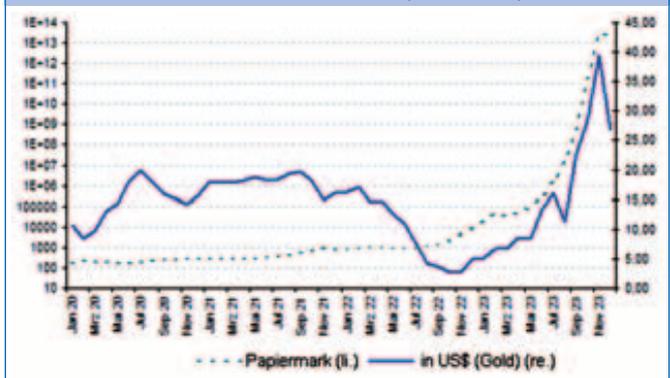
Aktien nominal und in Gold: Reale Gewinne ließen sich erst im letzten Inflationsjahr erzielen. Zuvor hatten Aktien über 90% ihres Realwerts eingebüßt. Quelle: Statistisches Reichsamt

sche Regierung, den Handel mit Aktien zu unterbinden oder so stark zu behindern, dass das Publikum es vorzog, Geld in Kriegsanleihen statt in Aktien zu investieren. In den ersten Kriegsmonaten war den Banken sogar der inoffizielle Effektenhandel untersagt. Ab Ende 1914 bildete sich dann langsam eine Art Freiverkehrshandel unter den Großbanken heraus. Teils auf Druck der Banken, teils weil die Behörden bemerkten, dass ihnen Steuereinnahmen entgingen, wurde in den folgenden Kriegsjahren ein Teil der restriktiven Erlässe wieder aufgehoben. Ende 1916 gab es erstmals wieder amtliche Kursfeststellungen, und wenig später wurde das Kurslistenverbot für Bankiers aufgehoben. Anleger, die aktuelle Kurse erfahren wollten, mussten aber weiterhin ihre Bankfiliale aufsuchen. Durch den eingeschränkten Handel waren die Kurse an verschiedenen Orten noch dazu sehr unterschiedlich. 1917 wurden ausländische Papiere in Privatbesitz (schwedische, dänische und schweizerische) auf Anordnung des Reichskanzlers gegen „Entschädigung“ eingezogen. Für Privatanleger blieb der Handel mit Aktien während der gesamten Kriegszeit erschwert und intransparent.

Vom Fall der Mark nach Kriegsende profitierten Aktien nicht. Nominal gaben sie in den letzten Monaten vor Kriegsende nach, stabilisierten sich im ersten Nachkriegsjahr und überschritten

schon in der zweiten Hälfte 1919 wieder ihr Vorkriegsniveau. In amerikanischen Dollars (oder Gold) gemessen, verloren Aktien jedoch von Mitte 1918 bis zum Februar 1920 – in weniger als zwei Jahren – 80-90% ihres Wertes. Der deutsche Aktienmarkt wurde zu dieser Zeit mehr als alles andere vom Kurs des Dollars bestimmt. Seit 1918 stieg der Dollar gegen die Mark viel schneller als die Kurse der Aktien. In dem Maße, wie die Aktienkurse in Dollar fielen, wurden sie für Ausländer billiger. Das Ausland begann ab 1919 zunehmend in deutschen Aktien zu spekulieren. Man versuchte auch, größere Positionen zu akkumulieren und so ganze Firmen zu übernehmen. Deutsche Unternehmen wehrten sich gegen die drohende Überfremdung mit Schutzaktien, die erst nach Jahren verkauft werden durften, oder mit Vorzugsaktien, die ein bis zu neunhundertfaches Stimmrecht besaßen. Die Ereignisse im und um den deutschen Aktienmarkt in den Jahren 1914 bis 1920 sind ein Beispiel für

Abb. 7: DEUTSCHE AKTIEN 1920 BIS 1923, INDIZIERT, 1913 = 100



Reale Gewinne mit Aktien in der Hochphase der Inflation. Quelle: Statistisches Reichsamt; Bresciani-Turroni

die Regulationswut eines in Bedrängnis geratenen Staats. Von Anfang an wurden Aktien als unliebsame Konkurrenz zu den Kriegsanleihen gesehen. Während der Kriegsjahre behinderten Regierung und Reichsbank den Aktienhandel, wo sie nur konnten. Für Anleger bedeutete dies vor allem einen Verlust an Transparenz. Aktien behielten bis Kriegsende zwar ihren Wert, wurden vom anschließenden Sturz der Mark aber mit nach unten gerissen. Trotz nominaler Gewinne ab Mitte 1919 waren Aktien während der Kriegs- und unmittelbaren Nachkriegszeit eine Anlage, mit der sich Kaufkraft nicht bewahren ließ. Eine Buy-and-hold-Strategie hätte in dieser Zeit zu hohen realen Verlusten geführt, die auch nach Jahren nicht wieder aufgeholt wurden. Nur wer seine Aktienbestände sofort nach Kriegsende verkaufte und in Edelmetalle oder harte Devisen (sog. Edelvaluta) tauschte, konnte diesen Verlusten entgehen.

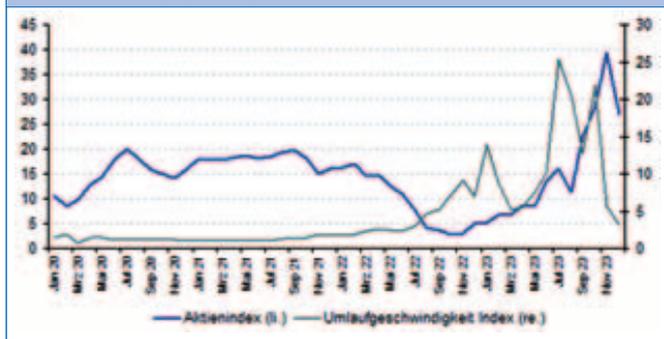
Der Besitz von Aktien von 1914 bis 1922 hatte jedoch auch Vorteile für Anleger. In den Kriegsjahren blieben Aktien annähernd stabil. Aktien der Rüstungs- und Schwermetallindustrie legten sogar zu. Mit Einschränkungen waren Aktien handelbar, was für Devisen oder Gold nicht immer galt. Im Gegensatz zu Anleihen repräsentierten Anteilsscheine solider Unternehmen einen realen Wert, der im Laufe der Jahre zwar deutlich abnahm, aber nie auf null fiel.

Aktien in der Hyperinflation

Für rund ein Jahr, von November 1922 bis zum November 1923, erlebten deutsche Aktien, die seit 1913 etwa 97% ihres Wertes >>



ABB. 8: DEUTSCHE AKTIEN UND UMLAUFGESCHWINDIGKEIT DER MARK 1920 BIS 1923

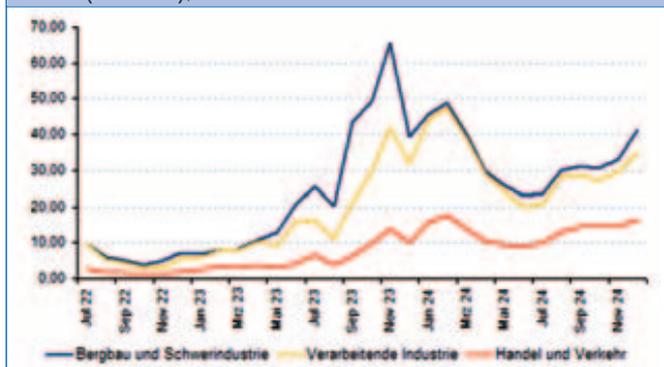


Aktien (in Gold) und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes: Immer höhere Marktbeträge mussten angelegt werden. Die Flucht in Sachwerte erfasste auch den Aktienmarkt. Quelle: Statistisches Reichsamt; Graham/Kemmerer

eingebüßt hatten, ein beispielloses Comeback. Der Gesamt-Index des statistischen Reichsamtes konnte sich in diesen 12 Monaten sogar in Gold gerechnet etwa verzehnfachen.

Ausschlaggebend für die phänomenale reale Performance waren nicht mehr nur Ausländer, die kauften, weil ihnen deutsche Aktien wegen der stark gefallen Mark höchst billig erschienen, sondern auch die ab 1922 stark anziehende Binnennachfrage. Die Nachfrage aus dem Inland war zweigeteilt. Zum einen kam sie aus den Banken und der Industrie selbst, die Aktienkäufe nicht nur als Inflationsschutz, sondern auch zu Unternehmensübernahmen nutzten. Anders als heute vergab die Reichsbank damals Großkredite direkt an die Industrie, bis Mitte 1922 noch dazu zu äußerst attraktiven Zinsen. Diese Kredite wurden in vollem Umfang und auch für Aktienkäufe genutzt. Auf diesem Wege entstanden riesige, sich vertikal und horizontal ausdehnende Konzerne wie die eines Hugo Stinnes, Otto Wolf oder Krupp. Die Aktienhaussa im letzten Inflationsjahr wurde aber auch durch die Kleinanleger getrieben, die sich nicht nur Sachwerten, sondern nun auch verstärkt der Börse zuwandten. Mit Aktien konnte man in diesen Monaten nicht nur sein Vermögen schützen, man konnte sogar reale Gewinne erzielen. Die Hausse nährte die Hausse, und das Spekulationsfieber erfasste breite Bevölkerungsschichten. Es fällt auf, dass die Hausse des Jahres 1923 mit der Akzeleration der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zusammenfällt. Geld musste man so schnell wie möglich wieder ausgeben, und entsprechend schnell zirkulierte es. Auch Aktien boten sich dafür an. Selbst

ABB. 9: DEUTSCHE AKTIEN 1922 BIS 1924 NACH BRANCHEN (IN GOLD), 1913 = 100



Endphase der Inflation: Aktien mit Substanzwert erzielten die höchsten Gewinne. Quelle: Statistisches Reichsamt

wenn man sie nur für kurze Zeit besaß, waren sie wertstabiler als Bargeld oder Geld auf der Bank.

Reale Gewinne gab es im letzten Inflationsjahr zwar bei fast allen Aktien, doch längst nicht in gleichem Ausmaß. Die drei Subindizes des Statistischen Reichsamtes für die Branchen Bergbau und Schwerindustrie, Verarbeitende Industrie sowie Handel und Verkehr zeigen die Unterschiede.

Bis Ende 1923 schnitten die Aktien des Bergbau- und Schwerindustrie-Index am besten ab. Diese Unternehmen besaßen Rohstoffe wie Kohle oder Kalisalz oder große Industrieanlagen. In den Augen der Anleger verkörperten die Anteilsscheine dieser Unternehmen Sachwerte, was mit hohen Aufschlägen honoriert wurde. Mit etwas Abstand folgten die Aktien des verarbeitenden Gewerbes, das über Maschinen und Industrieanlagen verfügte, die ebenfalls als Sachwerte galten. Unterdurchschnittlich performten die Aktien aus Handel und Verkehr. Der Handel mag vielleicht profitabel gewesen sein, doch das zählte nicht. Auf immaterielle Werte wie Marken oder Vertriebsnetze legten die Anleger in der Hyperinflationszeit keinen Wert. Da Aktien in dieser Zeit auch meist nur kurze Zeit gehalten wurden und die Transparenz bei der Kursstellung oft nicht gegeben war, gaben Anleger liquiden Werten den Vorzug. Große, liquide Blue Chips erzielten höhere Aufschläge als kleine, illiquide Werte.

Beamtenhaussa

Eine Kuriosität am Rande: Ausgelöst durch die vierteljährliche Zahlung der Beamtengehälter, die umgehend in den Aktienmarkt investiert wurden, kam es ab 1922 alle drei Monate zu den sog. Beamten-Hausen – ein saisonales Muster, das mit der Währungsreform wieder verschwand. Mit den ab 1921 steigenden Umsätzen im Sekundärmarkt stieg auch die Zahl der Effektenhandelsbanken, die dafür neu gegründet wurden, und die Zahl der Wertpapierfilialen bei bestehenden Geschäftsbanken. Die Orderflut konnte nur mit zusätzlichen Börsensälen bewältigt werden, die eigens dafür eingerichtet wurden. Später schlossen die Wertpapierbörsen an einem oder mehreren Börsentagen pro Woche. An den Börsenruhetagen wurde dann das aufgestaute Ordervolumen abgearbeitet. Für das Publikum brachte der Orderstau immer mehr Intransparenz mit sich. Aufträge wurden erst am übernächsten Tag ausgeführt, die gesamte Abwicklung dauerte bis zu 14 Tage. Zu welchem Preis oder ob überhaupt Aktien erworben oder veräußert wurden, erfuhren Anleger erst mehrere Tage später. Bankangestellte und Makler nutzten diese Situation gnadenlos aus. Besonders im unkontrollierten Freiverkehrshandel häuften sich Betrugsfälle, bei denen Privatanleger geschröpft wurden. Als der Börsenhandel Ende 1923 so unübersichtlich wurde, dass selbst die amtliche Kursfeststellung kaum mehr eine Aussagekraft besaß, stellte man den Börsenhandel Anfang November bis zum Ende des Jahres komplett ein. Von allzu restriktiven staatlichen Eingriffen blieben die Aktienmärkte in den Jahren 1920–1923 aber verschont. Probleme ergaben sich vor allem aus Engpässen in der Abwicklung infolge des enorm ge- >>



stiegenen Ordervolumens. Während der relativ kurzen Zeit der eigentlichen Hyperinflation waren Aktien aus verschiedenen Gründen vielleicht die beste Anlageklasse überhaupt: Mit ihnen ließen sich reale Gewinne erzielen, ihr Besitz war nicht strafbar, und sie eigneten sich, da man sie trotz aller Einschränkungen noch bis Anfang November handeln konnte, auch zur kurz- und mittelfristigen Wertaufbewahrung.

Devisen und Edelmetalle

Zu Beginn des Ersten Weltkriegs gab es ein System fester Wechselkurse. Für fast alle großen Währungen galt de facto oder de jure der Goldstandard (Ausnahme: China, das noch den Silberstandard hatte). Die Währungen zur Zeit des Ersten Weltkriegs mussten sich alle am Gold messen lassen. Schon unmittelbar nach Kriegsbeginn verhängten die sich feindlich gesinnten Kriegsparteien Handels- und Zahlungsverbote, die den Handel an den internationalen Finanzmärkten einschränkten oder unmöglich mach-

insgesamt 39 (!) Verordnungen, Notgesetze oder Bekanntmachungen zum Devisenverkehr erlassen, die dem Reich neue Devisenquellen erschließen sollten. Ab Oktober 1922 durften Privatunternehmen, die keine Bescheinigung der Handelskammer besaßen, Devisen nur noch mit Genehmigung des Finanzamtes erwerben. Ab Mai 1923 konnte die Reichsbank nun auch Edelmetalle und ausländische Zahlungsmittel aus privatem Besitz für das Reich proklamieren. Ab Juni 1923 durften ausländische Zahlungsmittel auch nur zum amtlichen Berliner Kurs gehandelt werden.

Zu diesen oft künstlich abgerundeten, über mehrere Tage fixierten und grundsätzlich unter den Auslandsnotierungen liegenden Kursen konnte die Reichsbank den Devisenbedarf nicht im Entferntesten bedienen. Mit der Notverordnung vom 7. September 1923 wurde ein Reichskommissar für Devisenbeschaffung ermächtigt, ausländische Zahlungsmittel, Wertpapiere, Edelmetalle und Forderungen auf ausländische Währungen für das Reich in

Anspruch zu nehmen. Das Kommissariat wurde zugleich mit umfassenden Auskunfts-, Durchsuchungs- und Vernehmungsrechten ausgestattet. Unrechtmäßig erworbene oder zurückgehaltene ausländische Zahlungsmittel oder Edelmetalle konnten entschädigungslos eingezogen werden. Diese Verordnung umfasste neben Devisen und Gold auch Silber, Platin und Edelmetalllegierungen. Adam Fergusson schildert in „When Money Dies“ eine Razzia der Berliner „Wucherpolizei“ am 20. September 1923. Die Besucher der Cafés und Restaurants unter den Linden und auf dem Kurfürstendamm wurden gezwungen, ihre Geldbörsen zu öffnen. Ausländisches Geld wurde an Ort und Stelle beschlagnahmt. Zu flächendeckenden Hausdurchsuchungen kam es im großen Durcheinander dieser Zeit jedoch wohl kaum. Angesichts der ohnehin gesunkenen öffentlichen Moral ist anzunehmen, dass gerade Privatpersonen ihre Sorten- und Edelmetallbestände nicht deklarierten oder ablieferten. Mit Edelvaluta und Edelmetallen ließen sich während der Hyperinflation zwar keine realen Gewinne erzielen, doch langfristig

behielten sie ihren Wert wie keine andere Anlageklasse. Durch Handelsrestriktionen und das kurzzeitige Verbot des privaten Besitzes wurden Devisen, Sorten und Edelmetalle vorübergehend allerdings zur am wenigsten fungiblen Anlageklasse.

Anleihen, die großen Verlierer

Auf Mark lautende Renten- und Geldmarktpapiere sowie Tagesgeld- und Girokonten wurden durch die große Inflation vollständig entwertet. Für Privatanleger hatte Geldvermögen wegen der von den offiziellen Stellen festgelegten, sehr niedrigen Nominalzinsen schon seit geraumer Zeit an Bedeutung verloren. In der Hyperinflation wurde Geldvermögen gänzlich bedeutungslos (Tagesgeldsatz der Berliner Banken Ende 1922: 9,21%, Giroeinlagen bei der Sparkasse Berlin Ende 1922: 4,05%). Mit der Währungsreform hatten Anleihen ihren Wert vollständig verloren. Entschädigungen gab es, wenn überhaupt, dann nur in bestimmten Fällen, Jahre später und in geringstem Umfang. Damit wäre über diese Anlageklasse eigentlich schon fast alles gesagt. Erwähnenswert ist vielleicht noch eine kurze Anleihenhausse, die von der Spekulation getrieben wurde, Rentengläubiger könnten nach einer Stabilisierung der Währung >>



Viele Produkte des täglichen waren auch deshalb fast schon unerschwinglich teuer, weil sie schlichtweg knapp waren. Auch vor der Butterhandlung der Gebrüder Groh in Berlin bildeten sich im Sommer 1923 lange Warteschlangen; Foto: Bundesarchiv, Bild 146-1971-109-42, Fotograf: Ohne Angabe

ten. Valuten von Feindländern wurden an den Devisenbörsen nicht mehr notiert. Das Reich geriet schnell in die Isolierung und konnte im Ausland keine Anleihen mehr absetzen. Ab Herbst 1915 herrschte permanente Devisenknappheit, die durch den beginnenden Fall der Mark noch verstärkt wurde. Mit einer Reihe von Erlässen und Gesetzen versuchte der Bundesrat, sich Devisen aus dem Privatsektor zu beschaffen. Die im Januar 1916 erlassene „Bekanntmachung über den Handel mit ausländischen Zahlungsmitteln“ schränkte Besitz und Verwendung von Devisen für Unternehmen stark ein. Ab 1917 hatten Privatpersonen Devisen und ausländische Forderungen anzumelden, kurz darauf auch der Reichsbank gegen Entschädigung anzudienen. Goldmünzen wurden von aufgeweckten Bürgern schon ab 1910 gehortet. Nach Kriegsbeginn war Reichsgold zum Nominalpreis praktisch nicht mehr zu bekommen, und selbst Silbermünzen verschwanden aus dem Umlauf. Wer nach der „Gold gab ich für Eisen“-Kampagne noch Edelmetalle besaß, gab sie nur im Notfall wieder her. Mit ihnen ließen sich die Kriegs- und Inflationswirren vorzüglich überstehen. In den Hochinflationen wurden Handel und Besitz von Devisen und Edelmetallen dann aber immer mehr eingeschränkt. Allein zwischen Februar und Dezember 1923 wurden



„Beim Goldverbot bin ich skeptisch“

Smart Investor im Gespräch mit Edelmetall-Fondsmanager und -Händler Martin Siegel über das Wesen von Inflation und staatliche Eingriffe am Goldmarkt.

Smart Investor: Herr Siegel, befinden wir uns bereits in einem inflationären Szenario?

Siegel: Bei dieser Frage kommen wir natürlich auch schnell zur Definition von Inflation und zur Österreichischen Schule der Nationalökonomie. Demgemäß haben wir bereits Inflation, da die Geldmengen dramatisch ausgeweitet werden. Das ist ja auch offizielle Politik. In Großbritannien zum Beispiel hat die Notenbank mittlerweile 30% der Anleihen aufgekauft, und das ist nichts anderes als klassische Inflationspolitik. Vom IWF gibt es jetzt schon Studien, nach denen eine Anhebung des Inflationsziels auf 4% positiv wäre, um die Wirtschaft zu stimulieren. Selbst die Wissenschaft unterstützt also bereits diese Politik.

Smart Investor: Inwiefern ist die heutige Gemengelage mit der Hyperinflation von 1923 vergleichbar?

Siegel: Die Grundprinzipien wirken natürlich ähnlich wie 1923. Jedoch müssen wir ganz erheblich differenzieren. Im Gegensatz zu damals können wir heute mit viel weniger Mitteleinsatz die Menschen ernähren, es wird in meinen Augen also keine Hungersnöte geben. Damals war zudem mit Deutschland nur ein Land betroffen, heute nahezu die gesamte Welt. In dieser liegt die Wirtschaft aber nicht überall am Boden, sondern beispielsweise in China boomt es doch ganz ordentlich. Gegen dieses inflationäre Szenario wirken also auch Kräfte. Hätten wir wirtschaftlichen Gleichlauf, würde also niemand mehr unsere Produkte abnehmen, dann würden sich Parallelen zu 1923 aufdrängen, nicht zuletzt aufgrund der dann zunehmenden staatlichen Eingriffe.

Smart Investor: Wie könnten diese aussehen?

Siegel: Der Staat ist ja bereits auf allen Ebenen aktiv. Ein kommendes Goldverbot kann ich noch nicht erkennen, vor allem da es nicht vernünftig durchsetzbar ist. Wenn wir den Goldbesitz bei uns verbieten, oder die Amerikaner in den USA, dann bringt das insofern wenig, als dass die Chinesen gerade beginnen, ihr Volk zum Kauf von Gold zu ermuntern. Von einem Goldbesitzverbot werden sich Chinesen, Vietnamesen oder Inder nicht abschrecken lassen. Als dort früher schon Goldimportschranken verhängt wurden, wurden diese durch Schmuggel massiv unterlaufen. Heute wird eher mit anderen Methoden gearbeitet. Vorstellen lässt sich beispielsweise eine Mehrwertsteuer auf Gold und keine auf Gold-ETFs. Das würde ausreichen, um den physischen Anlagemarkt auszutrocknen. Und ETFs sind ja auch irgendwo Papiergold, das beliebig vermehrbar ist. Wenn ein Marktungleichgewicht auftritt, dann können ETFs von ihrer Auslieferungspflicht zurücktreten. Das steht so in den Geschäftsbedingungen. Eine andere Strategie wäre, Gold als Anlage zu diskreditieren und den Besitz mit einem Makel zu belegen.

Die Vergangenheit zeigt, dass derlei Vorgehen durchaus funktionieren kann.

Smart Investor: Was steht nun am Ende einer stark inflationären Entwicklung?

Siegel: Naja, letzten Endes der totale Zusammenbruch und eine anschließende Neuordnung des globalen Währungssystems. In diesem Kontext stelle ich immer eine Frage, die mir noch niemand beantworten konnte: Woran hat Alan Greenspan gedacht, als er vor der Euro-Einführung sagte, der Euro würde zwar kommen, aber keinen Bestand haben? Vielleicht sah er die absehbaren massiven Spannungen im Weltwährungsgebilde voraus. Es gibt ja praktisch kaum eine gut gedeckte Währung mehr.

Smart Investor: Aber es gibt ja einige Notenbanken, die hier vorbauen?

Siegel: Ja, richtig, Indien kauft sukzessive Gold zu, Mauritius unterlegt seine Währung mit Gold. Mauritius kaufte hierzu zwei Tonnen Gold (lacht). China hat diesbezüglich auch Pläne. Aber die Lösung kann nur eine weltweite sein. Der Euro ist da nur ein kleines Detail.

Smart Investor: Was macht nun ein Anleger auf dem Weg dorthin bzw. in einem hyperinflationären Umfeld?

Siegel: Am einfachsten für den Anleger sind Edelmetalle und Edelmetallaktien. Diese sind weltweit anerkannt und fungibel, also das perfekte Investment für dieses Szenario. Daneben bieten sich Aktien an, wobei die Anleger sehr genau auf die Auswahl in der jeweiligen Phase achten müssen. Dazu kommen Rohstoffe des täglichen Verbrauchs. Schließlich lassen sich Immobilien nennen, aber hier muss der Anleger einiges Know-how mitbringen. Die klassischen Verlierer werden Anleger in Anleihen, Spargbüchern und Lebensversicherungen sein. In den USA will die Politik bei Immobilien so schnell wie möglich wieder steigende Preise sehen und das Vorkrisenniveau erreichen. Sollte das passieren, dann werden die Preise anderer Anlagegüter deutlich höher stehen. Aber letzten Endes will die Regierung ja genau das erreichen.

Smart Investor: Herr Siegel, haben Sie vielen Dank für das Gespräch. ■



Martin Siegel

Interview: Tobias Karow



Fünf Millionen Mark – In Zeiten der Hyperinflation Kleingeld; Foto: Bundesarchiv, Bild 102-00130

mit einer Entschädigung für die realen Verluste rechnen. Regierung und Reichsbank dachten natürlich zu keinem Zeitpunkt

daran, die Rentiers zu entschädigen, schließlich entschuldete sich das Reich über die Inflation. Interessant ist jedoch der hohe Grad an Gutgläubigkeit, der bei einigen Teilen der Bevölkerung bis fast zum Ende der Inflation noch vorhanden war.

Vergleich

Die Hyperinflationen der letzten hundert Jahre weisen eine Reihe von gemeinsamen Merkmalen auf, die in der deutschen Inflation nur ganz besonders offensichtlich wurden. Zu ihnen gehört eine aus dem Ruder laufende Staatsverschuldung, die mit der beschleunigten Ausgabe immer wertloser werdenden Geldes beglichen wird. Ausnahmslos war sie die Ursache aller Hyperinflationen. Im Deutschland der 20er Jahre zogen die enormen Kriegsschulden nach dem Ersten Weltkrieg den Staat in die Schuldenfalle, bei den Inflationen in Lateinamerika oder Afrika bauten sich durch populistische Regierungsentscheidungen, Korruption oder Missmanagement über Jahre hinweg Haushaltsdefizite auf, die zum Zusammenbruch der Währungen führten. Heute rückt die rasant wachsende Überschuldung der entwickelten Industriestaaten eine ausufernde Inflation wieder in die Nähe des Möglichen. Um für diesen Fall gewappnet zu sein, ist es für Anleger heute mehr denn je sinnvoll, aus Verhaltensmustern und Fehlern der Vergangenheit zu lernen.

Für Hyperinflationen typisch ist der Interessenkonflikt zwischen einerseits dem Staat, der auf die Benutzung des von ihm kreierten Geldes notfalls mit Gewalt besteht und für die Finanzierung seines Haushalts Käufer für die an Wert verlierenden Anleihen finden muss, und andererseits den Bürgern, die ihr Vermögen vor der fortschreitenden Geldentwertung in Sicherheit zu bringen versuchen. Restriktionen bis hin zum Verbot des Besitzes von oder des Handels mit den konkurrierenden Aktien, Devisen, Sorten oder Edelmetallen sind nicht selten die Folge. Die Schließung der Aktien- und Devisenbörsen bei Ausbruch des Weltkrieges und 1923 auf dem Höhepunkt der deutschen Hyperinflation noch einmal sind dafür beispielhaft. Bestimmte ausländische Aktien wurden auch gegen Entschädigung beschlagnahmt. Inländische Aktien ließen sich aber mit kurzen Unterbrechungen trotz aller Einschränkungen und Behinderungen fast immer erwerben oder liquidieren.

Fazit

Im Gegensatz zu Devisen oder Edelmetallen, deren Besitz mitunter verboten war, repräsentierten Aktien einen Vermögensbestandteil, den man auch ganz legal zur Einkommensaufbesserung veräußern konnte. In einer ähnlich extremen Situation heute wären die Konfiszierung ausländischer Titel oder starke Einschränkungen beim Kapitaltransfer ebenfalls denkbar. Schon unter normalen Bedingungen und bei niedrigen Inflationsraten ist eine Inflationsbereinigung der Gewinne für die Einschätzung der realen Performance eines Portfolios notwendig. Je höher die Inflation, umso wichtiger wird dieser Aspekt. Am Kursverlauf der Aktien in einer Hyperinflation lässt sich das Phänomen des Crack-up-Booms nach Mises besonders gut erkennen: Hohe nominale Gewinne verschleiern reale Verluste. In der deutschen Inflation

waren Aktien jedoch grundsätzlich wertstabiler als Anleihen. Um sein Vermögen zu erhalten, hätte man Aktien unmittelbar nach Kriegsende verkaufen müssen. In der Hochinflationsphase 1923 schlugen Aktien dagegen jede andere Anlageklasse. Mit einem Bündel Dollarscheine (nicht mit einem Auslandskonto, denn dieses wäre von den Alliierten eingefroren worden oder in die Hand der Reichsbank gefallen) hätte man die Kriegszeit noch besser überstanden. Doch am besten wäre man mit Gold gefahren, das während des Krieges wie der Dollar seinen Wert behielt, aber nicht konfisziert wurde. Allerdings wurde 1923 auf dem Höhepunkt der Hyperinflation der private Besitz von Edelmetallen einschließlich Silber und Platin untersagt. Gold konnte man nicht zu allen Zeiten in Geld zurücktauschen oder dafür einen fairen Gegenwert erwarten. Als Vermögen, von dem man in schlechten Zeiten zehren kann, eignete sich Gold also nicht unbedingt. Vorausgesetzt, man benötigte sie nicht, um den Lebensunterhalt zu bestreiten, waren Edelmetalle aber ein vortreffliches Medium, um Vermögen (Kaufkraft) in eine bessere Zeit hinüberzuretten. Da in unserer Zeit weder Dollar noch andere Währungen „as good as gold“ sind, eignen sich Edelmetalle heute sehr viel besser als Devisen, Bargeldbestände oder Forderungen in ausländischen Währungen zum Erhalt der Kaufkraft eines Vermögens. Auch wenn ein „Goldverbot“ heute vielleicht nicht realistisch scheint, muss im Krisenfall doch mit eingeschränkter Fungibilität oder besonders hoher Besteuerung gerechnet werden. Mit einem diversifizierten, gut gemanagten Portfolio, das Renten meidet und auf Sachwerte, Edelmetalle und Aktien setzt, sind Anleger für den Fall einer zukünftigen Hyperinflation am besten gerüstet. ■

Anzeige



→ Erfahrung, die voranbringt!

init bringt mit intelligenten Telematik- und Zahlungssystemen Busse und Bahnen weltweit auf Erfolgskurs und Fahrgäste zum Lächeln. Weil sie schneller, unkomplizierter und besser informiert vorankommen, ob in Seattle, Nürnberg, München, Stockholm oder New York.

Wir wollen, das künftig noch mehr Menschen in Busse und Bahnen umsteigen. Dafür arbeiten wir auf Hochtouren – Tag für Tag.

Aktionäre der init AG investieren in eine mobile Zukunft.



www.initag.de

ISIN: DE0005759807

Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung aus Sicht der Österreichischen Schule

Die öffentlichen Haushalte finanzieren ihre Aufgaben durch Steuereinnahmen und durch Kreditaufnahmen.

Gastbeitrag von Barbara Kolm, Generalsekretärin F.A. v. Hayek Institut und Austrian Economics Center

Den Bürgern noch mehr Steuern abzuverlangen, scheint unrealistisch – schlicht weil die Grenzen des Erträglichen erreicht sind. Das Drehen an der Steuerschraube vertreibt Kapital ins Ausland und erhöht die Schattenwirtschaft im Inland. Beispiele dafür gibt es genügend in Europa – ein Blick über die Grenzen reicht. Abgesehen davon, dass höhere Steuersätze kontraproduktive Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben und daher maximal kurzfristig eine Reduktion der Staatsschulden möglich wäre. Bleibt also die Alternative langfristige Schuldenaufnahme.

Neuverschuldung soll die Auswirkungen von Krisen reduzieren und das Einleiten von unpopulären, meist längst überfälligen und notwendigen Reformen verhindern. Die Lasten werden auf die Zukunft abgewälzt. Mit dem Problem der Zinsen und deren Tilgung sollen sich dann die künftigen Generationen beschäftigen.

Verlagerung und Verschiebung der Probleme auf Unschuldige und morgen

In der öffentlichen Wahrnehmung scheint es so, als ob der Staat alles finanzieren könne. Das Beispiel Kaliforniens, als Gouverneur Arnold Schwarzenegger die Beamten nicht mehr bezahlen konnte, öffnete wohl so manchem „Umverteiler“ die Augen und ermöglichte den Beginn einer öffentlichen Diskussion. Die Frage nach den Grenzen der öffentlichen Finanzierbarkeit ist längst überfällig.

Wenn ein Unternehmen oder ein Familienoberhaupt sich in dieser Form verschulden würde, wie es derzeit die öffentlichen Haushalte tun, müsste er sich wegen Verantwortungslosigkeit



Dr. Barbara Kolm ist Generalsekretärin des Friedrich August von Hayek Instituts in Wien. Davor war die Wirtschaftsberaterin wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Universität Innsbruck. Sie ist häufige Referentin auf internationalen Konferenzen und Universitäten zu aktuellen Fragen der Marktwirtschaft und Austrian Economics; sie ist u.a. Mitglied der Mont Pelerin Gesellschaft und Präsidentin des European Centre for Economic Growth. Mehr Informationen unter www.hayek-institut.at

und Fahrlässigkeit rechtfertigen, zumindest aber würde seine Moral in Frage gestellt werden. Bei Vater Staat ist das anders. Ist ja auch logisch: Wir werden ja auch mit vielen Geschenken vom Staat dafür beglückt – egal ob wir sie wollen oder nicht. Diese Sozialtransfers, mit denen der Bürger vom Staat abhängig gemacht wird, werden auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten nicht wesentlich abgebaut – alles unter dem Titel „wohl-erworbene Rechte“.

„Die Theorie und Praxis der öffentlichen Finanzen ist beinahe vollkommen von dem Bestreben geformt worden, die auferlegte Last so weit wie möglich zu verschleiern und diejenigen, die sie letztlich zu tragen haben, so wenig wie möglich darauf aufmerksam zu machen. Es ist wahrscheinlich, dass die gesamte Komplexität der Steuerstruktur, die wir erreicht haben, weitgehend das Resultat der Bemühungen ist, die Bürger dazu zu überreden, der Regierung mehr zu geben, als wozu sie bei voller Faktenkenntnis bereit wären.“ (F.A. v. Hayek, Recht, Gesetzgebung und Freiheit, Bd. 3, S. 172; München 1980)

Diese Verschleierungstaktik über die tatsächliche Belastung des Leistungsträgers Bürger sollte einer allgemein verständlichen Leistungsbilanz des Staates gegenüber gestellt werden. Damit würden Transparenz und Verständnis geschaffen.

Exakte Zahlen über unsere Staatsverschuldung sind für jedermann über die elektronischen Medien zugänglich. Die steigende Pro-Kopf-Verschuldung ist auch noch abrufbar. Was ist aber mit dem Schuldendienst und den Zinsen? Geht man auto-

Anzeige

Der Wellenreiter Wirtschaftsthemen der Zeit

Zyklen, Verlaufsvergleiche, Kommentare
Jeden Montag CoT-Auswertung

Schnupperabo 14 Tage kostenlos

www.wellenreiter-invest.de

matisch davon aus, dass der Staat diese nie zurückzahlt, und kommuniziert man sie deshalb nicht?

Eine österreichische vierköpfige Familie zahlt mehr als 3.700 Euro Zinsen – jährlich

Warum lassen wir also den Staat nicht einfach pleitegehen? Die Frage der Erklärung der Zahlungsunfähigkeit von Gebietskörperschaften (siehe zahlreiche Arbeiten von Prof. Charles Beat Blankart, Berlin) bringt uns konsequenterweise wieder zur Österreichischen Frage der Staatsaufgaben und ob diese denn nicht viel besser von Privaten durchgeführt werden können.

Beispiel Arbeitsmarkt

Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen von Regierungen respektive durch deren Einrichtungen, die nicht durch reale Nachfrage gestützte Arbeitsplätze aus Steuermitteln schaffen, bewirken das Gegenteil: Sie führen zu Arbeitslosigkeit. Diese Form von Arbeitsbeschaffung hat in den letzten Jahrzehnten des vergangenen Jahrtausends zu einer massiven Verzerrung des Arbeitsmarktes und zu einer Vernichtung von Arbeitsplätzen in der freien Wirtschaft geführt. Einziges Ergebnis: Die Arbeitslosenraten wurden beschönigt. Eine Deregulierung des Arbeitsmarktes wie beispielsweise in Neuseeland durch die damalige Labour-Regierung hat zur nachhaltigen Reduktion der Arbeitslosigkeit geführt.

Maßnahmen wie Weiterbildung, Umschulung und Wiedereingliederung in den Arbeitsmarkt werden ebenso über Steuermittel finanziert und haben negative Auswirkungen auf den privaten Sektor. Im Sinne der Österreichischen Schule wäre es wesentlich zielführender und effizienter, den Faktor Arbeit steuerlich massiv zu entlasten, nicht nur um im internationalen Wettbewerb bestehen zu können,



„Der Weg zur Knechtschaft“; Friedrich August von Hayek; Neuauflage Januar 2009; Olzog Verlag; 322 Seiten; 39 EUR

sondern um den Unternehmen Anreize zu liefern, Mitarbeiter einzustellen. Ebenso muss aus dieser Sicht die Wiederherstellung der Vertragsfreiheit auf dem Arbeitsmarkt endlich hergestellt werden.

Der Mensch steht schließlich im Mittelpunkt, er denkt, handelt und entscheidet. Nicht der Staat. Geben wir dem Individuum wieder die Möglichkeit selbst zu wählen, zu entscheiden und Eigenverantwortung zu übernehmen. Sonst treten wir den Weg dorthin an, wovor uns Nobelpreisträger F.A. v. Hayek so eindringlich gewarnt hat – den Weg in die Knechtschaft.

Fazit

Zusammenfassend kann man festhalten, dass Staatsschulden durch budgetpolitische Maßnahmen nachhaltig nur dann reduziert werden können, wenn Einsparungen bei öffentlichen Ausgaben (Kürzungen von Pensionen, Arbeitslosengeld, Reduktion der öffentlich Bediensteten etc.) getätigt werden und (politische) Entscheidungsträger im Sinne der „Austrians“ agieren. ■

Das Arbeitsamt: Heutzutage nicht selten die Endstation vieler williger Arbeitnehmer



Erst in schwierigem Terrain zeigt sich wahres Können!



apart
portfolio gmbh

Wir analysieren, strukturieren
& betreuen Ihr Vermögen.

fon: +43 (0) 662-625 464
fax: +43 (0) 662-625 885
www.apartportfolio.com
info@apartportfolio.com



Panama

Monaco d'Americaines

Als im Jahr 1513 der Spanier Vasco Núñez de Balboa Panama an seiner schmalsten Stelle erkundete, hatte er am Ende dieser Reise gerade einmal 81,6 Kilometer zurückgelegt. Breiter ist die Landbrücke zwischen Atlantik und Pazifik nicht. Diese Isthmus genannte Enge wurde dann 400 Jahre später von einem Kanal zerschnitten und machte Panama geostrategisch und darüber hinaus berühmt. Aber Panama ist mehr als nur der Kanal.

Ein Land, ein Kanal

Nicht nur weil die Bedeutung des Kanals ab etwa 2015 erheblich sinken wird, wenn nämlich durch die Schmelze der Arktis erstmals eine Nord-West-Passage an Kanada vorbei möglich sein. Dann wird, auch weil der Kanal dann für ca. 7 Mrd. USD eine dritte Staustufenstraße bekommen haben wird, Panama vielleicht abermals einen geschichtlichen Schwenk vor sich haben. Bereits um 1850 kollidierte das koloniale Streben der USA mit jenem der Briten, woraufhin im Clayton-Bulwer-Vertrag vereinbart wurde, ein etwaiger Kanal würde keinem Staat endgültig zugesprochen. Im Kriegsfall sei das Kanalgebiet zudem zur neutralen Zone zu erklären. Als dann 1879 und 1889 Ferdinand de Lesseps, der viel gerühmte Erbauer des Suez-Kanals, damit scheiterte, die Panama-Landenge zu durchschneiden, kauften die USA dessen Konzessionen ab und stellten den Bau des Kanals im Jahr 1914, also mit dem Beginn des Ersten Weltkriegs, fertig. Am 4. August 1918 fuhr mit der „Ascon“ das erste Schiff durch den Kanal. Die USA sicherten sich gegen eine Einmalzahlung von 10 Mio. USD und

jährlich 250.000 USD an Nutzungsgebühren die Nutzungs- und Schutzrechte zunächst auf unbestimmte Zeit. Am Ende, also kurz vor der Übergabe der hoheitlichen Rechte zurück an Panama, waren es immerhin 500 Mio. USD zuzüglich der 350 Mio. USD, die das US-Militär jedes Jahr im Land ausgab.

Politische Kontinuität

Nach der Übergabe des Kanals an Panama werden die beiden Häfen, die jeweils am Ende des 51,2 Kilometer langen Bauwerks liegen, mittlerweile von der in Hongkong ansässigen Hutchison Whampoa betrieben. China hat also die Hand auf einem für den Warentransport strategisch wichtigen Tor zwischen Ost und West. Die USA wiederum können allenfalls auf ihr Recht bauen, im Falle einer Bedrohung der internationalen Schifffahrt militärisch am Kanal zu intervenieren. Wenn der damalige Präsident Roosevelt dies geahnt hätte, dass die Übergabe des Kanals an Panama auch so etwas wie das Ende der kolonial-geostrategischen Bestrebungen der USA wäre, er hätte den Kanal vermutlich niemals fertig bauen lassen. Aber das ist mittlerweile Geschichte, Panama hat die Geschicke wieder weitgehend selbst in der Hand. Das bewies auch die Präsidentschaftswahl im Mai dieses Jahres, als stattliche 74% der Wählerinnen und Wähler ihrer Pflicht zur Stimmenabgabe nachkamen. Es gewann Ricardo Martinelli, der vor allem durch den Eindruck, weniger korrupt als seine Konkurrenten zu sein, die Mehrheit erlangte. Martinelli ist Chef der größten Supermarktkette (Super 99) des Landes und gilt daher auch als Macher, der in wirtschaftlich schwierigen Zeiten besser am Ruder des 3,4 Mio. Einwohner fassenden Karibik-Staates aufgehoben ist.

Um ihn dreht sich alles: den Panama-Kanal. Bis 2015 soll er für 7 Mrd. EUR dreispurig ausgebaut werden und dann bis 2025 mindestens zusätzlich 5 Mrd. EUR in die Kassen des Landes spülen.



Kanalpassage für 317.000 USD

Dabei steht es um die panamaische Wirtschaft gar nicht so schlecht. Durch die sprudelnden Einnahmen aus dem Kanal – dieser spült pro Jahr 1,1 Mrd. EUR in die Kassen und deckt damit 56% der Staatseinnahmen ab – floriert die Wirtschaft, macht sie aber auch anfällig für externe Schocks. Denn die Kanalgebühren sinken, wenn der Welthandel sich verlangsamt.



Übrigens schlug die teuerste Passage mit 317.142 USD zu Buche. So viel musste die Reederei des Containerschiffs „MSC Fabienne“ für die Durchfahrt berappen. Ein Manko der panamaischen Wirtschaft ist der hohe Anteil Schwarzarbeit. Knapp 60% der Arbeit werden „unter der Hand“ erledigt. Etwas karibisches Lebensgefühl steckt eben doch in den sehr pragmatischen und geschäftstüchtigen Einwohnern Panamas. Dabei bietet Panama als Niedrigsteuerstandort einige Anreize. Die Einkommensteuer, die ausschließlich für in Panama bezogene Einnahmen gilt, beginnt bei 7% und wird für die ersten 9.000 USD fällig. Maximal bittet der Fiskus mit 27% zur Kasse. Dieses Territorialprinzip erlaubt es Unternehmen zudem, sich in Panama anzusiedeln, überall in der Welt Geschäfte zu machen und nur den Teil zu versteuern, der tatsächlich im Land erwirtschaftet wurde.

Keine Steuern auf Offshore-Gewinne

Für den Teil, den ausländische Unternehmen in Panama versteuern müssen, liegt die Abgabenlast nebst Registergebühren bei 30%. Hat die Gesellschaft Regierungsaufträge erhalten, sind 42% vom Gewinn abzuführen. Offshore arbeiten kann sich also von Panama aus durchaus lohnen, weshalb wohl auch die Mehrheit der global umher schippernden Güter- und Containerschiffe unter panamaischer Flagge läuft. Die zweitgrößte Freihandelszone der Welt (nach Hongkong) im Hafen von Colon am Nordausgang des Kanals tut mir ihren Freiheiten ein Übriges. Colon aber, so steht es in jedem Reiseführer, ist nicht unbedingt einen Ausflug wert. Die Stadt gilt als gefährliches Pflaster, auch weil die Arbeitslosigkeit bei 40% liegt, zumindest inmitten der Krise. Bei Immobilienkäufen wiederum existieren neben Grundsteuern (1,75–2,1%, je nach Wert der Immobilie) auch Steuern auf Erträge aus Immobilienverkäufen. Der Satz hier liegt bei 30%, jedoch kann die Berechnungsbasis relativ großzügig niedrig gerechnet werden. Geht das Eigentum an einem Haus über, so werden zudem 2% der Kaufsumme aufgerufen. Der Staat ködert aber immer wieder mit zahlreichen Maßnahmen, um dem Immobilienmarkt Leben einzuhauchen. Kreativität ist ohnehin gefragt, etwa in der Erschließung neuer Einnahmeströme. Der Diamantenbörse Panamas könnte so zum



Hintergrund

Beispiel eine entscheidende Rolle bei der Organisation des Diamantenhandels in Südamerika zukommen.

Internationales Flair

Losgelöst davon ist das Leben in Panama nach europäischen Maßstäben äußerst angenehm. Europäer und Amerikaner sind beliebt, der Kanal hat dem Land ein ordentliches Maß Internationalität mitgegeben. Dazu ist das alltäglich Brot preiswert. Für 500 bis 700 EUR lässt sich gut leben, feudal wird es ab 1.300 EUR. Gut 500 EUR sind der Durchschnittsverdienst, demnach gibt es in Panama einen Mittelstand, der durch die ökonomische Prosperität in den vergangenen Jahren merklich gewachsen ist. Eine Krankenversicherung kostet für eine ganze Familie gut 100 EUR, lohnt sich aber in jedem Fall, denn Einzelkostenabrechnung kann schnell ein kleines Vermögen kosten. Preiswert sind dagegen die vielerorts in einfachen Hütten am Straßenrand zubereiteten Nationalgerichte wie Empanadas (mit Fleisch und Käse gefüllte Teigtaschen) oder „Sancocho de Galina“, einer Hühnerfleischsuppe mit Gemüse und frischem Koriander. Ein Abend an einer der vielen entlegenen und karibisch traumhaft schönen Buchten kann für viele kleine Unwägbarkeiten des Alltags entschädigen.

Fazit

Panama ist keine typische Steueroase, zu wenig exklusiv dürfte sie für viele Zureisende sein. Für Amerikaner jedenfalls ist die Möglichkeit, für extern erzielte Gewinne keinerlei Steuern bezahlen zu müssen, so reizvoll, dass sie eifrig in Panama investieren, den Immobilienmarkt aufmischen und Panama als ihr Monaco ansehen. Für die Schönheit des Landes scheinen sie weniger übrig zu haben, und davon gibt es außerhalb Panama City eine ganze Menge. ■

Tobias Karow

Anzeige

DAS NEUE PORTAL



Das Anlegerportal
360° Investment

Jetzt kostenlos
registrieren und
Internet-Rechtsschutz
gratis sichern!

www.das-anlegerportal.de



Solaraktien – neue Strahlkraft oder Sonnenfinsternis?

Die Wirtschaftskrise hat die Sonnenindustrie voll erwischt. Jetzt werden auch noch staatliche Subventionen gekappt. Bleibt die Solarbranche damit auf der ökonomischen Schattenseite?

Im Sommer 2008 war in der Solarbranche die Welt noch in Ordnung: Es gab eine große Nachfrage nach Solartechnik – insbesondere Modulen. Lange sah es so aus, als bliebe der Sektor von der Weltwirtschaftskrise verschont. Doch dann häuften sich plötzlich die Hiobsbotschaften. Die Kurse der Solaraktien schmolzen dahin wie Schnee in der Sonne. Der Photovoltaik Global 30 Preisindex hat seit dem Hoch Ende 2007 bis Mitte November dieses Jahres 72% an Wert verloren, während der MSCI World im gleichen Zeitraum nur 29% einbüßte. Viele Anleger fragen sich nun, ob bald die Sonnenwende kommt.

Solare Überförderung

Auslöser der Krise war im Herbst vorigen Jahres die Entscheidung der spanischen Regierung, die Förderung von Modulen drastisch zu begrenzen. Fortan sahen sich die Solarfirmen scharfem Gegenwind ausgesetzt. Sinkende Modulpreise, volle Lager und anhaltende Überproduktionen drückten Umsätze und Gewinne, die Margen litten. Die Preise für fertig installierte Module liegen nach Angaben des Bundesverbandes Solarwirtschaft (BSW) derzeit nur noch bei 3.300 EUR pro Kilowatt-Peak und damit rund 35% unter dem Niveau von 2006 – Tendenz weiter fallend. Auch die Preise für Polysilizium befinden sich im Tiefenrausch. Besonders hart traf es neben der gigantischen Verluste schreibenden Q-Cells AG auch Wafer- und Zellenproduzenten aus China wie LDK Solar oder Renesola. Erschwert wird den Solarfirmen das Leben nach wie vor auch durch die Banken, die wegen der Finanzkrise den Geldhahn zudrehten oder Kreditlinien nicht verlängern wollen.

Für den Abwärtstrend sind auch Pläne von Länderregierungen verantwortlich, Subventionen zu kappen. Die schwarz-gelbe Bundesregierung will allerdings weiter Sonnenstrom im Rahmen des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) von 2004 fördern. Danach wird ab 1. Januar 2010 turnusmäßig die Einspeisevergütung für neue Investoren im Schnitt um 10% gesenkt. Da aber eine deutliche Reduktion der Solarförderung erst einmal nicht ge-

plant ist, geben viele Experten für das nächste Jahr Entwarnung. „Gut aufgestellte Unternehmen sollten keine Probleme haben, zurückgefahrenen Subventionen wegzustecken“, ist Bernhard Engl, Nachhaltigkeitsexperte bei Swisscanto, überzeugt. Andreas Hänsel, Vorstand der Phoenix Solar AG, meint: „Die im Koalitionsvertrag gefundene Einigung lässt auf eine weiterhin positive Entwicklung der Photovoltaik hoffen.“

China gibt klar den Ton an

In der Sonnenbranche ist ein internationaler Wettkampf um Marktanteile ausgebrochen. Ehemals führende Solarfirmen aus den Industrieländern sehen ihre Stellung vor allem durch chinesische Großkonzerne gefährdet. Diese können nicht nur mit modernsten Produktionsanlagen und Forschungszentren, niedrigeren Lohnkosten und attraktiveren Steuergesetzen punkten, sondern auch Solarmodule erheblich günstiger herstellen. „Mittlerweile ist der Preisvorsprung der Chinesen gegenüber den deutschen Produzenten bei vergleichbaren Produkten zweistellig“, rechnet BSW-Geschäftsführer Carsten Körnigs vor. „Was die Qualität betrifft, liegt die deutsche Industrie allerdings weiterhin vorn“, ergänzt Engl. Das Beratungs- und Marktforschungsunternehmen Frost & Sullivan sieht deshalb für europäische Unternehmen weiterhin gute Perspektiven. Allerdings werde die Position Europas mit Deutschland als wichtigstem Akteur schwächer. Dies liegt auch am starken Euro, der Konkurrenten aus Asien und den USA Wettbewerbsvorteile auf dem europäischen Absatzmarkt verschafft.

Wenn 2010 Milliarden subventionen in den USA und China fließen, dürfte die Branche neue Strahlkraft entfalten. Allerdings wird es unter den Solarfirmen einen natürlichen Ausleseprozess geben. Den Schwachen droht die Insolvenz, oder sie werden in die Hände von Aufkäufern fallen. Große Konzerne werden dagegen die Gewinner sein, da sie am ehesten ihre Herstellungskosten deutlich senken können – etwa durch Produktionsverlagerungen nach Asien oder, wie im Fall des einstigen Branchenpri-

AUSSICHTSREICHE SOLARAKTIEN								
UNTERNEHMEN	WKN	KURS*	MCAP**	UMSATZ 09E**	UMSATZ 10E**	EPA 09E*	EPA 10E*	KGV 10E
CANADIAN SOLAR [CH]	A0L CUY	14,46	617,7	412,3	606,9	1,00	1,16	12,5
CARMANAH TECHNOLOGIES [CAN]	662 218	0,45	19,3	22,7	27,8	0,00	0,02	22,5
CENTROSOLAR GROUP [D]	514 850	3,78	54,9	289,5	350,4	-1,35	0,38	9,9
CENTROTHERM [D]	A0J MMN	35,85	758,7	527,9	595,2	1,93	2,34	15,3
DYESOL [AUS]***	A0E TN7	0,59	77,0	1,6	K.A.	K.A.	K.A.	N.BER.
FIRST SOLAR [USA]	A0L EKM	80,68	6.866,5	386,6	357,2	4,93	4,50	17,9
MOTECH INDUSTRIES [TW]	A0M R1M	2,23	671,5	326,4	404,5	-0,01	0,09	24,8
NANOFOCUS [D]	540 066	5,15	11,6	6,0	K.A.	-0,06	0,25	20,6
NPC [JAP]***	A0M 7HE	14,51	254,3	124,3	145,5	0,67	0,84	17,3
PAYOM SOLAR [D]	A0B 9AH	11,69	15,2	72,0	100,0	1,40	1,65	7,1
PHOENIX SOLAR [D]	A0B VU9	34,85	233,4	473,1	637,0	1,65	3,45	10,1
Q-CELLS [D]	555 866	10,69	908,5	925,6	1.173,6	-7,30	0,28	38,2
SMA SOLAR [D]	A0D J6J	81,18	2.816,9	861,0	1.008,6	4,02	4,47	18,2
SOLAR POWER [USA]	A0M 5YN	0,91	47,2	41,9	73,6	-0,03	0,07	12,9
SOLARWORLD [D]	510 840	14,73	1.645,6	996,9	1.269,4	0,90	0,96	15,3
SUNPOWER [USA]	A0H HD1	14,25	1.381,9	987,9	1.377,0	0,78	1,20	11,9
SUNTECH POWER [CH]	A0H L4L	10,66	1.874,9	1.158,0	1480,0	0,14	0,51	20,9
SYSTAIC [D]	A0J KYP	5,50	79,5	295,8	428,0	0,72	1,16	4,7
TRINA SOLAR [CH]	A0L F3P	30,45	1.058,4	851,7	1.051,8	1,43	2,95	10,3
XSUNX [USA]	A0D 83X	0,11	20,6	10,5	38,7	0,00	0,05	2,2
YINGLI GREEN ENERGY [CH]	A0M R90	9,16	1.359,2	885,8	1.172,9	-0,15	0,51	18,0

Die Spreu vom Weizen trennen

Größe und Finanzkraft werden in der Solarbranche überlebenswichtig. Während beim deutschen Pionier Solarworld zum 30. September flüssigen Mitteln in Höhe von 375,3 Mio. EUR kurzfristige Verbindlichkeiten von nur rund 28 Mio. EUR gegenüberstanden, herrscht bei Unternehmen wie Solon oder Sunways Ebbe in der Kasse. Auch die Projektierer S.A.G. Solarstrom und Solar-Fabrik haben schon bessere Zeiten erlebt: Beide mussten Staatshilfen in Anspruch nehmen. Noch kritischer sieht es bei der Sunline Solar AG aus. Nachdem sich für die insolvente Fürther Gesellschaft ein neuer Investor gefunden hat, bleibt nur noch der Firmenummantel übrig. Dass die Aktionäre auf ihre fast wertlosen Papiere noch eine Ausschüttung erhalten, ist nicht zu erwarten.

Es muss sich nun zeigen, ob die künftigen Quartalsberichte der deutschen Solarunternehmen deutliche Anzeichen einer Erholung signalisieren. Die Ampeln könnten zum Beispiel für den Anlagenbauer Centrosolar in nächster Zeit auf Grün stehen, da noch in diesem Jahr wegen der unmittelbar bevorstehenden Subventionssenkung ein

>>

mus Q-Cells, durch einen Konzernumbau mit Entlassungen. Allerdings müssen deutsche Firmen auch noch ihren Markt- und Kundenzugang optimieren, die Wirkungsgrade bei Solarzellen verbessern und die Effizienz der Module steigern.

Warten auf die Netzparität

Der ideale Zeitpunkt, in Solarfirmen zu investieren, liegt vor dem Erreichen der Netzparität. Wegen des massiven Preisverfalls bei Photovoltaikanlagen kann Sonnenstrom vielleicht schon 2012 zum gleichen Preis wie herkömmliche Energie angeboten werden. Das Beratungs- und Marktforschungsunternehmen iSuppli Deutschland in München geht allerdings auch nach Erreichen der Netzparität nicht von einem abrupten Anstieg des Photovoltaik-Zubaus aus, da nach wie vor hohe Investitionskosten und nur langfristig zu erzielende Renditen das Wachstum weiter hemmen würden. Schon kurzfristig könnte die UN-Weltklimakonferenz vom 7. bis 18. Dezember in Kopenhagen die Solaraktien beflügeln. Und weil Länder wie Frankreich, Griechenland, Italien oder Indien gerade versuchen, ihren Rückstand bei der Photovoltaik aufzuholen, werden das Know-how und die Produkte ausländischer – darunter auch einiger deutscher – Unternehmen gefragt sein. Vor allem Solarfirmen, die einen direkten Zugang zum Endkunden haben und Preise verhandeln können, sind deutlich besser aufgestellt als Unternehmen der vorgelagerten Stufen wie etwa der Zellenhersteller Q-Cells. „Während die geringe Wertschöpfung und die damit einhergehenden niedrigeren Margen dieser Firmen in der Vergangenheit als Mangel gesehen worden sind, zeigen sich jetzt die Vorteile dieses Geschäftsmodells“, sagt Martina Ecker, Managing Director bei der US-Investmentbank Jefferies. Diese Gesellschaften könnten auf Kapazitätsschwankungen deutlich flexibler reagieren und Preissenkungen an ihre Vorlieferanten weitergeben.

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!

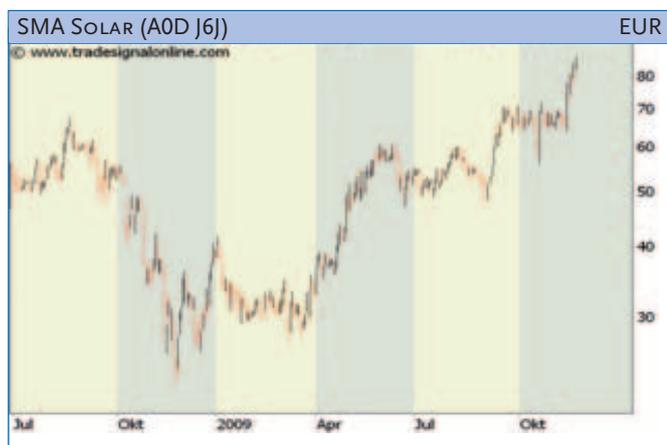
WWW.DOLPHIN-ECONOMICS.DE
T 05622 / 917 241

SVEN HERMANN CONSULTING

Kundenansturm erwartet wird. Vorstand Axel Müller-Groeling nutzte wohl im Vertrauen darauf kürzlich das niedrige Kursniveau, um weitere eigene Aktien zu erwerben. Für das dritte Quartal waren die Geschäftszahlen der meisten deutschen Solarunternehmen noch ernüchternd bis katastrophal ausgefallen. So musste etwa Solarworld einen Einbruch des Nettogewinns um mehr als die Hälfte verschmerzen. Das Jahresziel von 1 Mrd. EUR Umsatz sieht Vorstand Frank Asbeck aber nicht gefährdet.

Deutsche Solarpower: SMA und Payom

SMA Solar geht es allerdings um einiges besser. So rechnet der Vorstand des Herstellers von Wechselrichtern für das Gesamtjahr mit einer EBIT-Marge von ca. 24% – ein Niveau wie in den besten Zeiten. Es zeigt sich, dass SMA Solar bisher keine nennenswerte Konkurrenz aus Asien fürchten muss. Wegen des fulminanten Kursanstiegs sollten Anleger vor einem Einstieg allerdings erst eine Konsolidierung abwarten. Durchwachsen ist die Lage im Anlagen- und Maschinenbau. Während Centrotherm für 2009 im Plan liegt, erschreckten Roth & Rau und Manz Automation ihre Aktionäre mit einer Gewinnwarnung. Anders Payom Solar. Der bayerische Projektierer kann sich vor Aufträgen kaum retten und hat deshalb erneut einen verbesserten Ausblick gegeben. Es zahlt sich aus, dass die Gesellschaft Module flexibel und billig in China einkauft. Die sehr günstig bewertete Aktie bleibt ein Top-Pick. Die Schweizer Großbank UBS hatte bereits im Oktober ein Kursziel von 20 EUR ausgegeben.



Bei Systaic laufen die Geschäfte ebenfalls rund. Die Düsseldorfer Gesellschaft baut solare Großkraftanlagen, PV-Autodächer und Energiedächer. Das Eigenkapital lag Ende des dritten Quartals mit 69,9 Mio. EUR knapp 40% über dem Niveau vom Jahresende 2008. Derzeit erzielt Systaic 90% der Erlöse außerhalb des Heimatlandes, so dass die Auswirkungen einer möglichen EEG-Novelle nur gering sein dürften. Nanofocus ist auf dreidimensionale Oberflächenprüfsysteme spezialisiert, die auch alle Typen von Solarzellen sowie alle eingesetzten Materialien wie Metall und Silizium bis hin zu Glas analysieren können. Das mittelständische Unternehmen hat kürzlich zahlreiche Investoren für eine Kapitalerhöhung erwärmen können. Auch Anleger bringen Nanofocus Vertrauen entgegen. So ist der Aktienkurs seit Ausgabe der neuen Aktien von 3,50 EUR auf 6,10 EUR in der Spitze hochgeschwungen.

Hohe Schulden – wenig Liquidität

Bislang haben neben Japan vor allem europäische Staaten die Verbreitung der Energieerzeugung mittels Photovoltaik geför-

In den USA gilt mehr und mehr: „Think green“. Auf dem Dach des Oregon State Capital sind bereits Solaranlagen installiert. Foto: SMA Solar



dert. In diesem Jahr fiel jedoch in China der Startschuss zu langfristigen und sehr voluminösen Programmen. Bis 2020 soll dort die installierte Kapazität von derzeit rund 150 MW auf 20 GW förmlich explodieren. Nach Einschätzung der Baseler Kantonalbank werde der chinesische Markt damit zur Spitze aufschließen und das Land „vom praktisch reinen Equipment-Produzenten zu einem der größten Nachfrager“. Wolfgang Seeliger, Solarexperte der Landesbank Baden-Württemberg, meint allerdings, dass Subventionen keine große Rolle für das Wachstum spielen werden. Wichtiger seien sehr große und billige Kredite.

Chinesischer Kurszettel

Zu den Top-Titeln zählt Suntech Power. Obwohl das Verhältnis von Schulden zu liquiden Mitteln recht hoch ist, gilt der Konzern bei den Banken als sehr kreditwürdig. „Suntech hat es geschafft, einen guten Markennamen zu etablieren“, urteilt Dirk Morbitzer, Marktforscher bei Renewable Analytics in Frankfurt. Um im Wettbewerb bestehen zu können, habe sich das schnell wachsende Unternehmen für einen kosteneffizienten Mengenwettbewerb und gegen einen Premium-Nischenmarkt entschieden. Suntech folgt Solarworld in den US-Markt und wird dort ebenfalls eine Produktion aufbauen. Über die beste Kostenstruktur verfügt nach wie vor der Modul- und Zellenhersteller Yingli Green Energy. Der Billiganbieter, der den Großteil seiner Umsätze in Deutschland erzielt, hat zwar deutlich mehr Schulden als liquide Mittel. Doch dürfte im Ernstfall die Regierung ein Unternehmen, das zukunftsfähige Produkte herstellt, am Leben erhalten. Ebenso wie Yingli macht sich Trina Solar als integrierter Hersteller weitgehend unabhängig von Lieferanten. Der chinesische PV-Spezialist Canadian Solar mit Firmensitz in Kanada möchte über ein Joint Venture mit einem der größten Stromversorger Chinas in seinem Hauptmarkt vorankommen. Der Aktienkurs hat sich in diesem Jahr bereits mehr als verdoppelt, die Papiere notieren aber noch rund 60% unter ihrem Hoch von 2008.

Fünf Top-Picks aus Asien und USA

Auch ein Blick auf andere asiatische Länder sollte sich für Anleger lohnen. Motech Industries installiert PV-Systeme im Heimatmarkt Taiwan. Außerdem liefert die Firma Solarzellen an Modulhersteller in Europa, in den USA und in Indien. „Langfristig muss sich Motech entscheiden, ob es das Systemgeschäft weiterverfolgen oder sich ganz auf die Zellenproduktion spezialisieren will“, gibt Henning Wicht, Analyst bei iSuppli, zu bedenken. In Japan ist NPC eine gute Wahl. Das Unternehmen stellt Maschinen zur Produktion von Solarmodulen und -batterien her. Analysten erwarten für das Geschäftsjahr 2010/11 einen Gewinnsprung von 25% auf 111,25 JPY pro Aktie.

Dyesol hat eine interessante Technologie, die u. a. Fassaden für die Energieerzeugung nutzt. Foto: Dyesol



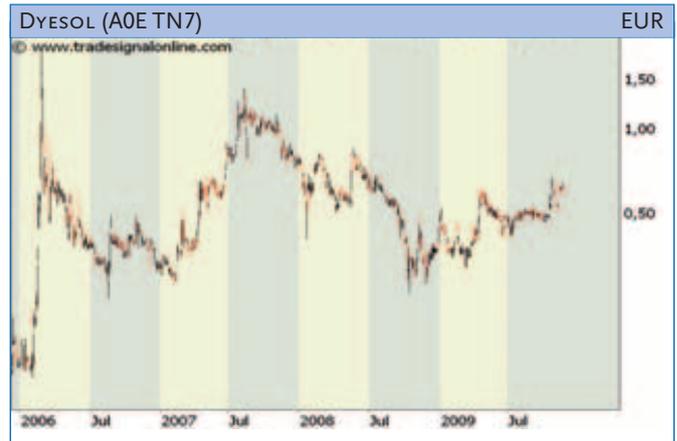
Nach Einschätzung von Frost & Sullivan spielen bei der Sonnenkraft auch die USA künftig eine bedeutendere Rolle, da immer mehr Bundesstaaten Standards für erneuerbare Energien einführen. Davon werden in erster Linie einheimische Firmen wie First Solar profitieren. Das Unternehmen aus Phoenix/Arizona produziert zu niedrigeren Kosten als seine heimischen Mitbewerber. Es stellt Dünnschichtmodule her, die auf der weitgehend ohne Silizium auskommenden Cadmium-Tellurid-Technologie basieren und einen besonders hohen Wirkungsgrad haben. First Solar wurde als erste Solarfirma in den S&P 500 aufgenommen. Die Aktie notierte kürzlich erstmals in diesem Jahr unter 80 EUR. Das breite Produkt- und Dienstleistungsspektrum von Sunpower reicht von der Herstellung einzelner Solarmodule für Privathaushalte über die Konzeption und Entwicklung bis hin zum Bau und Betrieb von großen Kraftwerksprojekten. Die schwarzen monokristallinen Zellen zeichnen sich mit Wirkungsgraden von 21%



durch eine besonders hohe Effizienz aus. Die Kalifornier verfügen über gute Verbindungen zu US-Stromversorgern. Da jedoch bei einer internen Prüfung Unregelmäßigkeiten in der Bilanz festgestellt wurden, sollten Anleger die Aktie vorerst nur beobachten. Kabel und Drähte sowie Solarmodule und -systeme stellt Solar Power her. Sie können zum Beispiel in Gebäuden integriert werden. Einige Analysten erwarten 2010 den Break-even.

Innovative Ideenschmieden

Zukunftsweisende Produkte für die Sonnenbranche entwickelt die kalifornische Ideenschmiede XsunX. CEO Tom Djokovich möchte zu den Technologieführern bei gebäudeintegrierten PV-Anlagen aufsteigen. „Power Glass“ soll es ermöglichen, Solarstrom über Dünnschichtfolien auf Glasfenster effizient und kostengünstiger als bisher zu erzeugen. Da der Aufbau einer eigenen Produktion kostspielig wäre, möchte XsunX Lizenzen vergeben – etwa an Glashersteller. Für Beacon Equity Research ist die Aktie ein spekulativer Kauf. Die Analysten veranschlagen das Kursziel des Pennystocks auf stolze 2,90 USD. Weniger spekulativ sind die Aktien von Carmanah Technologies. Die Kanadier stellen Solarleuchten her, die zur Markierung von Hindernissen in der Luft- und Schifffahrt eingesetzt werden oder Parkplätze und Straßen beleuchten. Zu den Kunden zählen die kanadische Küstenwache und die US-Luftwaffe. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten Analysten zwar noch einen Verlust von 0,02



CAD pro Aktie. Doch 2010 soll dank gut gefüllter Auftragsbücher die Rückkehr in die Gewinnzone gelingen. Carmanah ist schuldenfrei und verfügt über einen Kassenbestand von 8,9 Mio. USD.

Abschließend noch ein Abstecher nach Australien: Dyesol entwickelt Solarzellen, die Farbpigmente enthalten und daher auch bei diffusem Licht besonders kostengünstig Sonnenstrom erzeugen können. Das Unternehmen arbeitet mit dem britischen Metallproduzenten Corus zusammen. Als kürzlich mit dem DAX-Konzern Merck ein weiterer bedeutender Kooperationspartner gefunden wurde, machte die Aktie einen kräftigen Sprung. Ein Investment ist sehr riskant, da Dyesol noch keine Gewinne erzielt und die Papiere mit dem 50-Fachen des letzten Jahresumsatzes bezahlt werden.

Fazit

Solarwerte sind immer noch eine attraktive Anlage. Allerdings gilt diese Einschätzung nicht mehr für den breiten Markt. Bei der Titelauswahl sollten Anleger darauf achten, wo das Unternehmen in der Wertschöpfungskette positioniert ist. Wenn die Nachfrage nach Solarprodukten und -dienstleistungen wieder anzieht, werden vor allem die Großen weiter expandieren und ihre Finanzkraft und Kostenvorteile ausspielen. Nach Bosch und Siemens dürften weitere Großkonzerne in den Sonnenmarkt eintreten. Hier winken Anlegern attraktive Übernahmeprämien. Wollen die Kleinen überleben, müssen sie sich klar positionieren und gezielt auf Masse oder Klasse setzen. Andernfalls werden sie nicht mehr wettbewerbsfähig sein.

Michael Heimrich

Anzeige

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

Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands e.V.

Tel.: +49 69 2199 6273
Fax: +49 69 2199 6332

www.vtad.de

Kuriose Krisenindikatoren haben Konjunktur

In ökonomisch unsicheren Zeiten nutzen Anleger auch ungewöhnliche Theorien, um Rückschlüsse über die Entwicklung der Weltwirtschaft und der Börsen zu ziehen. Alberner Hokuspokus oder ernsthafte Analyse?

Erfahrene Börsianer wissen, dass saisonale Einflussfaktoren die Aktienmärkte bestimmen. Sie behalten daher jahreszeitliche Besonderheiten bei ihren Anlageentscheidungen immer im Blick. Doch auch Konjunkturmythen finden ihre Anhänger, obwohl sie eher an Wahrsagerei erinnern, als dass man hinter ihnen einen wahren Kern vermuten würde. Doch wer die Gewohnheiten der Menschen und ihr Konsumverhalten beobachtet, könne sich oftmals ein genaueres Bild von aktuellen Trends machen als über wirtschaftliche Kennzahlen, sind einige Sozial- und Wirtschaftswissenschaftler überzeugt. Smart Investor wird in diesem Beitrag einige solcher Zusammenhänge und ihren Nutzen für Investmententscheidungen untersuchen. In einer der nächsten Ausgaben soll dann analysiert werden, inwieweit politische Wahlen und der Blick gen Himmel wichtige Hinweise auf Renditen, Gewinne und Anlagerisiken liefern können.

Börsen sind von typischen saisonalen Mustern geprägt. So tendieren sie in den ersten Monaten überwiegend freundlich, weil Wirtschaftsprognosen von Regierungen und Forschungsinstituten die Mehrzahl der Anleger zuversichtlich stimmen. Spätestens im vierten Quartal treibt Börsianer dagegen häufig die Sorge um, ob die bisherige Kursentwicklung auch wirklich fundamental untermauert ist. Wenn dann Silvester naht, hellt sich die Stimmung meist mit Blick auf die von institutionellen Investoren praktizierte optische Gestaltung des Bilanzbildes (Window Dressing) wieder auf. Oft werden dann noch in einer Jahresendrally Kauforder in der Hoffnung aufgegeben, Aktien vor anderen Anlegern günstiger erwerben zu können.

Röcke als Wirtschaftsbarometer

Weniger trocken, dafür umso bunter sind unkonventionelle Trendanzeiger. Etwa wenn – wie es der US-Ökonom George Taylor in den 1930er Jahren getan hat – die Mode in Beziehung zur Kursentwicklung gesetzt wird. Blicken wir voraus: Die Versace-Frau wird im nächsten Frühjahr und Sommer die Blicke der Männer auf sich lenken, weil die Röcke sehr kurz und farbenfroh sein werden. Dies soll laut Taylor ein gutes Omen für die Börse sein. Der US-Soziologe Desmond Morris beschreibt das Phänomen, ohne es allerdings erklären zu können, so: „Wenn die Aktien steigen, steigt auch der Rocksäum. Wenn sie fallen, fällt er mit ihnen.“

Der Hemline (Saumhöhe)-Index – bekannt auch als Skirt Length Theory – ist der Klassiker unter den Wirtschaftsmythen. Die Regel war bisher erstaunlich treffsicher. Als in den 1920er Jahren Wirtschaft und Börse boomten, wurden die Röcke kürzer.



Kurze Röcke, rote Lippen – Konjunkturprognose kann richtig Spaß machen



Nach dem Börsencrash von 1929, aber auch noch während der Kriegs- und Nachkriegsjahre fiel der Rocksäum. Während der erste echte Minirock mit dem Wirtschaftswunder in den 1950er-Jahren en vogue wurde, blieben kurze Röcke vor dem Börsencrash 1987 in den Regalen liegen. Allzu fest

sollten Anleger der Theorie allerdings nicht vertrauen – auch wenn sogar die Forscher des Instituts für Demoskopie Allensbach einen Zusammenhang zwischen Mode und Wirtschaft festgestellt haben. Schließlich sind in der Modebranche die Zeiten längst vorbei, in denen es um lang oder kurz geht.

Knallrote Lippen – tiefe Rezession

In Krisenzeiten werden angeblich mehr Lippenstifte verkauft als in besseren Tagen. Denn wenn es schon an den Börsen bergab geht, wollen die Damen wenigstens hübsch aussehen, glauben Hobby-Ökonomen. Eine andere Erklärung für diesen als „Leading Lipstick Indicator“ bekannt gewordenen Mythos: Werden die Zeiten rauer, können sich Frauen nicht mehr so viele teure Kleider und Schuhe leisten. „On a bad day there is always a lipstick“ – so lautete schon ein uralter Werbeslogan des Kosmetikkonzerns Revlon. Je häufiger die Lippen nachgezogen werden, desto schlimmer müsste es also um DAX und Dow bestellt sein. Geschäftszahlen des US-Kosmetikherstellers Estée Lauder, der den Indikator 2001 begründete, scheinen die Theo-

rie zu untermauern: Nachdem der Schminkmittel-Umsatz am Höhepunkt der Wirtschafts- und Finanzkrise 2007/08 von 2,7 auf 3,0 Mrd. USD gestiegen war, ging er 2008/09 wieder auf 2,8 Mrd. USD zurück.

Die Zukunft aus Frisuren und Unterhosen lesen

Neben Röcken und Lippenstiften zählen auch Frisurentrends zu den exotischen Wirtschafts- und Börsenindikatoren. So sehen etwa einige japanische Ökonomen mit weiblichen

Bubiköpfen eine Rezession heraufziehen. Je kürzer die Haare, desto ausgeprägter die Krise. Ihren Ursprung hat diese Theorie in einer Studie des Kosmetikkonzerns Kao. Danach sollen während der depressiv-deflationären 1990er Jahre Kurzhaarfrisuren in Japan sehr angesagt gewesen sein. Seit Frühjahr 2009 soll es wieder einen solchen

Trend gegeben haben. In der Folgezeit hat sich der Indikator allerdings nicht mehr als treffsicher erwiesen, da von Anfang März bis Ende August der Nikkei 225 um 38% gestiegen ist. Sogar Alan Greenspan schätzt kuriose Analysemethoden. Der



In Krisenzeiten werden schon mal alte Zöpfe angeschnitten

ehemalige Chef der amerikanischen Notenbank beobachtet die Verkaufszahlen von Männerunterhosen und leitet daraus ab, wie es um Wirtschaft und Börse bestellt ist. Der US-Journalist Robert Krulwich hat die Theorie 2008 in einem Radiointerview wieder aufgegriffen. Nur in Zeiten, in denen Männer finanziell so klamm seien, dass sie sich nicht einmal mehr neue Slips kaufen könnten, würden die im Jahresverlauf als flache Linie darstellbaren Verkaufszahlen für Herrenunterwäsche zu einer abwärts gerichteten Kurve, erklärte er. Tatsächlich sind im US-Einzelhandel zuletzt die mit Männerunterhosen erzielten Erlöse gegenüber dem Vorjahr um bis zu 12% eingebrochen. Droht der Wall Street nun Ungemach?

Wenn sich Apothekenbesuche häufen

Eine weitere Theorie besagt, dass betriebliche Entscheidungsträger und gut informierte Angestellte in kritischen Zeiten angesichts in der Firma wachsender Probleme öfter in die Apotheke eilen, um sich Tabletten gegen Kopfschmerzen zu besorgen. Steige der Verbrauch von Aspirin, würden die Aktienkurse bald fallen, heißt es. Ein solcher Zusammenhang ist allerdings nicht nachweisbar, da es dazu keine Statistiken gibt. Dennoch: Bei der Bayer AG fiel der Umsatz mit Aspirin im zweiten Quartal 2009 um rund ein Achtel. Der Schwund fiel in jene Phase, als es an den Börsen nach längerer Talfahrt wieder aufwärts ging. Apropos Medizin: Leo J. Shapiro von der >>

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

International Business School



LERNEN ALS WEG



Abführmittel als Indikator: Je mehr Stress, desto höher der Absatz – ein Zusammenhang, der funktioniert

Consulting-Firma SAGE in Chicago weist darauf hin, dass während einer Rezession der Absatz von Abführmitteln in die Höhe schnell, weil dann mehr Menschen unter hohem Stress litten und verkrampft seien. Andere Experten wollen festgestellt haben, dass neben der Volksgesundheit Autodiebstahl- und Selbstmordraten in einer engen Beziehung zur Wirtschaftslage stehen.

US-Models lassen Aktien steigen

Auch in Publikumszeitschriften und in der populären Musik sollen sich Änderungen der Börsenlage niederschlagen. Anhänger des „Sport Illustrated Swimsuit Indicators“ erwarten ungeduldig die im Februar erscheinende Sonderausgabe des US-Magazins „Sports Illustrated“. Denn immer wenn auf dem Cover ein US-Model zu sehen ist, müsste es ein gutes Aktienjahr werden. Während der letzten drei Dekaden zierte 16mal eine Amerikanerin das Cover. In diesen Jahren legte der S&P 500 im Schnitt 10,6% zu. Nur dreimal gab es Verluste. Zuletzt hat der Spaß-Indikator allerdings versagt. So zierte 2009 ein israelisches Fotomodell die Titelseite. Doch die Aktienmärkte entwickelten sich bekanntlich fortan positiv. Dass Musikhitlisten einen Einfluss auf Aktienkurse haben, behauptet Phil Maymin. Der Finanzprofessor an der New York University hat die Top 100 der US-Charts 40 Jahre lang verfolgt und mit der Finanzlage verglichen. „Es besteht eine umgekehrte Korrelation zwischen den Charts und der Börse“, stellt Maymin fest. Wenn die Charts von Songs dominiert worden seien, die auf einen monotonen Beat aufbauten, hätten die Kurse geschwankt. Seien die Hits jedoch abwechslungsreich und durch wechselnde Beatmuster geprägt gewesen, habe die Börse Stabilität bewiesen. Terry Pettijohn, ein Psychologieprofessor aus Carolina, kam zu einem ähnlichen Ergebnis.

Thanksgiving, Super Bowl und Robin Hood

Rational nicht erklärbar ist auch die hohe Trefferquote des „Pre-Thanksgiving-Indicators“. Seit 1941 lag der Maßstab nur zehnmal daneben. Wer nach dieser Regel handelt, kauft am Montag vor dem Feiertag Ende November und verkauft seine Papiere am dritten Börsentag des neuen Jahres wieder. Die enorme Erfolgsquote von 83% hat ihren Preis: Die Wert-

entwicklung fällt im Schnitt mit 3,2% sehr bescheiden aus, zumal von der Rendite noch Transaktionskosten abgezogen werden müssen. Es gibt einige Indikatoren, über die man auch an der Wall Street spricht – selbst wenn sie offensichtlich auf Zufall beruhen und die Daten nicht so einfach in die Zukunft projiziert werden können. Dazu zählt der Super-Bowl-Indikator, der an den Ausgang des Finales der US-Meisterschaft im American Football gekoppelt ist und eine Handelsrichtung für das jeweilige Jahr erkennen will. Die Theorie: Gewinnt das Team der Profiligena NFC, dann steigen die Aktienkurse. Siegt aber die Mannschaft der konkurrierenden Abteilung AFC, fallen die Notierungen. In den vergangenen 43 Jahren lag die Trefferquote des Super-Bowl-Indicators bei rund 80%. Zuletzt versagte die Regel jedoch zweimal hintereinander. Geradezu skurril ist ein von der Washington Post verbreiteter „Konjunkturindikator“: Robin-Hood-Filme. Kinostarts von Streifen über den Rächer der Enterbten und Beschützer von Witwen und Waisen fielen oft mit schlechten Zeiten zusammen. „Robin Hood – König der Vagabunden“ startete zur Krise von 1938, und auch Kevin Costners „Robin Hood – König der Diebe“ von 1991 lief rechtzeitig zur Rezession an. Sollte an der Theorie etwas dran sein, dann ist 2010 erneut mit einer düsteren Wirtschaftslage zu rechnen, da dann der neueste Film über den beliebten Helden startet.

Fazit

Da Konsumenten das Wirtschaftsklima nicht nur maßgeblich reflektieren, sondern auch beeinflussen, können die in diesem Beitrag vorgestellten ungewöhnlichen Indikatoren zumindest theoretisch für Prognosen der ökonomischen Entwicklung herangezogen werden. Vor allzu viel Vertrauen in die Theorien sei allerdings gewarnt. Denn in den meisten Fällen dürfte es sich nicht um Kausalitäten, sondern nur um Korrelationen – also um ein



Wenn Robin Hood im Kino wieder mal den Helden gibt, Thanksgiving vor der Tür steht und im Super Bowl die falsche Mannschaft gewinnt, dann werden manche Konjunkturforscher hellhörig.



gemeinsames Auftreten von Vorfällen und Ereignissen – handeln, die nicht zwingend in einem ursächlichen Zusammenhang stehen müssen. Die Beispiele sind dennoch ein guter Spiegel aktueller Konjunktorentwicklungen und der damit verbundenen Hoffnungen und Ängste. Die künftige Entwicklung von Aktienkursen lässt sich mit Rocklängen, Flitzebögen, Sportergebnissen oder Tablettenverkäufen allerdings nicht vorhersagen. ■

Michael Heimrich

Osteuropa-Zertifikate

Mit Zertifikaten unterschiedliche Marktszenarien spielen

Chancen und Risiken

In den Hochzeiten der Finanzkrise hatten Anleger mit ihren Investments in Osteuropa wenig Freude. Die Kursverluste waren beträchtlich. Allerdings eröffnen hochvolatile Märkte gerade Zertifikate-Anlegern Chancen, da sie nicht nur von steigenden Märkten profitieren können.

Dividendenstrategie in Osteuropa

Zwar verspricht die Dividendenstrategie langfristig Wertzuwächse. Doch in der Finanzkrise hat es Dividendenindizes besonders stark erwischt, da meist Finanztitel und Banken besonders übergewichtet sind. Das Beispiel zeigt, dass nicht jede Strategie in jeder Marktsituation funktioniert und es daher sinnvoll ist, nicht alles auf ein Pferd zu setzen. Mit dem Osteuropa DJ STOXX Selected Dividends TR Index-Zertifikat (WKN: AA0 FHL) bietet die RBS eine breite Länderstreuung. Der Index wird halbjährlich bei Bedarf angepasst. Anleger können mit dem Zertifikat alle wichtigen Länder Osteuropas – mit Ausnahme Russlands – abdecken. Der potenzielle Anlagehorizont umfasst die Länder Bulgarien, Zypern, Tschechien, Estland, Ungarn, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Rumänien, Slowakei und Slowenien. Anleger sollten allerdings beachten, dass trotz langfristig guter Aussichten die Aktienkurse eine weitgehende wirtschaftliche Erholung bereits eingepreist haben. Vom Jahrestiefstand unter 18 Euro ist das Papier wieder auf Kurse um die 30 Euro gestiegen.

Noch ist Polen nicht verloren

Polen befindet sich in einer Sondersituation. Polen war das einzige Land in der EU, das in Folge der Finanzkrise einer Rezession entgehen konnte. Der starke Binnenkonsum stützte das Land, und eine schwache Währung trug zum Exportwachstum bei. Bis zum nächsten Jahr rechnet die polnische Regierung mit Einnahmen von 10 Mrd. USD aus Börsengängen ehemaliger Staatsbetriebe. Das Geld wird benötigt, um das Staatsdefizit zu reduzieren. Die Börsengänge dürften das polnische Börsenbarometer WIG 20 bremsen. Der Index enthält 20 polnische Blue Chips. Aktuell notiert der Index bei 2.329 Punkten. Von der RBS ist ein Discount-Zertifikat auf den WIG 20 (WKN: AA1 Z1A) er-

hältlich, das dem Anleger ermöglicht, auch an einer Konsolidierung des Aktienbarometers zu verdienen. Die Kursobergrenze des Papiers liegt bei 2.000

Indexpunkten. Fälligkeit ist am 22.12.2010. Mit diesem Papier ist auch bei einem Kursrückgang auf 2.000 Punkte eine Maximalrendite von etwa 10% möglich. Anleger tragen allerdings das Wechselkursrisiko.

Borat-Aktien

Die Filmfigur Borat Sagdiyev hat Kasachstan bekannt gemacht. Das rohstoffreiche Land wird vor allem von den Ölexporten weiter profitieren. Die Erste Bank hat ein Index-Zertifikat auf den Kazakh Traded Index (KTX) im Angebot (WKN: RCB 72R). Anleger müssen mit heftigen Ausschlägen nach oben wie auch nach unten rechnen. Der Index besteht nur aus sieben Aktien, wobei ein Minenkonzern und ein Gasunternehmen zusammen eine Gewichtung von fast 50% haben.

Russland shorten

Anleger, denen die Kurssteigerungen in Osteuropa zu schnell und zu hoch gingen, können mit einem Short-Produkt der Deutschen Bank auf fallende Kurse in Russland setzen. Das Knock-out-Produkt trägt bei der Deutschen Bank die Bezeichnung Wave-Put XXL (WKN: DB2 WH3). Es bezieht sich auf den RDX-Index, den Russian Depository-Index. Dieser Index wird an der Wiener Börse berechnet und enthält 15 russische Blue Chips. Indexschwergewichte sind Gazprom, Lukoil und Rosneft. Aktuell notiert der Index bei 1.281 Punkten. Charttechnisch betrachtet könnte sich im Bereich bei 1.300 Punkten ein Doppeltop bilden. Gegenwärtig liegt die Knock-out-Schwelle bei 1.470 Punkten, der Basispreis bei 1.553,46 Punkten. Beide Werte sind variabel. Bei Berühren der Knock-out-Schwelle wird das Produkt vorzeitig fällig und zum Restwert ausgezahlt. ■

Christian Bayer



Kroatien, im Bild der Hafen von Trogir, ist für Segler ein Paradies, für Anleger eine spekulative Beimischung

OSTEUROPA-PAPIERE					
EMITTENT	WKN	BEZEICHNUNG	FÄLLIGKEIT	SPREAD IN % D. BRIEFKURSES	BRIEFKURS IN EUR
DEUTSCHE BANK	DB2 WH3	WAVE-PUT XXL AUF DEN RDX	OPEN END*	3,40	2,94
ERSTE BANK	RCB 72R	INDEX-ZERTIFIKAT AUF DEN KAZAKH TRADED INDEX (KTX)	OPEN END	2,01	7,48
RBS	AA0 FHL	OSTEUROPA DJ STOXX SELECTED DIVIDENDS TR INDEX-ZERTIFIKAT	OPEN END	2,96	30,39
RBS	AA1 Z1A	DISCOUNT-ZERTIFIKAT AUF WIG 20	22.12.10	4,57	4,38

*) Knock-out möglich

Multi-Asset-Fonds

Angebliche Alleskönner

Im Zuge der Finanzkrise ging bei vielen Anlegern die Angst um und wuchs die Sehnsucht nach Sicherheit und positiven Erträgen. Zu groß waren die Verluste, die die Finanzkrise in Aktienfonds, aber auch teilweise in den als sicher geltenden Rentenfonds verursacht haben. Das Bedürfnis nach Sicherheit und Rendite sollen Multi-Asset-Fonds befriedigen.

Stiftungsvermögen als Vorbild

Die Portfolioausrichtung der Stiftungsvermögen der großen Universitäten wie Yale und Harvard gilt als Vorkämpfer der Multi-Asset-Strategien. Eine breite Streuung unkorrelierter Anlageklassen wird dort seit Längerem praktiziert. Vor allem David Swensen, der Manager des Yale-Vermögens seit den 80er Jahren, setzte stark auf Diversifikation und erzielte damit jährlich Renditen im zweistelligen Bereich. Ziel war ein Total-Return-Ansatz, also eine Erzielung von kontinuierlichen Renditen unabhängig von der Marktsituation. Doch mit der Finanzkrise bekamen auch die Portfolios der Universitätsstiftungen Probleme. Der Einbruch lag bei 30% des Vermögens. Ein vor der Finanzkrise wohl unterschätztes Problem lag bei der Illiquidität einiger Anlageklassen. Die Frage nach der Liquidität der einzelnen Anlageklassen steht auch bei den Multi-Asset-Fondsmanagern im Vordergrund. So kann es bei Fonds, wenn nur wenige Großanleger investiert sind, die kurzfristig Gelder abziehen, zu Problemen kommen, wenn Assets nicht liquidiert werden können bzw. die Liquidierung zu ungünstigen Preisen möglich ist. Die Frage nach

dem Nutzen des Einsatzes von illiquiden Assets muss daher jeder Multi-Asset-Fondsmanager für seine Anlagestrategie beantworten.

Alles super – oder was?

Multi-Asset-Fonds haben weniger Anlagerestriktionen als Mischfonds oder klassische Dachfonds. Sie können zudem ein breiteres Anlagespektrum nutzen und in unterschiedliche Anlageklassen investieren. Sie sind erst seit 2004 durch eine Neuregulierung der Zulassungsbedingungen für Fonds auf europäischer Ebene in Deutschland zugelassen. Multi-Asset-Fonds werden auch als Superfonds bezeichnet und unterscheiden sich von Misch- oder Dachfonds durch die breitere Anlagepalette bis hin zu vergleichsweise illiquiden Anlagen. Die Qualität des Einzelfonds hängt natürlich von der Qualität des Fondsmanagements ab. Mit Einführung der Abgeltungsteuer lief die Marketingmaschinerie der Fondsgesellschaften heiß, weil hier

MULTI-ASSET-FONDS					
FONDS	WKN	AUFLAGE-DATUM	VOL. IN Mio. EUR	PERF. 1J IN %	PERF. SEIT AUFLAGE IN %
FIDELITY - MULTI ASSET STRATEGIC FUND	A0L E0P	30.10.06	59	14,56	-4,61
FU FONDS-MULTI ASSET FONDS	A0Q 5MD	03.09.08	n. a.	24,32	17,31
MAECKLER & WAGNER MULTI ASSET	A0N AU2	15.04.08	1	-11,26	-24,00
NV STRATEGIE QUATTRO PLUS AMI	A0H GZZ	15.12.05	125	17,69	2,26
PELLUCIDA - MULTI ASSET FUND A	A0M 8PB	11.12.07	6	2,83	-6,92
QUIRIN BANK MULTI ASSET FONDS UI	A0Q 5R3	07.10.08	79	4,03	4,24
SEB DeLUXE - CLASSIC PLUS 25	796 809	03.09.01	43	8,26	10,83
SEB DeLUXE FCP - BALANCE	602 833	02.01.01	31	17,30	23,85

Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:

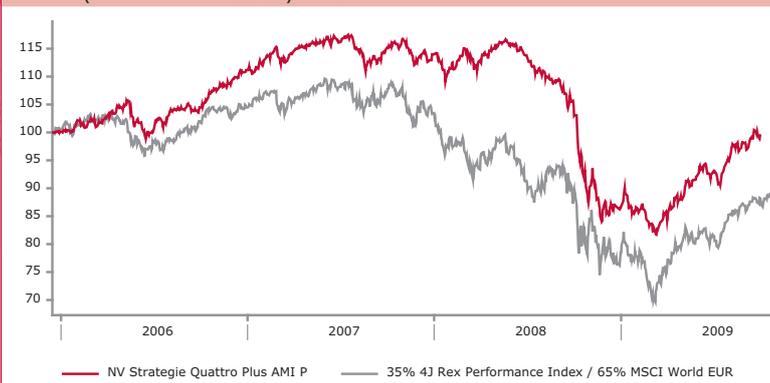


Mit freundlicher Unterstützung von:

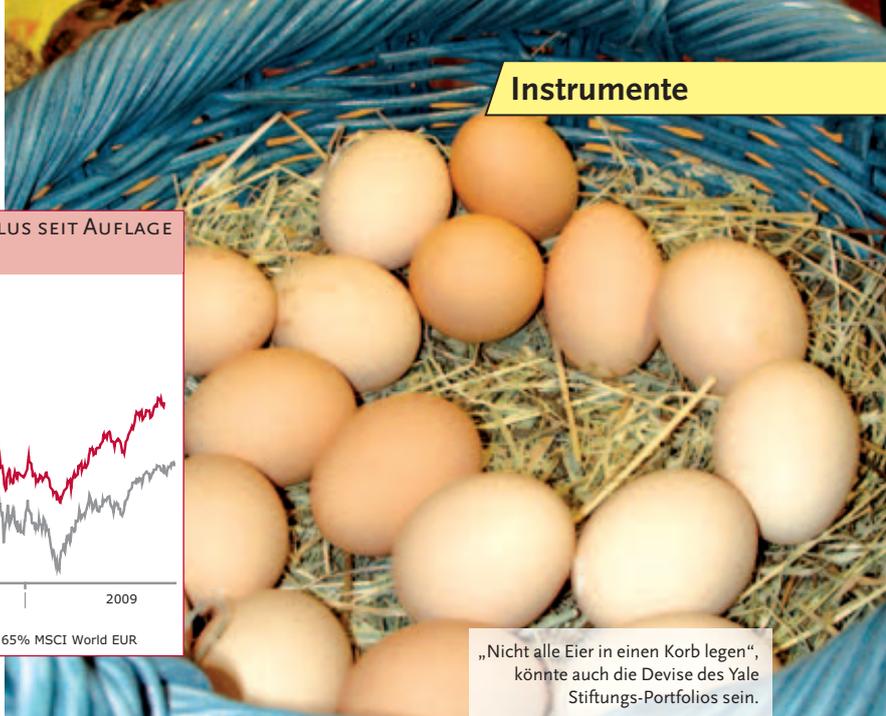


Verband unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V.
www.vuv.de

ABB. 1: WERTENTWICKLUNG DES NV STRATEGIE QUATTRO PLUS SEIT AUFLAGE (15.12.05 BIS 30.9.09) IM VERGLEICH



Die Berechnung der Wertentwicklung des Fonds erfolgte nach BVI-Methode. Quelle: CleverSoft FondsDB



die Gelegenheit bestand, Anlegergelder in Multi-Asset-Fonds zu leiten, in der Erwartung, dass das Geld dort auch dauerhaft verbleibt. Deswegen wurden rechtzeitig vor Einführung der Abgeltungsteuer Multi-Asset-Fonds aus dem Boden gestampft. Der Grund lag darin, dass Investments, die vor 2009 getätigt wurden, dauerhaft von der Abgeltungsteuer befreit sind. Aus diesem Grund weisen einige der Multi-Asset-Fonds eine sehr kurze Historie auf.

Auf der Suche nach der richtigen Mischung

Multi-Asset-Fonds investieren in unterschiedliche Anlageklassen. Neben den traditionellen Assetklassen wie Renten und Aktien rücken auch Rohstoffe, Immobilien und Alternative Investments in den Fokus der Fondsmanager. „Grundsätzlich müssen alle Anlageklassen von der Wertigkeit her gleich betrachtet werden. Ein Aktien- und Rentenportfolio mit einer Beimischung von 2% Rohstoffen ist ineffizient“, so Christian Gruben, Geschäftsführer der Neue Vermögen Asset Management. Auch Alternative Investments finden im NV Strategie Quattro Plus AMI-Fonds (WKN: A0H GZZ) Berücksichtigung. „Der Begriff Alternative Investments wird häufig zu eng gefasst und zu stark auf den Bereich Hedgefonds fokussiert. In unserer Anlagestrategie umfasst Alternative Investments alles, was sich nicht unter die Anlageklassen Aktien, Renten, Immobilien und Rohstoffe subsumieren lässt. Dazu kann Microfinance gehören, Cat-Bonds oder auch die Anlageklasse Volatilität“, so Gruben. Die Finanzkrise hat dazu beigetragen, dass zwar die bisherige Anlagestrategie beibehalten, aber trotzdem ein Feintuning erforderlich wurde: „Das Minus von 24,11% im Jahr 2008 beim Strategie Quattro Plus AMI war – absolut betrachtet – nicht zufriedenstellend (Wertentwicklung s. Abb. 1). Aus dem Grund haben wir die Bandbreiten der Gewichtung von Aktien, Immobilien/REITs und Rohstoffen aus Risikogesichtspunkten von 15-25% auf 10-25% reduziert.“ Als die Aktienmärkte im Februar und März 2009 nach unten abtauchten, konnten die Verluste im Fonds begrenzt werden.

Multi-Asset-Total-Return-Strategie

Anlageklassen werden beim Multi-Asset-Total-Return-Ansatz der SEB in den Fonds SEB deLuxe balance (WKN: 602 833) und SEB deLuxe classic plus (WKN: 796 809) sehr differenziert betrachtet und auf Korrelationen hin untersucht. „Im Portfolio unterscheiden wir ca. 100 Assetgruppen, da wir beispielsweise ei-

ne Assetklasse wie Aktien in entsprechende Bereiche z.B. nach Ländern und Sektoren aufteilen“, so Jens Kummer, Head of Multi-Management bei SEB Asset Management. Der SEB deLuxe classic plus soll einen Verlust von 25% nicht überschreiten. Beim SEB deLuxe balance liegt die Verlustbegrenzungsschwelle bei 10%. Der SEB deLuxe classic plus schloss das Jahr 2008 mit einem Minus von 8,17% ab, der deLuxe balance mit einem Minus von 14,02%. Endgültig wurde die Multi-Asset-Total-Return-Strategie in den beiden Fonds Ende August 2008 umgesetzt. „Die Fonds SEB deLuxe balance und SEB deLuxe classic plus sind nicht benchmarkorientiert in dem Sinne, dass das Management eine Outperformance gegenüber einem Vergleichsindex anstrebt“, so Kummer. Auf Short-Investments verzichtet das Management völlig. Im laufenden Jahr konnte der SEB deLuxe balance 17,18% und der SEB deLuxe classic plus 7,76% zulegen.

Unterschiedliche Ansätze

Im Vorfeld der Abgeltungsteuer kam es zur Auflage verschiedener Multi-Asset-Fonds, die bei rechtzeitigem Investment, also vor >>

Anzeige

KUNST STATT BARREN

>> "Wächter" | Silbervollguss (999) | 16 kg
 Bullion Art | Silberkunst
 phone +49 (0)89 33 55 01 | www.bullion-art.de

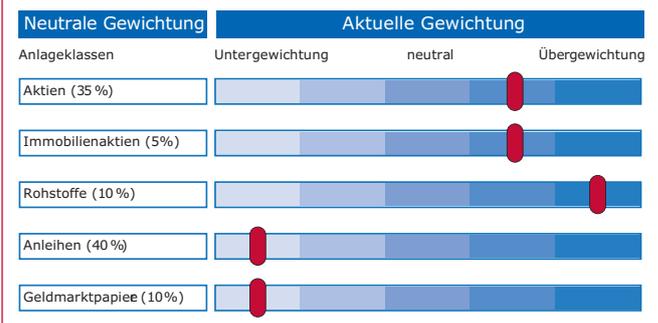
ABB. 2: HERAUSFORDERUNG FÜR MULTI-ASSET-PORTFOLIOS – DEMNÄCHST STEIGENDE ZINSEN



Quelle: Federal Reserve; Neue Vermögen Asset Management GmbH

2009, eine dauerhafte Verschönerung von der Abgeltungsteuer versprochen. Die Idee war simpel. Einmal investieren und dann dauerhaft investiert bleiben. Multi-Asset-Fonds können in unterschiedliche Anlageklassen mit unterschiedlichen Instrumenten investieren. Anleger können neben dem langfristigen Kapitalerhalt auch ein richtiges Timing erwarten. Neben einem reduzierten Verlust in Krisenzeiten sollen auch hohe Renditen in guten Zeiten im Vordergrund stehen. Dieses richtige Timing gelingt nicht allen Fonds. Ende 2008 wurde beispielsweise der Quirin Bank Multi Asset Fonds UI (WKN: A0Q 5R3) aufgelegt. So kam der Quirin-Fonds zwar vergleichsweise gut durch die Krise, konnte aber von der Kurserholung an den Märkten nicht profitieren. So lag der Wertzuwachs auf Jahressicht bei 3,89%. Beim Pellucida-Multi Asset Fund A (WKN: A0M 8PB) wird ein wesentlicher Teil der Umset-

ABB. 3: ASSET-ALLOKATION DES FIDELITY MULTI ASSET FONDS



Quelle: Fidelity International



Wald, Microfinance, Volatilität – Das Segment Alternative Investments ist breiter gestreut als es die Allokation mancher Multi Asset-Fonds vermuten lässt

zung der Strategie mit ETFs vorgenommen. Gegenwärtig nutzt das Fondsmanagement nur die beiden Anlageklassen Aktien und Immobilien. Mehr als 50% des Fondsvermögens liegen allerdings am Geldmarkt, der bekanntermaßen gegenwärtig wenig abwirft. Auf Jahressicht lag der Wertzuwachs auch unter 3%. Der FU Fonds-Multi Asset Fonds (WKN: A0Q 5MD) verbuchte auf Jahressicht einen Wertzuwachs von über 24%. Diese respektable Wertentwicklung lag an der vergleichsweise hohen Aktienquote, die im Fonds zwischen 60 und 100% beträgt. Diese Aktienquote kann in extremen Marktphasen zu einer erhöhten Volatilität des Fonds führen, in Phasen der Erholung ist sie aber von Vorteil. Neben Aktien wird in den Geldmarkt und in Zertifikate investiert. Gegenwärtig liegt die Aktienquote bei 71%. Dem Fondsmanagement gelang es auch gut, die Verluste nicht ausufern zu lassen. Der maximale Verlust lag auf Jahressicht bei knapp 15%. Auch die großen im Retailgeschäft positionierten Fondsgesellschaften wollen vom Kuchen bei den Multi-Asset-Fonds ein Stückchen abhaben. Dazu gehört beispielsweise der Multi Asset Strategic Defensive Fund von Fidelity Investments (WKN: A0R BYJ). Der Fidelity-Fonds konnte auf Halbjahressicht 8,89% zulegen. Auch die bisherige Jahresentwicklung kann sich sehen lassen. Anleihen machen gegenwärtig über 30% des Fondsvermögens aus. Das Anlagekonstrukt Multi-Asset-Fonds bietet allerdings keine Garantie vor nachhaltigen Kursverlusten, wie ein Blick auf den Maeckler & Wagner Multi Asset Fonds R (WKN: A0N AU2) beweist. Der Fonds konnte seit seiner Auflegung im April 2008 nur den Weg in die Verlustzone. Bislang beläuft sich der Verlust auf 25%.

Der Fidelity-Fonds konnte auf Halbjahressicht 8,89% zulegen. Auch die bisherige Jahresentwicklung kann sich sehen lassen. Anleihen machen gegenwärtig über 30% des Fondsvermögens aus. Das Anlagekonstrukt Multi-Asset-Fonds bietet allerdings keine Garantie vor nachhaltigen Kursverlusten, wie ein Blick auf den Maeckler & Wagner Multi Asset Fonds R (WKN: A0N AU2) beweist. Der Fonds konnte seit seiner Auflegung im April 2008 nur den Weg in die Verlustzone. Bislang beläuft sich der Verlust auf 25%.

Fazit

Multi-Asset-Fonds sind nicht per se die „eierlegende Wollmilchsau“, zu der sie von den Marketingstrategen gern deklariert werden. Entscheidend ist nicht das Etikett, sondern das, was sich an Managementfähigkeiten bezüglich der Auswahl der Assetklassen und des richtigen Timings dahinter verbirgt. Generell von Vorteil ist die hohe Flexibilität in der Auswahl der Anlageklassen. Wie diese grundsätzlich hohe Flexibilität in der konkreten Umsetzung durch richtiges Timing genutzt wird, ist die wahre Kunst bei Multi-Asset-Strategien. Anlegern bleibt in jedem Fall die Prüfung nicht erspart, welches Risikoprofil und welcher Anlagestil zu ihnen passen.

Christian Bayer

Anzeige

rohstoff SPIEGEL
DER ETWAS ANDERE NEWSLETTER FÜR ROHSTOFFE

Jetzt kostenlos abonnieren!

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

WWW.ROHSTOFF-SPIEGEL.DE

Morgen Europa Aktien Universal Fonds

Gastbeitrag von Detlef Glow, Thomson Reuters

FONDS-SNAPSHOT

WKN:	AoB 5K5
Manager:	Heinrich Morgen
Volumen:	2,3 Mio. EUR
Auflagedatum:	20.10.2004
Typ:	Aktienfonds Europa

Der Morgen Aktien Europa Universal Fonds ist ein aktiv gemanagter europäischer Aktienfonds, der, um seinen Vergleichsmaßstab, den MSCI Europe, zu übertreffen, neben Standardtiteln auch in kleine und mittelgroße Unternehmen investiert. Die Auswahl der einzelnen Titel erfolgt auf Basis von fundamentalen und markttechnischen Bewertungen, wobei der Schwerpunkt der Analyse auf der Markttechnik liegt. Wenn eine Aktie auf Basis der technischen Analyse als aussichtsreich eingestuft wurde, wird diese in einem zweiten Schritt einer fundamentalen Analyse unterzogen, bei der neben quantitativen Kennzahlen auch qualitative Faktoren, wie zum Beispiel die Qualität des Managements, die Shareholder-Value-Orientierung oder das langfristige Ertragspotenzial des Unternehmens, beurteilt werden.

Aktiv verwaltetes Portfolio

Dass es sich bei dem Morgen Europa Aktien Universal um ein aktiv verwaltetes Portfolio handelt, zeigt der im Vergleich zu vielen anderen Fonds hohe Tracking Error des Fonds zum MSCI Europe, der davon zeugt, dass der Portfoliomanager aktiv von den sich ihm an den Kapitalmärkten bietenden Möglichkeiten Gebrauch macht. Da sich dieser Managementansatz deutlich von anderen Investmentstilen wie zum Beispiel dem wachstums- oder wertorientierten Management unterscheidet, scheint der Fonds gut als Ergänzung oder zur Diversifikation zu anderen Europafonds geeignet zu sein.

Stark bei lang anhaltenden Trends

Während die Schwächen dieses Ansatzes insbesondere bei ständig wechselnden Markttrends und Seitwärtsbewegungen an den Bör-

Detlef Glow, MBA (UoW), begann im Jahr 2005 als Leiter der Fondsanalyse für Deutschland und Österreich bei Thomson Reuters-Lipper. Seit Anfang 2008 ist er dort Leiter der Fondsanalyse für Zentral-, Nord- und Osteuropa. Zuvor war er als Direktor Portfoliomanagement bei der Feri Wealth Management GmbH in Bad Homburg als Portfoliomanager für vermögende Privatkunden tätig. Seine Karriere begann Glow neun Jahre zuvor bei der Tecis Holding AG in Hamburg, wo er zuletzt als Leiter der Fondsanalyse sowohl für das quantitative als auch das qualitative Fondsresearch der tecis Asset Management AG verantwortlich war.

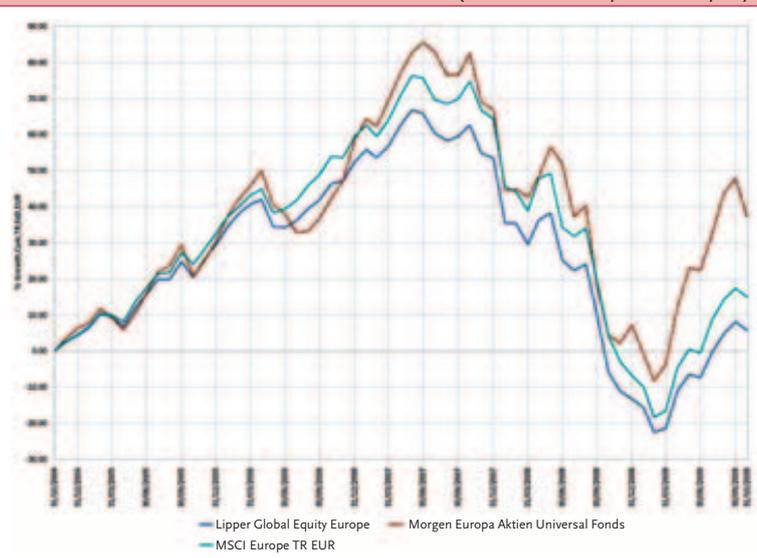


sen zum Tragen kommen, zeigen sich die Stärken dieser Vorgehensweise besonders bei lang anhaltenden Trends und in einem positiven Marktumfeld. Aufgrund dieser Wertentwicklung wird der Morgen Europa Aktien Universal Fonds im Vergleich zu den anderen Fonds der Vergleichsgruppe Aktien Europa von Lipper sowohl für den Gesamtertrag wie auch für den konsistenten Ertrag mit der Bestnote Lipper Leader (5) ausgezeichnet. Wie bei einem Fonds mit regionalem Anlageschwerpunkt zu erwarten, liegt der Morgen Europa Aktien Universal Fonds in Bezug auf seine Eigenschaften, das Kapital zu erhalten, im Vergleich zu allen anderen Aktienfonds im Mittelfeld und wurde per Ende Oktober 2009 von Lipper entsprechend mit drei von fünf Leadern bewertet. Mit einer Verwaltungsgebühr von insgesamt 1,78% und einer Gesamtkostenbelastung von 2,13% gehört der Morgen Europa Aktien Universal Fonds zu den überdurchschnittlich teuren Produkten in der Vergleichsgruppe und wird von Lipper entsprechend mit zwei von fünf möglichen Leadern bewertet.

Gute Beimischung

Aufgrund seiner Ausrichtung und der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse erscheint der Morgen Europa Aktien Universal Fonds als Portfoliobeimischung für langfristige Anleger geeignet. Investoren sollten aber berücksichtigen, dass sich der Fonds mit der oben beschriebenen Management-Philosophie dem allgemeinen Marktumfeld nicht entziehen kann und somit auch längerfristige Verlustperioden möglich sind. Aus diesem Grund sollte der Anlagehorizont für diesen Fonds nicht unter fünf Jahren liegen, besser noch einen kompletten Wirtschaftszyklus (7–10 Jahre) umfassen, damit die Investoren voll von den Stärken dieses Managementansatzes profitieren können.

MORGEN EUROPE AKTIEN UNIVERSAL FONDS (ROTE LINIE; 10/04 BIS 10/09)



Nachhaltigkeit: Der Megatrend der Zukunft

Investments mit gutem Gewissen

Gastbeitrag von Joachim Tack, FAIRWAY Asset Management

Drängende Umweltproblematik

Von 20 Städten mit der weltweit schlimmsten Luftverschmutzung liegen 16 in China. Auch ist dort die Wasserversorgung ungleich verteilt, Wasseraufbereitung und Wasserinfrastruktur insgesamt hinken dem rasanten Wachstum hinterher. Dazu wächst der Energiebedarf immer weiter. Ferner werden 90% des Abfalls in Asien unregelmäßig oder auf Deponien entsorgt, gleich danach folgen die USA als größter Abfallproduzent. Eine ökologische Infrastruktur, in der sich eine Verantwortung für die Generationen von morgen ausdrückt, existiert allenfalls in Anfängen. Allerdings gibt es Bestrebungen, etwa in China schärfere Umweltschutzaufgaben zu etablieren, manifestiert durch die Aufwertung einer Umweltbehörde zum Umweltministerium vor geraumer Zeit. Die Lösung der Umweltprobleme im asiatisch-pazifischen Raum bietet dem Anleger aber auch enorme Chancen. Umwelttechnologie ist noch ein Bereich, der erst bei wenigen Analysten usw. im Fokus steht. Zu klein, zu unbedeutend und wenig bekannt sind viele Aktien aus diesem Subsektor. Dabei darf nicht vergessen werden, dass Umweltschutz und alle damit verbundenen Maßnahmen für jedes Unternehmen auch höhere Kosten bedeuten. Insofern dürfte es noch eine gewisse Zeit dauern, bis Umwelt- und Klimaschutzziele mit ökonomischen Vorgaben in Einklang gebracht werden.

Think green rückt vor

Ein weiterer Megatrend ist der Bereich Infrastruktur, insbesondere in Asien. Dabei handelt es sich nicht nur um Straßen und Flughäfen, sondern insbesondere in den Emerging Markets um eine ökologische Basisstruktur für die Energieversorgung, das Abfallmanagement und die Wasserversorgung. Im Westen, vor allem in den USA, rückte mit der Wahl Obamas zum US-Präsidenten der Ausspruch „Think green“ auf der politischen Agenda noch stärker nach oben. Die Förderung grüner Technologien ist inzwischen Bestandteil von vielen staatlichen Konjunkturprogrammen, entsprechend viel Rückenwind haben diese Branchen derzeit zu verzeichnen. Dass die Perspektive eine globale sein muss, zeigt eine Äußerung von Kofi Anan, dem ehemaligen UN-Generalsekretär: „Das Konzept des nachhaltigen Wachstums wird der wichtigste Investitionstrend des 21. Jahrhunderts sein.“ Ergänzend lässt sich sagen, es dürfte auch der wichtigste Investmenttrend sein. Gerade in den jetzt wirtschaftlich schwierigen Zeiten bieten „grüne“ Anlagen ein großes Wachstumspotenzial, denn 75% aller Projekte werden mit staatlichen Mitteln finanziert und haben damit enormen Rückenwind von Seiten der öffentlichen Hand. Von der Wirtschaftskrise ist der Zweig damit auch weniger betroffen.



Joachim Tack ist geschäftsführender Gesellschafter der FAIRWAY Asset Management GmbH, die unter anderem den Nachhaltigkeitsfonds DELTA Better World betreut. Tack ist seit 1999 Dachfondsmanager, daneben Fachreferent an der IHK Nürnberg sowie Vorstandsmitglied der Top Ten AG.

Klima- und Umweltfonds sind nicht nur was für „Ökos“!

Umwelttechnologie wird daher nicht umsonst von immer mehr Anlegern als ein attraktives Anlagensegment erkannt, da sie sehen/glauben, dass die Lösung von Umweltproblemen eines der wichtigsten Themen in den kommenden Jahren, ja vermutlich Jahrzehnten sein wird. Die fortschreitende Industrialisierung der Schwellenländer treibt die Notwendigkeit und den Bedarf nach Umwelttechnologien beschleunigt an. Aber nicht nur der sorgsame Umgang mit physischen Ressourcen, sondern auch die Berücksichtigung sozialer und menschlicher Aspekte sind mehr und mehr Bestandteil nachhaltiger Firmenpolitik. Nur wer hier konsequent den Weg des 21. Jahrhunderts geht, wird für sein Unternehmen einen Mehrwert erwirtschaften können, der dann auch an der Börse zu einer Höherbewertung führen kann, ja vermutlich führen wird. Unternehmen, die dies beachten, haben dauerhaft einen entscheidenden Vorteil gegenüber der Konkurrenz und somit einen größeren wirtschaftlichen Erfolg. Nachhaltigkeit kann als Teil der Unternehmensphilosophie unter Umständen den Shareholder-Value-Gedanken ablösen.

Fazit

Beim Themenkomplex Nachhaltigkeit geht es um mehr als saubere Umwelt oder effizienten Ressourcenverbrauch. Gute Unternehmens- und Mitarbeiterführung, Gleichberechtigung und Gleichbehandlung sowie Chancengleichheit sind Aspekte, die unternehmerisches Handeln künftig prägen werden. Anleger dürfen diesen Trend nicht „verpennen“. Unzählige Solar-, Wasser- und Mikrofinanzfonds warten auf Anlegergelder, dazu Vehikel für Erneuerbare Energien und die zugehörigen Technologien. Da das Thema Nachhaltigkeit die Wirtschaft verändern wird, kann das für den Anleger nur heißen, seine Engagements aktiv zu steuern und keine reine Buy-and-Hold-Strategie zu verfolgen. Denn Volatilität wird diesen Prozess der Implementierung von Nachhaltigkeit in den Wirtschaftskreislauf begleiten. ■

Vorsicht mit Weitsicht

Starke Themen zeichnen sich ab

Ethna wird jetzt dynamisch

Die Schweizer Fonds-Boutique Ethna Capital Partners, bekannt für ihren Fondsmanager Luca Pesarini und dessen Erfolg mit seinem Ethna Aktiv Fonds (WKN: 764 930), legt mit dem Ethna GLOBAL Dynamisch einen vermögensverwaltenden Fonds auf, der in die drei Anlageklassen Aktien, Anleihen und Geldmarkt investieren kann. Die Aktienquote kann auf bis zu 70% erhöht werden, muss aber stets mindestens 30% betragen. In der Möglichkeit, auf Marktgegebenheiten derart flexibel reagieren zu können, lag in der Vergangenheit stets die Stärke der Ethna-Fonds. Es muss sich zeigen, ob der Mindestbondsatz an Aktien wirklich zur Philosophie des Hauses passt.

Fonds-Musterdepot: Auf Ideensuche

Im Fonds-Musterdepot sind wir weiterhin vorsichtig unterwegs. Der Kauf des ETFs auf den Short-DAX zahlte sich bislang nicht aus, weil der DAX offenbar lieber auf hohem Niveau seitwärts tendiert. Wir bleiben hier vorerst noch investiert, würden aber rasch reagieren, sobald der breite Markt ein Kaufsignal generieren würde. Als Langfrist-Depotideen haben wir natürlich die starken Themen im Hinterkopf, bei denen der Crack-up-Boom am stärksten zuschlagen wird: Emerging Markets, Rohstoffe und Edelmetalle. Im Bereich Emerging Markets haben wir ja bereits mit dem Raiffeisen

Osteuropa gute Erfahrungen gemacht, hier würden wir auch abermals investieren, gäbe es mit Brasilien bzw. Lateinamerika nicht eine Region, die uns makroökonomisch noch besser gefällt. Demographischer Rückenwind, fiskalische Spielräume und investives Momentum hinsichtlich der Großereignisse Fußball-WM 2014 und Olympische Spiele 2016 befeuern dies. Ein Lyxor-ETF auf den brasilianischen Leitindex BOVESPA (LYX 0BE) fiel uns damit ins Auge.

Asien bleibt ein Thema

Auch für China bzw. dessen umliegende Staaten muss man einfach optimistisch sein. Derzeit zeichnet sich ein Paradigmenwechsel ab, nach dem die globale Wachstumsführerschaft dauerhaft in dieser Region verbleiben wird. Da wir mit dem FTSE Xinhua-ETF bereits passiv in China-Standardwerten investiert sind, bietet sich alternativ ein aktives Fondskonzept für asiatische Aktien an. Eine Idee könnte hier der allerdings nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassene HVM Prince Emerging Markets (A0X 8WT) sein. Auch Rohstoffe sind ein starkes Thema, das durch den CuB weiter getrieben werden dürfte. Mit dem BlackRock World Mining und dem DJE Agrar & Ernährung sind wir hier bereits engagiert. Wo wir noch nachfassen möchten, ist im Bereich Edelmetalle. Gold- oder Silber-ETCs sind sicherlich unsere erste Wahl, aktiv gemanagte, „reine“ Goldfonds würde unsere Meinung hier weiter akzentuieren. Als Kaufsignal würden wir es werten, wenn die Märkte ihre Seitwärtsbewegung verließen. Dann würden wir, ggf. über unseren wöchentlichen Newsletter Smart Investor Weekly über etwaige Käufe informieren. Unser komplettes Fonds-Musterdepot finden Sie wieder in Ausgabe 2/2009, dann mit dem großen Rückblick auf 2009. ■

Tobias Karow

RICHTIGSTELLUNG

In der vergangenen Ausgabe des Smart Investor haben wir auf Seite 42 in der Tabelle geschrieben, der Kapitalfonds LK Nebenwerte (WKN: 986 169) würde erst seit dem 20.07.2009 durch GS&P betreut. Dies ist nicht richtig. Der Fonds besteht seit dem 16.9.1996 und wird seitdem auch von GS&P gemanagt. Wir bitten, unseren Fehler zu entschuldigen.



UNABHÄNGIG VERMÖGEN VERWALTEN



IHRE ZIELE – UNSERE MOTIVATION

Die FIVV AG entwickelt als unabhängiger Vermögensverwalter für

- Privatkunden,
- Unternehmerkunden,
- Stiftungen und
- institutionelle Anleger

individuelle Finanzlösungen.

Wir bieten unseren Klienten

- individuelle Betreuung,
- die eigene FIVV-Fondslinie sowie
- Lösungen für Wertpapierclubs.

Außerdem ist die FIVV AG mit einer eigenen Repräsentanz in der chinesischen Hauptstadt Beijing vertreten.

Der „Elite Report 2009“ zählt die FIVV AG zur Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum.

FIVV AG | Herterichstraße 101 | 81477 München
 Telefon +49 (0) 89 | 37 41 00-0
 Telefax +49 (0) 89 | 37 41 00-100
 E-Mail info@fivv.de | Internet www.fivv.de

Zwischen Himmel und Hölle

Unter den Anlegern sind derzeit extreme Meinungen anzutreffen.

Die letzten Wochen brachten für unsere Redaktion neue und hilfreiche Erkenntnisse, waren wir doch auf einigen Messen und Kongressen vertreten und konnten daher viele Meinungen, Stimmungen und Einschätzungen einholen.

Himmel!?

So zeigte sich die Mehrzahl der Teilnehmer des Deutschen Eigenkapitalforums – dem größten Event zum Thema Kapitalmarkt und Eigenkapital hierzulande (Veranstalter: Deutsche Börse; s. hierzu auch S. 73) – von der zuversichtlichen Seite. Nicht dass man die offensichtlichen Probleme verursacht durch die Finanzkrise nicht sehen oder gar verdrängen würde. Aber die knapp 200 Präsentationen von meist deutschen Small und Mid Cap-Unternehmen machten in erster Linie doch Mut. Einerseits berichteten viele Firmen von einer Abschwächung der Abwärtsdynamik und andere gar von einer nie gekannten Belebung des Geschäfts (z.B. die Aixtron AG). Auch bei unseren Musterdepot-Titeln gewinnen wir mehr und mehr den Eindruck, dass sie die Wirtschaftskrise ohne gefährliche Blessuren überstehen könnten.

Die weltweiten volkswirtschaftlichen Indikatoren zeigen ebenfalls vielfach deutliche Verbesserungen an. Man denke hier beispielsweise an das wieder bald zweistellige Wachstum Chinas, welches zukünftig durchaus eine Art Lokomotivfunktion für die Weltwirtschaft übernehmen könnte. Und schließlich sei an dieser Stelle noch die jüngste Entwicklung des Baltic Dry Index (Abb. 1) wiedergegeben, welcher die durchschnittlichen Frachtraten für Container-Schiffe abbildet und damit eine sehr gute Indikation der weltwirtschaftlichen Konjunkturlage wiedergibt. Nach seinem absolut phänomenalen Einbruch um in der Spitze 94% im letzten Jahr hat sich dieser Index seither schon wieder fast versiebenfacht. Natürlich notiert er immer noch deutlich unter seinen Höchstkursen, aber eben auch weit oberhalb seiner Tiefstkurse: zwischen Himmel und Hölle, sozusagen.

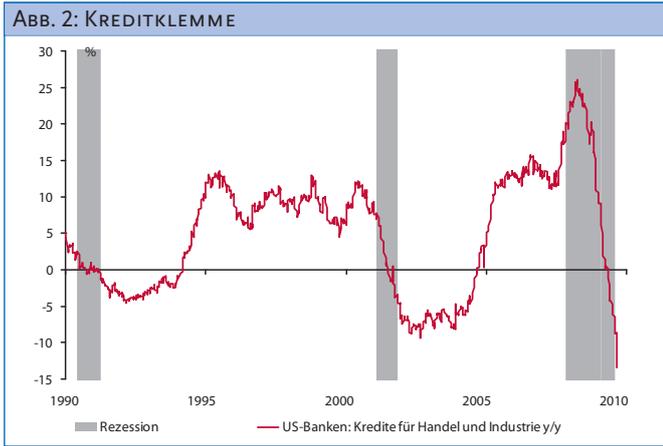
Hölle!?

Ein völlig anderes Bild von der Lage und der Einschätzung durch die Marktteilnehmer zeigte die Edelmetall- & Rohstoffmesse nur



zwei Tage vorher (s. S. 58). Die dortigen Besucher haben sich, so drängte sich der Eindruck auf, doch eher schon auf das Schlimmste eingestellt: Inflation, Währungsverwerfungen und -reform, Staatswirtschaft, Staatsbankrott, Totalitarismus. All diese Themen wurden dort bei Gesprächen in den Fluren und Gängen, aber natürlich auch in den Vorträgen diskutiert. Die Referenten waren dabei fast sämtlich bereits Interviewpartner des Smart Investor. Dies zeigt, dass wir uns mit diesen Gedanken sehr stark beschäftigen, was ja nicht zuletzt dadurch zum Ausdruck kam, dass der Autor dieser Zeilen einen Vortrag mit dem Thema „Crack-up-Boom“ auf der Edelmetallmesse hielt.

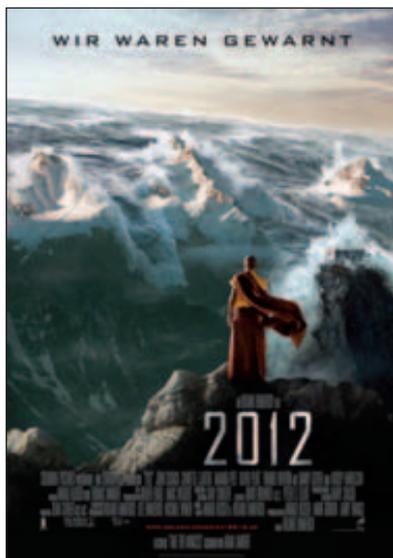
Natürlich bereiten solche Entwicklungen wie z.B. der drastische Rückgang der Kreditvergabe große Sorge (Abb. 2). Man



Quelle: Conquest Investment Advisory AG

muss nicht unbedingt Volkswirtschaft studiert haben, um zu prophezeien, dass ein Anhalten oder gar eine Zuspitzung der Kreditklemme mittelfristig zu dramatischen Kollapsen von Firmen und Staaten führen werden. Dies und viele andere Besorgnis erregende Themen (drohende Arbeitslosigkeit, Schweinegrippe) bewe-

gen immer größere Schichten der Bevölkerung, woraus sich vermutlich auch der herausragende derzeitige Erfolg des Weltuntergangsepos „2012“ erklärt, obwohl es natürlich ganz anders, nämlich mit einer Naturkatastrophe argumentiert. So strömten innerhalb der ersten Spielwoche bereits über eine Million Zuschauer in die Kinos, um dieses cineastische Spektakel zu sehen. Und in der Presse sowie am Tresen wird es diskutiert wie selten ein Kinowerk zuvor.



Weltuntergangsepos „2012“

„Himmel und Hölle“

Wer wie meine Kollegen und ich innerhalb von nur sechs Tagen diese beiden so unterschiedlichen Veranstaltungen Eigenkapitalforum und Edelmetallmesse erlebte, kam sich teilweise wie zwischen zwei absolut unvereinbaren Welten vor, wie zwischen Himmel und Hölle eben. Und wir fragten uns des Öfteren, wie denn solch differierende Sichtweisen zu ein und derselben Zeit möglich sind. Und auch unser Gesprächspartner Friedhelm Busch sieht sich doch bei genauerem Nachfragen irgendwann in der Zwickmühle, den bösen Verlauf des „Spiels“ zwar zu sehen, aber letztendlich doch auf einen irgendwie gearteten erträglichen Ausgang zu hoffen.

Die Synthese

Die Antwort auf die Fragestellung „Himmel oder Hölle?“ liegt ganz einfach in der Perspektive. Oder um es anders auszudrücken: Die Vertreter beider Parteien haben zwar recht, nur

eben zu unterschiedlichen Zeiten bzw. auf unterschiedlichen Ebenen. Das weltweite Finanzsystem ist durch die jahrzehntelangen Verschuldungsexzesse am Rande des Zusammenbruchs angekommen, womit wir den Pessimisten (Bären) vom Prinzip her recht geben wollen, aber: Auch die Optimisten (Bullen) beobachten die derzeitigen Auswirkungen an den Börsen völlig richtig. Nämlich dass sich die Unternehmenslandschaft zumindest in einer Durchschnittsbetrachtung wieder deutlich erholen kann und die Aktien tendenziell eine enorme technische Stärke aufweisen. Unter Timing-Gesichtspunkten würden wir also den Bullen recht geben wollen. Dieser scheinbar unüberwindbare Gegensatz wird unseres Wissens nur durch eine einzige Theorie plausibel dargestellt. Nämlich durch die Sichtweise der Austrians (Österreichische Schule) und hier durch die speziellen Beobachtungen und Ableitungen von Ludwig von Mises, die er aufgrund der Zeit nach dem ersten Weltkrieg in Deutschland machte. Auch damals steuerte das hiesige Finanzsystem auf den Kollaps zu (Hyperinflation 1923; siehe hierzu die Titelgeschichte ab S. 16), der Weg dahin wurde jedoch aufgrund der inflationären Geldentwicklung durch stark steigende und zum Schluss sogar explodierende Preise bei Konsum- und Vermögenswerten begleitet. Letzteres bezeichnete Mises als die Katastrophenhause. Genau diese (englisch: Crack-up-Boom) stellt nach Einschätzung von Smart Investor das sinnvolle Bindeglied zwischen den Vertretern der „Höllens- und Himmelslager“ dar (Bären und Bullen).



Smart Investor 4/2009

Staatseingriffe

Da Smart Investor voll und ganz diese österreichische Sichtweise vertritt, haben wir also auch kein Problem damit, beide Lager in unsere Sicht der Wirtschaft mit einzubeziehen. Der entscheidende Faktor, den sowohl die Bären als auch die Bullen nämlich ausblenden, ist der Staat und seine Fähigkeit, in einem ungedeckten Papiergeld-System nach Belieben einzugreifen und gefallenen Marktteilnehmern (z.B. Banken) wieder auf die Beine zu helfen oder aber die Konjunktur mittels extremer Neuverschuldung anzuschieben. Allerdings hat dies einen Preis, der irgendwann später zu zahlen sein wird: nämlich die Inflation und schließlich den völligen Kollaps des Systems in der Hyperinflation. Ludwig von Mises beschrieb genau dies in einem bekannten Ausspruch:

„Es gibt kein Mittel, einen finalen Kollaps eines Booms zu vermeiden, der durch Kreditexpansion hervorgebracht wurde. Die Alternative besteht nur darin, ob die Krise früher kommt als Resultat eines freiwilligen Verzichts auf weitere Kreditausweitung – oder später als finale und totale Katastrophe des Währungssystems.“



Ludwig von Mises



Staat plant „Wachstumsbeschleunigung“

Treffender und knapper als von Mises kann man es einfach nicht ausdrücken! Wir müssen uns also nur noch darüber Gedanken machen, welche der beiden Alternativen in der jetzigen Situation gewählt wird. Entweder das schmerzhaft Deflationsszenario sofort oder aber der Aufschub der Katastrophe mit der Folge einer Hyperinflation und dem totalen Kollaps später. Die Tatsache, dass das Bullenlager zu Recht einen neuen Boom zu erkennen glaubt, ist unseres Erachtens bereits ein Indiz dafür, dass man sich ganz klar für die zweite Alternative entschieden hat. „Man“, das ist der Staat, namentlich die neue schwarz-gelbe Regierung hierzulande, die aufgrund der Krise ein gigantisches Haushaltsdefizit für 2010 in Kauf nehmen will, um Einnahmeausfälle zu kompensieren, die Ausgaben zu erhöhen und Steuern zu senken. Damit zeigen Westerwelle und Merkel exemplarisch für die gesamte EU (in der schon viel früher

hohe Defizite beschlossen wurden) und natürlich für die USA – aber auch für China mit seinem 500-Mio.-USD-Konjunkturprogramm – wohin die Reise gehen wird: schnurstracks in die Staatswirtschaft, d.h. der Staat wird seinen Anteil an der Wirtschaftsleistung immer weiter ausdehnen. Das derzeit diskutierte „Wachstumsbeschleunigungsgesetz“ (welch unsäglich monströse Wortschöpfung!) besagt genau dieses. Immer größere Haushaltsdefizite und damit Staatsschulden und damit schneller wachsende Geldmengen werden die Folge sein, was schließlich zu Teuerung und am Ende zur Hyperinflation führen wird. Kurz: Crack-up-Boom (CuB; die Einführung aus SI 4/09 finden Sie unter www.smartinvestor.de/cub).

Über Gotteswerker und Teufelskerle

Natürlich sind dabei die Banken die Handlanger der unverantwortlichen Politik. Oder um es mit einem Vergleich unserer Inter-

„Wissen, was man damit lostritt“

Gespräch mit Börsen-TV-Moderator und Buchautor *Friedhelm Busch* über die momentane Situation der Wirtschaft und das Dilemma, in dem die Politik und Notenbank stecken

Smart Investor: Herr Busch, in Ihrem Vortrag von gerade eben* behaupteten Sie, dass die momentane Konjunktursituation besonders prekär sei. Warum?

Busch: Weil die Argumente der Optimisten meiner Ansicht nach zwar nicht falsch, aber zu kurz gedacht sind. Sie verweisen darauf, dass wir die konjunkturelle Talsohle hinter uns gelassen haben. Das ist zwar im Moment richtig, aber man muss sich fragen, wie denn die Situation in einigen Monaten aussehen wird. Und da muss man feststellen, dass der jetzige Anstieg den niedrigen Zinsen und den Konjunkturprogrammen der Regierungen geschuldet ist. Wenn aber all diese Maßnahmen unterbleiben bzw. auslaufen, dann muss die Wirtschaft ihre Gewinne vom Markt herholen, und dann wird sich herausstellen, dass die Gewinne einbrechen werden, weil die Verbraucher überschuldet oder aber aufgrund von z.B. drohender Arbeitslosigkeit verängstigt sind.

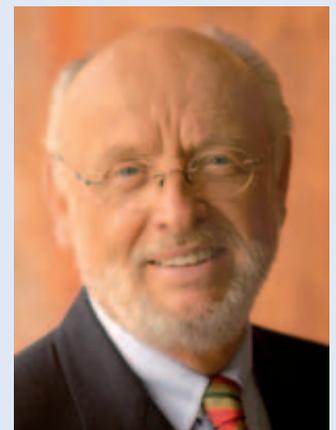
Smart Investor: Wie lange kann das Ganze denn noch gut gehen?

Busch: Vermutlich so lange, wie die Notenbanken bei ihrer jetzigen Geldpolitik bleiben. Sobald sie restriktiver werden, ist Schluss mit lustig. Ich rechne damit, dass dies ab etwa Mitte 2010 der Fall sein wird.

Smart Investor: Die neue Regierung hier in Deutschland hat doch aber gleich zu Anfang klargemacht, dass man den expansiven Weg weitergehen will, also Ausgabenerhöhungen, Steuerenkungen, und das Ganze finanziert durch ein gigantisches Haushaltsdefizit.

Busch: Da haben Sie recht. Ich kann Frau Merkel aber auch irgendwie verstehen, dass sie jetzt richtig aufs Gas treten will. Denn schließlich ist die Konjunktur noch längst nicht über dem Berg, und die Arbeitslosigkeit hierzulande wird 2010 noch richtig dramatisch ansteigen, wenn nämlich die Kurzarbeit demnächst ausläuft. Insofern hat die Frau inhaltlich

Dr. Friedhelm Busch, Jahrgang 1938, ist Wirtschaftsjournalist und Buchautor („Greife nie in ein fallendes Messer“). Er gilt als Börsen-Urgestein und ist langjähriger Moderator und Kommentator für die Telebörse. Er berichtet bei n-tv regelmäßig live von der Börse. Außerdem erscheint zweimal monatlich seine Kolumne „Busch-Trommel“ auf www.teleboerse.de.



recht. Nur, sie muss mir halt dann auch die Frage beantworten: Woher soll das Geld dafür kommen?

Smart Investor: Es bleibt wohl nur die Möglichkeit einer riesigen Neuverschuldung.

Busch: Aber wer soll diese Schulden finanzieren? Vermutlich ja wohl die Notenbank. Aber der EZB ist es gesetzlich untersagt, in unendlichem Maße Staatsanleihen aufzukaufen. Das geht nicht so ohne weiteres.

Smart Investor: Aber wenn's brennt, lassen sich doch alle Regelungen und auch Gesetze ändern, man denke nur an die Maas-tricht-Grenze von 3% für die Neuverschuldung, die in diesem Jahr wohl von den meisten EU-Ländern deutlich überschritten wird.

Busch: Klar, man müsste dann die Verfassung der EZB ändern. Die englische und amerikanische Notenbank haben da viel weniger Probleme: Die kaufen einfach die Staatsanleihen, was das Zeug hält.

Smart Investor: Wird man sich nicht auch in Europa dem Druck der USA und Englands irgendwann beugen müssen, bzw. auch dem Druck von der Straße, wenn z.B. die Pleitefälle und die

viewpartner Roland Leuschel und Claus Vogt im letzten Heft (11/09) zu sagen: Die Notenbank und Politiker haben überall und zu jeder Zeit gratis Alkohol ausgeschenkt, und die Banken haben sich schamlos daran bedient, hatten einen „tollen Rausch“, leiden aber heute unter einem heftigen Kater. Und so gilt es auch, die Entwicklungen im Bankbereich genauestens zu verfolgen. So bezeichnete jüngst Lloyd Blankfein, Chef der weltgrößten Investmentbank Goldman Sachs, seine Tätigkeit



Lloyd Blankfein,
Goldman Sachs

und die seiner Kollegen aus dem Bankgewerbe als „Gottes Werk“. Vor dem Hintergrund des vorher Gesagten muss man dieses Statement auch gar nicht mehr kommentieren. Denn Blankfein selbst machte nur wenige Tage später einen Rückzieher und entschuldigte sich für seine verbale Entgleisung.

Und auch Josef Ackermann, Chef der Deutschen Bank, tat sich unlängst wieder unrühmlich hervor. In einer Rede for- >>



Sitzend: Christian Schneider und Wouter Warmoes, Geschäftsführer von WH selfinvest;
Stehend am Pult: Friedhelm Busch

Arbeitslosenzahlen explodieren? Zu deutsch: bestehende Regelungen ändern?

Busch: Klar, dann muss man aber auch wissen, was man damit losrüttelt.

Smart Investor: Das heißt, die Teuerungsrate könnte die von Ihnen in Ihrem Vortrag angedeuteten 4 bis 6% auch deutlich übersteigen?

Busch: Wenn die Notenbank ihrem gesetzlichen Auftrag der Wahrung der Geldwertstabilität nicht nachkommt, dann wäre das denkbar. Aber damit würde sie sich ad absurdum führen, denn nach ihrem eigenen Selbstverständnis beginnt ab einer Preissteigerungsrate von 2% die Inflationsgefahr.

Smart Investor: Sie sagten doch selbst: Die Arbeitslosenquote wird dramatisch ansteigen. Angenommen, sie explodiert von heute knapp 10% innerhalb kurzer Zeit auf 15 oder gar 20%. Glauben Sie denn nicht auch, dass man dann bereit sein wird, alle möglichen Regelungen zu brechen, um die aller dringendsten Brandherde zu löschen?

Busch: Wie speziell die deutsche Vergangenheit zeigt, ist dieser Fall möglich. Die Folge wäre dann aber eine nicht nur trabende, sondern eine galoppierende Inflation, und am Ende haben wir dann eine Katastrophe, die wir in der deutschen Geschichte schon einmal hatten.

Smart Investor: Sie meinen die Hyperinflation von 1923?

Busch: Genau, und aus dieser damaligen Zeit heraus entstand ja dann auch eine Entwicklung, die für das Land ein riesiges Unheil bedeutete, nämlich das Emporkommen der Nationalsozialisten. Aber das werden wir nicht erleben, da die Notenbank ihre Aufgabe erfüllen muss und wird.

Smart Investor: Ihr Wort in Gottes Ohr und vielen Dank für das Gespräch. ■

Interview: Ralf Flierl

*) Das Gespräch wurde nach einem Vortrag von Friedhelm Busch im Rahmen der Eröffnung der Frankfurter Niederlassung des Brokers WH Selfinvest geführt.

INTEGRATED. ADVANCED. SOLUTIONS.

Als Technologieführer bei voll-automatischen Analysensystemen projektieren, entwickeln und produzieren wir zukunftsweisende Technologien für Blutbanken, klinische Laboratorien 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



Josef Ackermann,
Deutsche Bank

derte er einen hauptsächlich staatsfinanzierten Rettungsfonds für systemrelevante Banken, also z.B. sein eigenes Institut. Wohlgermerkt, das ist der gleiche Ackermann, der seine Mannschaft und den Kapitalmarkt regelmäßig auf eine Eigenkapitalrendite von 25% einpeitscht. Ein Ziel, welches nur unter Inkaufnahme hoher Risiken (Eigenkapitalhebel der Deutschen Bank liegt bei über 50!) zu erzielen ist. Ob ein solches Verhalten im Sinne von Gott sein kann oder nicht viel eher als Teufelswerk bezeichnet werden muss, mag mal dahingestellt bleiben. Fakt ist: Der Unmut gegenüber den Banken und ihren Vertretern wächst ständig („Banker-Bashing“) und dürfte unserer Ansicht nach auf absehbare Zeit auch reale Konsequenzen haben. Sei es, dass es zu Zerschlagungen von Riesenbanken kommt, um volkswirtschaftliche Klumpenrisiken zu vermeiden, wie derzeit immer häufiger von Politikerseite in angelsächsischen Ländern gefordert wird. Oder aber es wird zu Eingriffen in das Kreditgeschäft durch den Staat oder Notenbank kommen, um die aktuelle Kreditklemme zu bekämpfen. In diesem Zusammenhang werden hierzulande bereits zweckgebundene Kreditprogramme der KfW diskutiert, wobei die Privatbanken fast nur noch „Durchleitungsfunktion“ hätten. Aber auch direkte Anweisungen der öffentlichen Hand an (teil)verstaatlichte Banken zur vermehrten Kreditvergabe, wie dies in Großbritannien (dort stehen schon 43% der Banken unter staatlichem Einfluss) derzeit schon praktiziert wird, sind zukünftig vermehrt denkbar. Als letztes Mittel schließlich könnte es zu noch mehr (Teil)Verstaatlichungen von Banken kommen, womit die Kreditvergabe vollkommen dem privatwirtschaftlichen Kalkül entzogen werden würde. Was auch immer geschehen wird: Der Einfluss des Staates im Bankensektor wird zunehmen, denn anders ist der Kreditklemme nicht mehr beizukommen.

Hyperinflation

Selbstverständlich wird der Weg in die Staatswirtschaft – wie von Mises prophezeit (siehe obiges Zitat) – zwangsläufig in die Inflation und schließlich zur Hyperinflation führen. Aus diesem Grunde beschäftigt sich die Titelgeschichte dieser Ausgabe

auch mit der Zeit nach dem ersten Weltkrieg bis zum Jahre 1923 in Deutschland. Unserer Ansicht nach ist jene Krise diejenige während der letzten 100 Jahre, welche am ehesten vergleichbar sein dürfte mit dem, was uns in den kommenden Jahren bevorstehen könnte. Unser Gastautor Andreas Otto, Herausgeber des sehr lesenswerten „Noah Briefs“, hat diese Zeit recht anschaulich hinsichtlich der damaligen wirtschaftlichen Entwicklungen untersucht. Dabei muss explizit gesagt werden, dass ein Vergleich 1 zu 1 keinen Sinn ergibt. Zu unterschiedlich sind die Ausgangspositionen von damals und heute. Dennoch bleibt festzuhalten: Was uns bevorsteht, dürfte unserer Ansicht nach keine deflationäre Krise wie in der Großen Depression (1929 bis 1932 in USA) oder im Japan der 1990er Jahre werden. Und auch ein Vergleich mit der inflationären Zeit der 70er Jahre (Ölpreisschock) ist unserer Ansicht nach nicht passend. Denn damals wurde die hohe Inflation noch mit einer restriktiven Zinspolitik bekämpft – und dies ist unserer Einschätzung nach heute nicht mehr möglich (siehe hierzu auch die Diskussion mit Friedhelm Busch im Interview). Die einzige Phase eines hoch entwickelten Landes mit einer ungezügelter Inflation, die nicht mehr bekämpft werden konnte, während der letzten 100 Jahre ist demnach die deutsche Hyperinflation bis zum Jahre 1923.

Gold & Dollar

Vor dem Hintergrund einer hohen Teuerung in den kommenden Jahren ist Smart Investor schon seit jeher sehr positiv für Rohstoffe und insbesondere Edelmetalle eingestellt. Unsere Titelgeschichte im Oktober belegt dies sehr eindrucksvoll. Tatsächlich gehen wir davon aus, dass Gold und Silber als Reaktion auf die anstehende Inflation deutlich im Kurs zulegen und schließlich sogar eine neuerliche Blase ausbilden werden. Um eine Vorstellung davon zu bekommen, wo der Goldpreis am Ende einer solchen Edelmetallblase stehen könnte, sehen wir uns Abb. 3 an. Die orange untere Kurve zeigt die Goldpreisentwicklung der letzten vier Jahrzehnte, wenn man sie rückwärtig mit der jeweiligen Konsumentenpreis-Inflation (CPI) abdiskontiert. Dementsprechend müsste Gold bis auf 1.807 USD je Unze ansteigen, um inflationsbereinigt wieder das Hoch des Jahres 1980 zu erreichen. Würde man den „ungeschönten“* CPI zum Abdiskontieren verwenden (dunkelrote Linie), so würde sich gar ein Kursziel von 5.513 USD ergeben. Diese Kursangaben sollen hier nicht als Smart-Investor-Prognosen verstanden werden. Allerdings zeigt sich daran doch, wie niedrig der derzeitige Goldpreis trotz derzeit laufend ausgebildeten Allzeithochs immer noch ist.



Smart Investor 10/2009

ABB. 3: POTENZIAL FÜR GOLD FÜR DAS NÄCHSTE BLASEN-HOCH



Quelle: PFS Group 2009

*) Das private Institut Shadow Government Statistics (www.shadowstats.com) berechnet regelmäßig Daten wie z.B. die US-Teuerungsrate CPI, indem Änderungen in der Kalkulationsmethodik seitens der statistischen Ämter oder der Notenbanken wieder herausgerechnet werden. Es handelt sich dabei also um unmanipulierte Datensätze.



Smart Investor 2/2009

Allerdings halten wir auch eine mittelfristige Wende beim Euro/Dollar-Wechselkurs für möglich bzw. sogar für wahrscheinlich. Damit wollen wir ausdrücklich keine nachhaltige Stärke des Dollars prognostizieren, wohl aber eine zukünftige Schwäche des Euros. Die Gründe hierfür wurden einerseits in unserer Ausgabe 2/09 herausgearbeitet (trotz der inzwischen vergangenen zehn Monate gelten sie nach wie vor). Eine neue Betrachtung durch unseren Gastautor Volker Schindel finden

Sie aber auch in dieser Ausgabe (S. 12). Und auch mit dieser gehen wir weitgehend konform. D.h., sollte Volker Schindel mit seiner Skepsis bezüglich der künftigen Euro-Kursentwicklung recht behalten, so würde sich daraus eventuell ein Belastungsfaktor für den Goldpreis ergeben. Langfristig jedoch überwiegen ganz klar die Auftriebskräfte wegen anziehender Inflation bzw. sich verschärfender Finanzkrise.

Fazit

Der Investor sieht sich derzeit mit äußerst extremen Meinungen bezüglich der Zukunft konfrontiert. Von „Weltuntergangsstimmung“ bis „verhaltenem Optimismus“ ist heute alles zu beobachten. Unser seit vielen Monaten beschriebenes Crack-up-Boom-Szenario bietet uns dabei die Möglichkeit bei all der Stimmenvielfalt weiter den Kurs zu halten. Und der lautet: Auf Sicht der kommenden zwei Jahre halten wir einen Bullenmarkt bei den Aktien für hochwahrscheinlich, welcher jedoch vor dem Hintergrund unseres extremen Inflationsszenarios gesehen werden muss. Auf Sicht der kommenden Wochen ist jedoch zumindest eine Seitwärtskorrektur aus unserer Sicht die wahrscheinlichere Entwicklung. Rohstoffe und insbesondere Edelmetalle dürften, wie die Titelgeschichte auch zeigt, langfristig zu den besten Wertaufbewahrungsmitteln überhaupt gehören.

Ralf Flierl

Volontär(in) gesucht
 Die Smart Investor-Redaktion bietet eine Volontariatsstelle an; mehr dazu in der Stellenausschreibung auf S. 75.

SENTIMENTTECHNIK

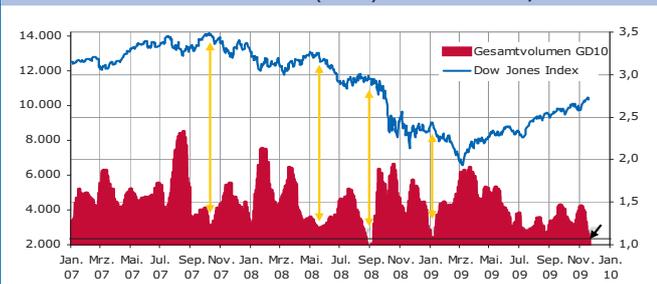
Börsenumsätze und Jahresendrally

Bullenpower lässt nach

Die Betrachtung von Umsatzentwicklungen zählt normalerweise nicht zur Sentimentanalyse, dennoch lassen sich daraus Stimmungen ablesen, weshalb wir sie in dieser Rubrik beleuchten wollen.

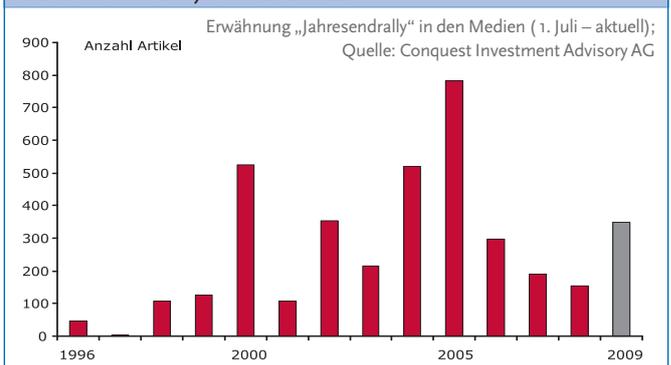
Die Umsätze an der NYSE (New York Stock Exchange) fielen zuletzt in Regionen (Abb. 1), welche tendenziell eher an Markthochpunkten auftreten. Das Zusammentreffen beider Phänomene (Hochkurse und Niedrigstumsätze) könnte man dadurch erklären, dass sich nach einem längeren Anstieg irgendwann die Kaufkraft der Bullen erschöpft. Folglich lässt die Umsatztätigkeit bei gleichzeitig noch leicht steigenden Kursen nach. Eine solche Divergenz deutet dann nicht selten eine anstehende Marktschwäche an.

ABB. 1: NYSE-GESAMTVOLUMEN (MRD.) GD10 vs. DOW JONES INDEX



Quelle: Wellenreiter

ABB. 2: KOMMT DIE JAHRESENDRALLY?



Auffälligerweise wird in den Medien in den letzten Monaten vergleichsweise häufig der Begriff „Jahresendrally“ erwähnt (Abb. 2). Daraus lässt sich nach Kursanstiegen von etwa 50% seit dem diesjährigen Tief eine „Hoffnung auf Mehr“ ableiten. In Verbindung mit der schwachen oben beschriebenen Umsatzentwicklung (in Europa ähnlich wie in den USA) gibt die Sentimentanalyse hier also eher Warnsignale. Die derzeitige kurzfristige Zuversicht scheint auf ziemlich wackeligen Beinen zu stehen. Und demnach sollten sich Investoren nicht wundern, wenn der Rest dieses Jahres nicht ganz so gut wie die letzten acht Monate verlaufen wird.

Ralf Flierl

Das CuB-Szenario steht weiterhin

DAX in mittel- und langfristiger Sichtweise

Die mittelfristige Sicht

Abb. 1 zeigt den Kursverlauf des DAX seit dem Tiefpunkt im März 2009. Dabei zeigt sich, dass er sich bis etwa Mitte Oktober mit einer keilartigen Formation nach oben gearbeitet hatte. Der Ausbruch daraus nach unten erfolgte in der zweiten Oktoberhälfte – allerdings viel schwächer, als man aufgrund der Keilformation hätte vermuten können. Und auch die Tatsache, dass sich der Kurs wieder schnell an die aufwärts gerichtete Trendlinie heranrobbte, spricht doch eher weniger für eine typische Keilformation.

Wir gehen daher davon aus, dass die Korrektur, in welcher sich das Deutsche Aktienbarometer derzeit befindet, vermutlich in einer seitwärts gerichteten Formation abspielen wird, womöglich sogar in einer Art „Flagge“, wie in Abb. 1 durch den grünen Prognosepfeil angedeutet.



Die langfristige Sicht

Für eine längerfristige Betrachtung gehen wir in Abb. 2. Dort ist der DAX als Monatschart während der letzten 25 Jahre abgetragen. Der unten abgetragene MACD-Indikator gibt die großen Trendphasen recht zuversichtlich wieder. Die Signale ergeben sich dabei durch die Schnittpunkte der roten mit der hellblauen Linie. Zwar kommen die Schnittpunkte immer deutlich zu spät, dafür aber entwickelt der MACD in dieser Monateinstellung nur relativ wenige Signale, womit er als einigermaßen zuverlässig eingestuft werden kann. Wie am rechten Bildrand zu sehen ist, kam gerade eben erst ein neues Kaufsignal zustande. Nach 50% DAX-Anstieg seit dem Tief erscheint dies – wie gesagt – reichlich spät. Andererseits legt die Erfahrung mit diesem Indikator nahe, dass dieses Kaufsignal von längerfristiger Wirkung sein dürfte. Die grüne Prognoselinie zeigt an, wie wir die Aussage des MACDs deuten würden. Ganz im Sinne des Crack-up-Booms eben. Unsere ausführliche Ausführung für 2010 finden Sie im nächsten Heft.

Ralf Flierl



Anzeige

**Limelight verschafft Ihnen
Gehör. Bei Konferenz, Meeting
und Corporate Event.**



**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

Erdölpreis: Spekulative Schlagseite in saisonal schwächster Phase

Gastbeitrag von Alexander Hirsekorn (www.wellenreiter-invest.de)

Foto: Deutsche BP

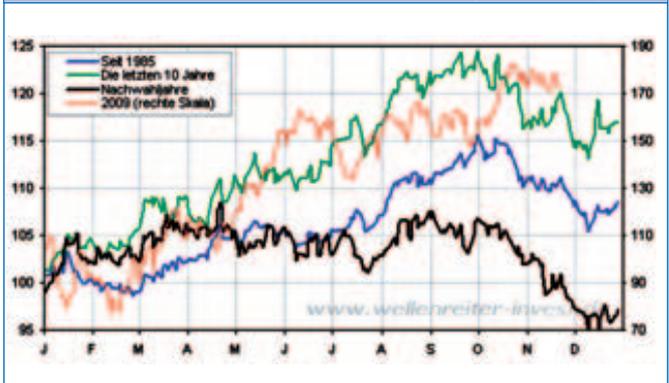
Am 16.11. hielt Ben Bernanke eine bemerkenswerte Rede. Zunächst stellte er fest, dass die Bildung von Preisblasen außerordentlich schwer festzustellen und derzeit keine Vermögenspreisblase in den USA auszumachen sei. Dies wäre alles nicht erwähnenswert, wenn sich Bernanke danach nicht explizit zur Entwicklung des US-Dollars (die FED sei „wachsam“ bei der Veränderung des Wertes des US-Dollar-Kurses) geäußert hätte. Dies ist ein No-Go für einen Notenbankpräsidenten, da die Währungspolitik die Aufgabe des Finanzministeriums ist. Insofern zeigt diese verbale Intervention an, dass Bernanke keine weitere substantielle Abwertung des US-Dollars wünscht, denn bei einem Blick auf die Intermarket-Korrelationen in diesem Jahr nimmt der US-Dollar einen prominenten Platz ein.

US-Dollar ist „Carry Trade“ des Jahres 2009 – Short US-Dollar, Long Aktien + Rohstoffe

Der US-Dollar fungiert als „Carry Trade“, d.h. Investoren/Spekulanten verschulden sich im US-Dollar (Short US-Dollar) und legen das Geld in höherverzinsliche Rohstoffwährungen, aber auch in Aktien und Rohstoffe (Long S&P 500, Erdöl etc.) an. Ein zu starker Verfall des US-Dollars könnte somit ein „Zuviel“ an spekulativem Kapital bedeuten, so dass sich zumindest Vermögenspreisbläschen („Echoblase“) bilden. Damit würde der Druck auf die FED zu stärkeren Leitzinssatzerhöhungen zunehmen, da der Inflationsanstieg stärker als von den meisten Analysten ausfallen würde. Als einer der wichtigsten Inflationsindikatoren ist die Entwicklung des Erdölpreises anzusehen.

Mit Blick auf den CoT-Report vom 17.11.2009 ist bei Erdöl (Crude Oil) mittlerweile eine deutliche spekulative Positionierung am

ABB. 2: SAISONALER VERLAUF ERDÖL SEIT 1985 (IN PROZENT)



Terminmarkt erkennbar. Die Commercials besitzen bei einem Preis von 80 USD mit 112.612 Kontrakten eine historisch betrachtet sehr hohe Netto-Short-Positionierung, die Käufer der Aufwärtsbewegung seit Anfang Oktober waren vor allem die Großspekulanten und damit die Trendfolger. Seit Ende Oktober kauften zuletzt auch noch die Kleinspekulanten, die damit deutlich stärker long positioniert sind als am Zwischenhoch im Juni 2009.

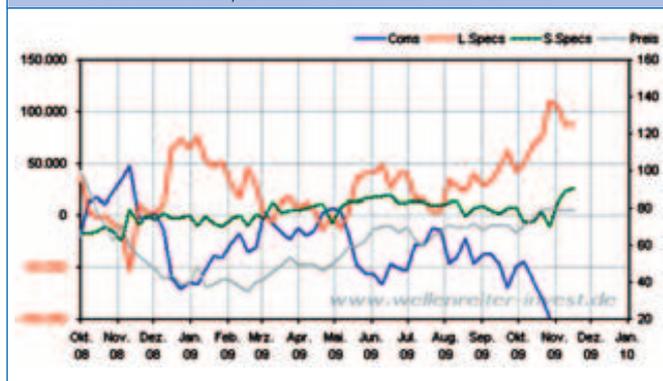
Diese spekulative Positionierung mit den Käufen der Kleinspekulanten erfolgt in der saisonal ungünstigen Phase, der Erdölpreis neigt durchschnittlich bis in den Februar zur Schwäche. Da dieser saisonale Zyklus sehr stabil über die letzten zehn Jahre verlief, ist in den kommenden Wochen mit Preisschwäche zu rechnen.

Fazit

Ben Bernanke hat erkennen lassen, dass eine gewisse Schmerzgrenze bei der FED bereits erreicht und dass zumindest etwas „Luftablassen“ politisch gewünscht ist. Aufgrund der Tatsache, dass im Erdölpreis bei 80 USD bereits sehr viel Spekulation erkennbar ist und die saisonal schwache Phase bis in den Februar anhält, stößt die Preiserholung in diesem Jahr an ihre Grenzen, und fallende Preise sind zu erwarten.

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: ERDÖL (CRUDE) UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE UND SMALL SPECULATORS



Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag Mittag kostenlos auf 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 (Rubrik „Hintergrund“: Beitrag „Den Insidern über die Schulter geschaut“ vom 28.12.2004)

Spielverderber Gold

Auch „wohlmeinende“ Warnungen konnten den Höhenflug des Goldes nicht bremsen.

Paukenschlag beim Gold

Während wir allenthalben lesen, dass das Schlimmste nunmehr überstanden sei, ist es einmal mehr Gold, das den Spielverderber in der „heilen Welt“ des Konjunktur- und Wirtschaftsoptimisten gibt. Mit einem Plus von ganzen 16 Rängen konnte das viel gescholtene „barbarische Relikt“ im Monatsvergleich den größten Zuwachs erzielen und liegt damit merkwürdig quer zu den offiziellen „Alles im Griff“-Verlautbarungen. Es war wieder einmal die Mainstream-Presse, die potenzielle Anleger rechtzeitig vor dem eigentlichen Schub nach oben vor Gold warnte – primär also vor Kursgewinnen. Aktuell ist Gold jedoch tatsächlich leicht übergekauft. Dennoch, auf zwei Dinge konnte man sich beim Gold während des ganzen Weges von 252 USD auf über 1.100 USD stets verlassen: Negative Presse und heftige, orchestrierte(?) Abverkäufe. Letztere waren es, die die eigentlichen Kaufgelegenheiten in diesem Mega-Trend schufen.

„Heile Welt“?

Auch das restliche Universum hält sich wacker. Alle enthaltenen Indizes weisen auf Halbjahresbasis einen steigenden Trend gegen Euro auf (Spalte „GD Halbjahr Steig.%“). Die übergekauften Zustände der Vormonate konnten sich – abgesehen von den Spitzenreitern – weiter abbauen, so dass die positive technische Konstellation grundsätzlich erhalten bleibt. Vorherrschende Themen und damit auf den vorderen Rängen: Schwellenländer, China und Rohstoffe. Also doch „heile Welt“?! Wenn wir nur für einen Moment die Perspektive ändern,

dann könnte man alternativ formulieren, dass sich der Euro gegenüber jedem einzelnen Index unseres Universums während des letzten halben Jahres abgewertet hat. Die Stärke des Euro gegenüber dem US-Dollar (starkes Papier gemessen in schwachem Papier) ist vor dem Hintergrund realer Werte und insbesondere des Goldes (s.o.) nur eine Nebelkerze. Tatsächlich weisen alle(!) Papierwährungen seit Jahren einen massiven Abwärtstrend gegen Gold auf. Nicht nur die Angst vor einer Überforderung der Staatshaushalte, sondern schlicht Angebot und Nachfrage wirken hier: Schließlich vermehrte sich in den letzten Jahren kaum etwas so vehement wie Papiergeld, von Kaninchen einmal abgesehen. ■

Ralph Malisch

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.
		20.11.	23.10.	18.9.	21.8.	17.7.	19.6.	4 Wo	6 Mo	3 JHR	STEIG.%	ABST.%	
MERVAL	ARG	1	1	1	1	1	1	48	86	91	+0,29	+20,3	0,9
PTX	POLEN	2	3	7	2	10	12	63	83	39	+0,25	+18,7	0,8
RTX	RUS	3	2	8	16	17	4	60	84	45	+0,21	+22,4	0,7
HUI *	USA	4	16	12	23	22	22	80	86	87	+0,24	+22,0	0,8
SHENZHEN A	CHINA	5	21	24	22	2	7	87	91	67	+0,25	+18,9	0,6
ALL ORD.	AUS	6	4	4	6	8	6	64	85	43	+0,17	+9,0	0,9
SILBER		7	8	14	25	26	20	77	91	77	+0,19	+17,7	1,0
GOLD		8	24	25	26	25	26	92	96	98	+0,16	+15,3	0,8
H SHARES	CHINA	9	9	18	18	4	8	65	89	54	+0,22	+14,2	0,6
TECDAX	D	10	6	3	5	5	9	54	80	54	+0,15	+9,5	0,8
MDAX	D	11	5	2	3	12	16	53	75	40	+0,16	+9,0	1,0
SENSEX	INDIEN	12	11	9	10	3	3	91	89	66	+0,25	+9,9	0,6
IBEX 35	E	13	7	6	4	9	14	52	83	52	+0,17	+8,3	0,7
HANG SENG	HK	14	12	16	15	7	10	68	88	54	+0,19	+12,0	0,6
KOSPI	KOREA	15	19	10	9	11	11	59	64	57	+0,10	+5,2	0,6
DJIA 30	USA	16	23	22	21	23	24	80	92	49	+0,15	+11,1	0,6
FTSE 100	GB	17	18	17	13	16	13	52	86	53	+0,13	+10,0	0,7
ROHÖL		18	10	21	7	13	2	31	79	39	+0,19	+10,5	0,6
DAX	D	19	15	13	12	15	18	58	80	44	+0,11	+6,3	0,7
SMI	CH	20	14	15	11	18	19	20	82	43	+0,10	+5,8	0,6
CAC 40	F	21	13	11	14	19	21	44	78	33	+0,11	+6,0	0,7
NASDAQ 100	USA	22	20	19	17	14	15	60	87	60	+0,18	+9,7	0,7
S&P 500	USA	23	22	20	19	20	23	65	87	46	+0,14	+9,0	0,6
S.E.T.	THAI	24	17	5	8	6	5	52	71	57	+0,16	+6,7	0,8
REXP 10 *	D	25	25	26	24	24	25	100	100	100	+0,03	+3,0	0,7
NIKKEI 225	J	26	26	23	20	21	17	0	26	22	+0,03	-4,6	0,4

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 WWW.SMARTINVESTOR.DE/NEWS/HINTERGRUND/ NACHGELESEN WERDEN (4.6.03).			ABST. %: AKT. ABSTAND ZWISCHEN KURS UND GD130		
			VOLA RELATIV: VOLATILITÄT BERICHTSPERIODE ZUM VJ		

Intakte Hausse

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale, www.boersensignale.de

Die Rezession ist vorbei; die Anleger honorieren das mit steigenden Kursen. Amüsant finde ich die Behauptung vieler Analysten, die Aktienmärkte befänden sich „immer noch in einem Bärenmarkt“, vor Kurzem wieder geäußert von Stephen T. McClellan im Aktionär, also einer Zeitschrift, die eigentlich sonst immer vor Optimismus geradezu sprüht. Es drohe ja „immer noch ein wirtschaftliches Immobiliendebakel“, meint er. Ich möchte gern mal wissen, wie lang und wie kräftig eine Hausse denn sein muss, damit das Gerede von dem Bärenmarkt endlich verstummt. Offenbar reichen acht Monate mit 50% Kursgewinn immer noch nicht.

Ernster zu nehmen sind die Befürchtungen, dass steigende Aktienkurse mit einer inflationären Entwicklung einhergehen. Nicht nur der Goldpreis ist im Aufwind, sondern auch der Ölpreis und die Rohstoffpreise insgesamt. Ob dieser Trend gestoppt wird, hängt mit der künftigen Bereitschaft von Politikern und Zentralbanken ab, einer Ausuferung der Geldmenge entgegenzutreten. Dennoch halte ich weiterhin Befürchtungen über einen Zusammenbruch unseres Finanzsystems und eine Währungsreform, wie sie vom Smart Investor vertreten werden, für übertrieben. Hier unsere Indikatoren im Einzelnen:

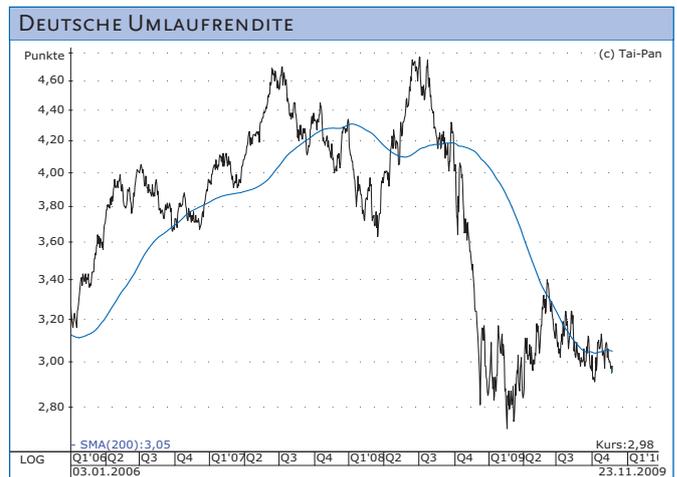


Für Uwe Lang steht die Börsenampel weiterhin auf "Grün".

Zinsstruktur: Positiv! Die Anleihezinsen liegen im gleitenden Durchschnitt klar über den Geldmarktzinsen, mit weiterhin steigender Tendenz (+1,94%).

Index-Trend-Methode (Nasdaq-DowUtility-DAX): Positiv! Es bleibt dabei, dass für ein Verkaufssignal nach dieser Methode ein 26-Wochen-Tief des Nasdaq Composite Index nötig wäre. Dazu müsste dieser Index aber momentan unter 1.680 Punkte fallen.

Anleihezinsen: Positiv! Dieser Indikator dreht 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.



Erst oberhalb von 3,35% gibt die Umlaufrendite in Uwe Langs Intermarket-Betrachtungen ein negatives Börsensignal.

Ölpreis: Negativ! Der Ölpreis (bei Red.Schluss knapp unter 80 USD) ist weiterhin im Aufwärtstrend und gibt damit ein Warnsignal. Bei 75 USD würde dieser Indikator wieder drehen.

CRB-Index: Negativ! Aufgrund eines Basiseffekts (kräftiges Absinken der Rohstoffpreise vor 12 Monaten) liegt der aktuelle CRB-Index jetzt im Vorjahresvergleich höher.

US-Dollar/Euro: Negativ! Für ein positives Signal müsste der Euro ein 15-Wochen-Tief melden, was erst bei Euro-Kursen unter 1,42 USD der Fall wäre.

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. Das genügt für eine Fortsetzung der Hausse, auch wenn die restlichen fünf Indikatoren mit 2:3 jetzt knapp negativ sind. Ich empfehle, in Aktien voll investiert zu bleiben. ■

Anzeige

ARGENTUMINVEST
GMBH

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

Edelmetallhandel

Angebot Monat Dezember:

- 20 Franken Vreneli: 158,00 Euro
- 1 oz Britannia Silber: 16,50 Euro
- 1 oz Lunar Tiger Silber 2010: 16,00 Euro
- 1 oz Wiener Philharmoniker Silber: 14,90 EUR

(nur solange der Vorrat reicht)

Ihre Spezialisten für Anlagen in Edelmetalle und Rohstoffe.

Nicht alles Gold, was glänzt!

Über Vor- und Nachteile von Papiergold

Wie so oft im Leben hat man auch bei Goldinvestments die Qual der Wahl. Neben der physischen Form hat sich mittlerweile eine breite Palette an Papiergold etabliert. Unterschiedliche rechtliche Ausgestaltungen erzeugen dabei verschiedene Produkte. Anleger sollten sich dabei der wichtigsten Kriterien stets bewusst sein. An erster Stelle steht die Rechtsposition des Investors. Der Anleger ist entweder Miteigentümer eines Goldsondervermögens (z.B. ETF) oder ein Gläubiger (z.B. ETC, Zertifikat). Weiter ist wichtig, ob und wie der Emittent das Anlegergeld in Gold investiert. Hier ist alles möglich: Von „gar kein Gold“ (Zertifikate), „physische Golddeckung“ (ETC, ETF) über „derivative Golddeckung“, d.h. mittels Swaps oder Goldforderungen, bis hin zu Mischformen. Manche der mit physischem Gold gedeckten Papiere räumen zudem einen – mit zusätzlichen Kosten verbundenen und speziell geregelten – Auslieferungsanspruch ein. Daran knüpft dann auch die Art der steuerlichen Behandlung von Kursgewinnen an.

Keine Rose ohne Dornen

Sonderformen der Goldzertifikate sind Hebelprodukte, wie Optionscheine, Knock-out-Zertifikate oder Mini-Future. Anleger können mit einem Hebel sowohl nach oben als auch nach unten überproportional an Goldpreisänderungen partizipieren. Je höher der Hebel, umso höher ist natürlich das Risiko, seinen Einsatz zu verlieren. Ein großer Vorteil fast aller Papiere liegt in der Kostenstruktur. Während bei physischem Edelmetall z.T. hohe zusätzliche Kosten für Aufpreis, Guss, Prägung, Lieferung, Versicherung und Lagerung anfallen, kann Papiergold je nach Ausgestaltung sehr günstig an die Preisentwicklung gekoppelt sein. Emittenten von physisch gedeckten Papieren erwerben Gold in großen und damit in billigen Barren-Stückelungen (s. Abb. oben). Nicht gedeckten Papieren liegen vollständig oder teilweise kostengünstige Swaps oder Versprechen zugrunde, dem Anbieter die Goldperformance „zu liefern“. Dem Kostenvorteil stehen aber auch einige Nebenwirkungen gegenüber. Grundsätzlich sind folgende, zusätzliche Risiken bei Papiergold denkbar:

- Bonitätsrisiko des Emittenten (z.B. ETC, Zertifikate, nicht ETF)
- Kontrahentenrisiko, wenn Emittent nicht in physisches Gold investiert, sondern in Derivate oder Versprechen Dritter

GOLDPREIS PRO GRAMM BEI UNTERSCHIEDLICHEN GOLDINVESTMENTS					
GOLDTYP	STRUKTUR	GEWICHT*	PREIS IN EUR	EUR PRO GRAMM	AUF- PREIS **
OFFIZIELLER GOLDPREIS	BASIS	31,1	767,16	24,67	0,00%
XETRA-GOLD	ETC	1,0	24,73	24,73	0,25%
ZKB GOLD ETF	ETF	31,1	770,00	24,76	0,37%
RBS GOLD-ZERTIFIKAT	ZERTIFIKAT	3,1	77,48	24,91	1,00%
BARREN	PHYSISCH	1.000,0	25.115,00	25,12	1,81%
BARREN	PHYSISCH	31,1	814,00	26,17	6,11%
KRÜGERRAND	PHYSISCH	31,1	821,50	26,41	7,08%
BARREN	PHYSISCH	10,0	272,00	27,20	10,27%

Stand: 20.11.2009; Quelle: pro aurum, ZKB, RBS, Onvista, eigene Darstellung; Ausführungskosten sind nicht berücksichtigt. *) dem Produkt zugrunde liegendes Feingewicht in Gramm; **) gegenüber offiziellem Goldpreis

- leichter Zugriff des Staates im Falle eines Goldbesitzverbotes, weil Gold zentral und an einem relativ bekannten Ort gelagert wird
- steuerliche Problematik bzw. Ungewissheit, die aus der jeweiligen Rechtsstruktur des Wertpapiers resultiert
- Abhängigkeit von Börsen und funktionierendem Finanzsystem als Handelsintermediär

Volksgold

Das bekannteste und beliebteste Papiergold in Deutschland ist „Xetra-Gold“ (s. Interview auf S. 58). Hierbei handelt es sich um eine nennwert- und zinslose Schuldverschreibung (Anleihe) der Deutsche Börse Commodities GmbH, wobei jeder Schein die Lieferung eines Gramm Gold verbrieft. Die Laufzeit ist unbegrenzt. Das von den Anlegern bereitgestellte Fremdkapital wird zu 95% in den Erwerb von physischem Gold investiert (ETC). Der Rest stellt „Buchgeldansprüche“ gegenüber dem Edelmetall-Großhändler Umicore dar. Die Schuldverschreibung ist also mit harten Assets unterlegt. Anders als bei einem Pfandbrief stellt aber das vorhandene Gold keine ausschließliche Sicherheit (Pfand) für die Xetra-Gold-Gläubiger dar, sondern würde im Pleitefall in die Konkursmasse für alle Gläubiger fallen. Weil keine Kapitalforderung gegenüber dem Emittenten besteht, sondern ein „Lieferanspruch“ auf Gold, unterliegt das Papier grundsätzlich nicht der Abgeltungsteuer, sondern der für physisches Edelmetall geltenden einjährigen Spekulationsfrist. Dieser Sachverhalt ist aber strittig, und die Finanzverwaltung entwickelt bereits die bekannten Begehrlichkeiten.

Fazit

Papiergold hat unbestreitbar einen großen Kostenvorteil und eignet sich v.a. für kurzfristige Engagements. Über Aufpreise, Lagerung und Diebstahl braucht man sich keine Gedanken machen. Zudem kann man sehr schnell in den Markt ein- und aussteigen. Solange das jetzige Finanzsystem funktioniert, der Emittent nicht vor der Pleite steht und der Staat keine restriktiven Goldbesitzgesetze erlässt, ist alles in Ordnung. Den berühmten Versicherungscharakter in schweren Zeiten bietet aber nur physisches Edelmetall auf. ■

Bernhard Wageneder

EDELMETALLPREISE, -INDIZES UND -RATIOS

	KURS				VERÄND.		
	20.11.09	23.10.09	02.01.09	02.01.06	ZUM VOR- MONAT	SEIT JAHRES- BEGINN	SEIT 01.01.2006
GOLD IN USD	1.140,00	1.055,50	879,5	516,9	8,01%	29,63%	120,55%
GOLD IN EUR	767,16	703,66	630,1	437,3	9,19%	21,94%	75,69%
SILBER IN USD	18,18	17,69	11,4	8,9	2,77%	59,61%	104,96%
PLATIN IN USD	1.430,00	1.359,00	946,5	966,5	5,22%	51,08%	47,96%
PALLADIUM IN USD	360,00	334,00	192,5	254,0	7,78%	87,01%	41,73%
HUI (INDEX)	465,70	429,82	299,2	298,8	8,35%	55,65%	55,87%
GOLD/SILBER-RATIO	62,71	59,67	66,8	56,5	5,09%		
DOW JONES/GOLD-RATIO	9,03	9,40	10,2	21,2	-3,94%		

„Xetra-Gold ist jederzeit zu 100% durch Gold gedeckt“

Smart Investor sprach mit den Geschäftsführern der Deutsche Börse Commodities GmbH Martina Gruber und Steffen Orben über den Verkaufsschlager Xetra-Gold.

Smart Investor: Frau Gruber, Herr Orben, welchen Anleger sprechen Sie mit Xetra-Gold besonders an?

Gruber: Grundsätzlich eignet sich die Inhaberschuldverschreibung Xetra-Gold für alle Anleger, die einen einfachen, direkten und vergleichsweise sehr kostengünstigen Zugang zum Goldmarkt suchen. Xetra-Gold stellt sowohl für den privaten wie auch für den institutionellen Investor gleichermaßen eine bequeme Möglichkeit dar, den sicheren Hafen Gold anzusteuern bzw. sein Portfolio mit Gold zu diversifizieren und eins zu eins am Goldpreis zu partizipieren.

Smart Investor: Wer steckt eigentlich hinter dem Emittenten Deutsche Börse Commodities GmbH, und was kann man zu einem potenziellen Ausfallrisiko sagen?

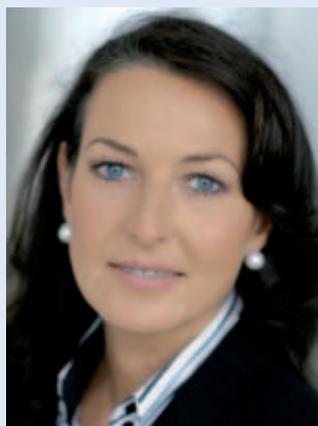
Orben: Sieben namhafte Partner stehen hinter dem Gemeinschaftsunternehmen. Das sind die Deutsche Börse, Deutsche Bank, Commerzbank, DZ Bank, Bankhaus Metzler, Vontobel und Umicore. Einziger Geschäftszweck ist die Emission von Xetra-Gold. Außer für uns zwei Geschäftsführer fallen keine Personalkosten an, genauso wenig wie es laufende Verpflichtungen wie Miete von Büroräumen etc. gibt. Die Deutsche Börse Commodities GmbH ist so aufgestellt, dass das Insolvenzrisiko dieser Gesellschaft quasi bei null liegt.

Smart Investor: Einige Marktteilnehmer misstrauen ETFs und ETCs. Sie befürchten, dass das Gold nicht im erforderlichen Umfang gekauft wird oder an Dritte verliehen wird. Was entgegenen Sie diesen?

Gruber: Die Verwahrstelle Clearstream ist vertraglich verpflichtet sicherzustellen und zu überwachen, dass jede ausgegebene Xetra-Gold-Schuldverschreibung zu 100% durch Gold gedeckt ist. Und zwar durch physisches Gold bzw. zu einem geringen Teil durch Buchgold, also Goldlieferansprüche gegenüber unserem Gesellschafter und Lieferanten Umicore. Das Gold wird von der Deutsche-Börse-Tochter Clearstream hochsicher in deren Tresor für uns verwahrt. Davon haben wir uns unter strengen Sicherheitsvorkehrungen auch schon persönlich überzeugt. Mittlerweile lagern dort rund 35 Tonnen des Edelmetalls.

Smart Investor: Ein großer Vorteil gegenüber herkömmlichen Zertifikaten oder auch ETFs ist die Möglichkeit, sich das Gold ausliefern zu lassen. Wie schaut der Prozess genau aus, wie lange dauert er, und wie viel kostet eine solche Auslieferung den Anleger?

Orben: Falls ein Anleger sich seine verbriefte Menge Gold oder einen Teil davon ausliefern lassen möchte, macht er seinen An-



Martina Gruber



Steffen Orben

spruch gegen die Deutsche Börse Commodities über seine Depot führende Bank geltend. Die Xetra-Gold-Emittentin veranlasst daraufhin umgehend die Formung des Goldes in der gewünschten Stückelung. Verpackung und versicherte Lieferung erfolgen innerhalb von zehn Arbeitstagen an die Hausbank des Anlegers. Dort kann er dann sein Gold in Empfang nehmen. Schon ab 1 Gramm lassen wir ausliefern. Für die Auslieferung eines Kleinbarrens von beispielsweise 100 Gramm stellt Clearstream der Depot führenden Bank des Anlegers rund 260 Euro für Formung, Verpackung, Versand und Versicherung in Rechnung, welche dann auf den Anleger umgelegt werden. Wirtschaftlicher wird eine Auslieferung bei größeren Barren. So kostet die Auslieferung eines 1-kg-Barrens beispielsweise 290 Euro.

Smart Investor: Ein Damoklesschwert hängt noch über der steuerlichen Behandlung von Kursgewinnen des Xetra-Golds. Wie ist der aktuelle Stand diesbezüglich?

Gruber: Der jetzige Stand der Rechtsprechung ist nach wie vor, dass Xetra-Gold nicht der Abgeltungsteuer unterliegt. Das liegt daran, dass das Wertpapier einen Anspruch auf Auslieferung von Gold und nicht auf eine Kapitalauszahlung verbrieft. Es gilt daher die übliche Spekulationsfrist. Gewinne müssen also mit dem individuellen Steuersatz versteuert werden, wenn sie innerhalb von zwölf Monaten nach Kauf realisiert werden. Gewinne außerhalb der Spekulationsfrist sind derzeit steuerfrei.

Smart Investor: Dann geht also die Goldhausse am Fiskus vorbei! Vielen Dank Ihnen beiden für das Gespräch. ■

Interview: Bernhard Wageneder

EDELMETALLMESSE

Freitag, 6. November, 9 Uhr, Olympia-Gelände München. Es bildet sich eine Traube um den Eingang zur Event-Arena. Wie in jedem Jahr öffnet die zweitägige Edelmetallmesse pünktlich um 9.30 Uhr ihre Tore und beweist einmal mehr, die bedeutendste Veranstaltung dieser Art auf deutschem Boden zu sein.

Polleit zieht alle Register

Gleich am Morgen des ersten Tages spricht Prof. Thorsten Polleit, und der Vortragssaal platzt aus allen Nähten. Polleit referiert über die Logik des freien Marktgeldes und zieht damit die Zuhörer in seinen Bann. Mit bestechender Einfachheit zerlegt Polleit das jetzige Währungssystem und rechnet schonungslos mit den Verantwortlichen ab: den Notenbanken. Ins gleiche Horn bläst Philipp Vorndran, der Gold als letzte vertrauenswürdige Währung anpreist. Beiden ist ein hohes Misstrauen gegenüber dem herrschenden Papiergeld-System gemein, ihre Argumentationen pro Gold haben aber dennoch nichts marktschreierisches an sich. Gegen Mittag konnte auch Smart Investor-Chefredakteur Ralf Flierl mit seinem Vortrag zum Thema Crack-up-Boom die Interessierten mitreißen. Am Stand von Smart Investor jedenfalls bildete sich danach für geschätzte 90 Minuten ein regelrechtes Rudel von Nachfragern. Das belegte auch, dass in diesem Jahr wieder mehr Besucher (6.000 statt 5.000) in den Olympiapark gepilgert waren, die Stimmung aber dennoch nicht überoptimistisch oder gar euphorisch war.

Wohin steigt denn nun der Goldpreis?

Unter den Zuhörern machte sich nämlich zweierlei breit: einerseits die Gewissheit weiter anziehender Goldpreise, gleichzeitig aber auch vermehrte Sorge über den Zustand des Finanzsystems insgesamt. Und wenn dieses kollabiert, was lässt sich dann mit dem ganzen Gold anstellen? In diesem Punkt sensibilisierte die Edelmetallmesse einmal mehr. Dafür standen unter anderem auch Quirin-Bank-Chefstrategie Claus Vogt, US-Ökonom James Turk, Fondsmanager Martin Mack oder Edelmetall-Urgestein Johann Saiger. Deren Vorträge arbeiteten unter anderem das größte Experiment seit dem Kommunismus (Vogt) oder aber die Zeitenwende an den Kapitalmärkten (Mack) auf. Dazu überzeugte Ross Beaty das Auditorium von den Chancen geothermaler Energie und



Das Olympiagelände in München, im Bild oben links ist die Event-Arena, das frühere Olympia-Radstadion, in der die Edelmetallmesse in jedem Jahr stattfindet

legte dem Publikum Investments in diesem Bereich nahe. Manfred Zimmel vom Researchdienst amanita.at wiederum trommelte für Gold, nicht aber für Goldaktien. Diesen würden in einem inflationären Umfeld die Kosten irgendwann davonlaufen. Abgerundet wurde das üppige Programm neben zahlreichen Workshops zum physischen Erwerb von Gold und Silber von Vorträgen wie jenen von Hans-Jörg Müllenmeister oder Prof. Bernd Senf. Letzterer zeigte, wie sich Wüsten durch künstlich erzeugten Regen wieder begrünen lassen, und Edelmetall-Experte Müllenmeister mahnte einen verantwortungsvolleren Umgang mit den natürlichen Ressourcen an. Was nützt all der Reichtum, all der Glanz des Goldes, wenn die Umwelt dafür ausgezehrt wird.

Fazit

Nachdenkliches mischte sich unter die mehrheitlich positive Stimmung auf der vom Internet-Fachportal goldseiten.de ausgerichteten Edelmetallmesse 2009. Dem optimistischen Tenor tat dies jedoch keinen Abbruch. Aber ist dies repräsentativ? Wohl eher kaum, zu klein ist immer noch die Zahl derer, die in Gold und Silber investieren. Trotz voller Gänge in der Event-Arena und spürbar zunehmenden Interesses an der Thematik. ■

Tobias Karow

Anzeige

westgold
Edelmetallhandel



www.westgold.de

Buy: Bilfinger Berger

Die Aktie von Deutschlands zweitgrößtem Baukonzern, der Bilfinger Berger AG, bietet derzeit eine attraktive Kombination aus robusten Fundamentaldaten, technischer Stärke und einer überzeugenden Equity Story. Schon lange ist Bilfinger Berger kein reines Bauunternehmen mehr. Knapp die Hälfte des Jahresumsatzes entfällt inzwischen auf die margenstärkere Service-sparte. Diese beinhaltet neben der Wartung und Instandhaltung industrieller Anlagen und Kraftwerke auch das Management ganzer Immobilienbestände. Erklärtes Ziel ist es, die Leistung im klassischen Baugeschäft, also im Hoch-, Industrie- und

Ingenieurbau, mittelfristig von über 5 auf rund 2 Mrd. EUR zu reduzieren. Vor dem Hintergrund der zuletzt starken Performance bei Bilfinger Berger Australia strebt der Vorstand im nächsten Jahr einen Börsengang der Sparte an. Wenngleich noch nichts endgültig entschieden ist, dürfte bereits die Aussicht auf eine Verschiebung der Gewichte in Richtung Dienstleistungen den Aktienkurs in den nächsten Wochen und Monaten weiter antreiben.



Hinzu kommt, dass Bilfinger Berger alles daran setzt, verloren gegangenes Vertrauen zurückzugewinnen. Nach Bekanntgabe von Rückstellungen für ein wichtiges Bauvorhaben in Katar Anfang September kam es kurzzeitig zu gewissen Irritationen. Wir werten es als ein ermutigendes Zeichen, dass das Management mit Vorlage des Q3-Berichts die alte EBIT-Prognose von 210 bis 230 Mio. EUR nochmals ausdrücklich bestätigte. Für das nächste Jahr zeichnet sich allein schon aufgrund der dann wegfallenden Einmalbelastungen ein deutlicher Gewinnsprung ab, was den positiven Nachrichtenfluss auch von dieser Seite unterstützen sollte. Mit einem Gewinnmultiple von 11 (für 2010) weist der Titel nicht zuletzt im Vergleich zum Wettbewerber Hochtief (KGV: 20) einen substanziellen, in diesem Ausmaß nicht zu rechtfertigenden Bewertungsabschlag auf. ■

Marcus Wessel

Goodbye: Pfeiderer

Der natürliche Werkstoff Holz schafft in vielen Lebenswelten eine angenehme Atmosphäre. Dagegen ist das Ambiente des angeschlagenen Möbel- und Bauzulieferers Pfeiderer derzeit alles andere als heimelig. Denn zu viele große Zukäufe ließen die Nettoverschuldung des MDAX-Konzerns bis Ende Juni auf knapp 800 Mio. EUR anwachsen. Zwar dürfte sich der Holzwerkstoffspezialist aus der bayerischen Oberpfalz in diesen Tagen erfolgreich refinanziert haben. Doch fortan werden die Bilanzen durch höhere Zinszahlungen belastet. Und ob die im dritten Quartal gegenüber dem Vierteljahr zuvor erzielten Zuwächse beim Umsatz und Auftragseingang nachhaltig sein werden, ist fraglich. Die Anzeichen einer Nachfrage- und Preiserholung in West- und Osteuropa sowie die leichte Stabilisierung in den noch immer unter der Immobilienkrise leidenden USA sind allenfalls ein kleiner Hoffnungsschimmer.

ten Analysten im Schnitt einen Fehlbetrag von 0,66 EUR pro Aktie. Der Cashflow pro Anteilsschein dürfte von 4,28 EUR (2008) auf 1,66 EUR sinken und sich in den Folgejahren nur allmählich verbessern. Wer Charts vertraut: Unterhalb des übergeordneten Abwärtstrends hat sich eine Kopf-Schulter-Formation herausgebildet. Wenn die dazugehörige Nackenlinie unterboten wird, dann befände sich ein Investor sowohl fundamental als auch charttechnisch gesehen auf dem Holzweg. ■



Michael Heimrich

Die mit dem Umbau der gesamten Konzernstruktur und sehr wahrscheinlich auch mit Entlassungen verbundenen Kosteneinsparungen sollen – wie von Pfeiderer-Chef Hans Overdiek prognostiziert – schon 2009 rund 80 Mio. EUR betragen. Hohe Überkapazitäten werden für den Hersteller von Parkettböden und Küchenplatten allerdings erst dann kein Problem mehr sein, wenn weitere kleine Anbieter aus dem Markt ausgeschieden sind. Im Geschäftsjahr 2010 dürfte Pfeiderer die Verluste eher halbieren als die Gewinnzone erreichen. Für 2009 erwar-



Deutsche Telekom

Hohe Dividendenrendite lockt

Der aktuelle Slogan der Deutschen Telekom besitzt hohe Aussagekraft: „Erleben, was verbindet.“ Für die Aktionäre ist die Botschaft eindeutig. Sie verbindet in der Hauptsache das Erlebnis ebenso krasser wie nachhaltiger Kursverluste. Das Papier, als Volksaktie gestartet, entwickelte sich zur Skandalnudel des DAX. Das ist die eine Seite des Konzerns. Auf der anderen steht ein international breit aufgestelltes Unternehmen mit solidem Geschäft und hohen Cashflows. Zeit, einen Blick hinter die Kulisse aus Pleiten, Pech und Pannen zu werfen.

Telekom und Datensicherheit – kein Anschluss unter diesem Betreff

Wer nach einigen Monaten der relativen Ruhe gehofft hatte, die Telekom käme endgültig in stilles Fahrwasser, wurde Mitte November eines Besseren belehrt. Aus Großbritannien kam die Kunde vom nächsten Datenskanal: Mitarbeiter hatten die Daten von Telekom-Kunden, deren Verträge vor dem Auslaufen standen, an Mitbewerber verkauft. Moralisch liegt der schwarze Peter zwar bei den Konkurrenzunternehmen, doch die Aktionäre dürfen sich schon fragen, warum diese Versuchung für Mitarbeiter nicht durch entsprechende technische Überwachungen der Datenbestände verhindert worden war.

Aktuell muss sich die Telekom mit schweren Vorwürfen aus den USA auseinandersetzen. Arbeitnehmervertreter dort werfen der Telekom vor, bei T-Mobile USA ein „Klima der Furcht“ geschaffen zu haben und Mitarbeiter zu drangsalieren. Der Chef der US-Telekommunikationsgewerkschaft CWA, Larry Cohen, wird in mehreren Zeitungen mit der Aussage zitiert, „die Arbeit der Gewerkschaft werde gezielt behindert“. Dieser Einschätzung schließen sich Verdi-Vertreter an. Verdi sitzt mit Adolf Wilhelm im Aufsichtsrat der deutschen T-Mobile, und



Mit der Telekom-Aktie als Nachzügler finden Anleger vielleicht noch Anschluss an die Hause. Der Konzern selbst investiert neben dem FC Bayern auch in andere Sportarten, wie etwa das Basketball-Team der Telekom Baskets in Bonn.

Wilhelm wirft T-Mobile USA „Behinderung und Bedrohung“ von Gewerkschaftsmitgliedern vor. Die Telekom weist die Vorwürfe zurück, ist aber wieder in der Defensive. Kleine Zahl am Rande: Wer Telekom und Skandal zusammen in Google eingibt, bekommt 765.000 Einträge!

Kurs gegen PR-GAU mittlerweile resistent

Auf den Kurs der Aktie haben solche mittleren PR-GAU nach dem Bespitzelungs-Drama und dem epochalen Brief eines Angestellten an den Vorstand, der die Schwachstellen der Strategie schonungslos aufdeckte, ohnehin keine Auswirkungen mehr: Wer jetzt noch die Telekom im Depot hat, ist mutmaßlich durch nichts zu erschüttern. Auch nicht durch Manfred Krug, der sein damaliges Werbespot-Engagement für die T-Aktie mittlerweile bedauert.

Hohe Cashflows machen Aktie interessant

In Zeiten, in denen vermeintlich bestens aufgestellte Unternehmen Umsatzeinbrüche von bis zu 50% beklagen müssen und Gewinne pulverisiert werden, zeigt das Geschäftsmodell der Telekom relative Stabilität. In den ersten drei Quartalen des laufenden Jahres steht eine Umsatzsteigerung um 6% auf 48,4 Mrd. EUR zu Buche. Ohne die Akquisition des Anteils an der griechischen OTE hätte es zwar Stagnation gegeben, der Deal zeigt aber, dass es nach wie vor lohnende Übernahmeziele für die Telekom vor allem in Südosteuropa gibt. Der operative Cashflow in den ersten neun Monaten beträgt 13,8 Mrd. EUR, der Free Cashflow vor Ausschüttung 5,2 Mrd. EUR.

Dividende dank Zahlen gesichert

Angesichts der steten Mittelzuflüsse deutet alles darauf hin, dass sich die Aktionäre wieder auf eine Dividende in Höhe von 78 Cent einstellen dürfen. Bei Kursen um 9,60 EUR entspricht dies einer Dividendenrendite von mehr als 8%. Angesichts einer Nettoverschuldung von 42 Mrd. EUR könnte man auch auf den Gedanken kommen, die Ausschüttung in Höhe von 3,4 Mrd. EUR zu kürzen und stattdessen vermehrt auf den Schuldenab-



Die Telekom-Zentrale in Bonn

DEUTSCHE TELEKOM			
BRANCHE TELEKOMMUNIKATION			
WKN	555 750	AKTIENZAHL (MIO.)	4.400,00
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 20.11.09 (EUR)	9,55
MITARBEITER	260.000	MCAP (MIO. EUR)	42.020

	2009E	2010E	2011E
UMSATZ (MIO. EUR)	64.000,0	66.000,0	68.000,0
% GGÜ. Vj.	+3,7%	+3,1%	+3,0%
EPS (EUR)	0,78	0,80	0,81
% GGÜ. Vj.	+0,0%	+2,6%	+1,3%
KUV	0,66	0,64	0,62
KGV	12,2	11,9	11,8

bau zu setzen. Doch das würde der Aktie das einstweilige Hauptargument rauben. Denn operativ ist die Telekom auf einem eher gemischten Weg. In Deutschland verzeichnete das Unternehmen im Vorjahresvergleich nach drei Quartalen einen Umsatzrückgang um 3,9% auf 19,0 Mrd. EUR, während die Umsatzzuwächse in den USA ausschließlich auf Währungsschwankungen basieren und geringere Umsätze je Kunde vermeldet wurden. Das Systemgeschäft kann sich der Wirtschaftsflaute nicht entziehen, wird nun aber durch die Übernahme der Free-net-Tochter Strato gestärkt. Einzig in Südosteuropa läuft es mit der sehr erfolgreichen Beteiligung OTE derzeit prächtig. Mit der Zusammenlegung von Festnetz und Mobilfunk erhofft sich die Telekom Synergieeffekte in Höhe von 600 Mio. EUR jährlich, das Geschäft im Vereinigten Königreich soll mit France Telekom gemeinsam neu auf die Beine gestellt werden.

Analysten denkbar uneins

Bei Analysten sorgt die Telekom für höchst unterschiedliche Einschätzungen. Die Citigroup erwartet im kommenden Jahr eine Verbesserung der Margen und rät daher zum Kauf, zumal das schwache US-Geschäft bereits eingepreist sei. Die WestLB hingegen rät zum Reduzieren, da der Konkurrenzdruck vor allem in Deutschland eher zu- als abnehme. Für Goldman Sachs ist die Telekom ein klares „Sell“, da nicht sicher sei, dass die

Maßnahmen zur Kostensenkung nachhaltig wirken. Sociéte Générale hingegen rät wegen der hohen Cashflows zum Kauf. Doch selbst jene Institute, die der Aktie gegenüber negativ gestimmt sind, haben die Kursziele allesamt auf mehr als 9 EUR angehoben. Von daher wird wenig Rückschlagpotenzial gesehen, auch wenn das KGV von 12 für 2010 bei Kursen um 9,50 EUR angesichts der geringen Wachstumsraten eher als ambitioniert anzusehen ist.

Fazit

Die Deutsche Telekom ist bestimmt kein heißer Tipp für die ultimative Kursrakete, als defensive Depotbeimischung auf dem aktuellen Kursniveau aber sehr interessant. Skandale, Marktanteilsverluste in Deutschland und die Probleme in den USA sind offenbar eingepreist und der Grund, warum die Aktie an der DAX-Rally seit Frühjahr nur gering partizipiert hat. Im Umkehrschluss bedeutet dies: Der Kurs dürfte mittlerweile bereit sein, auf positive Überraschungen zu reagieren, zumal sämtliche entnervte Anleger ausgestiegen sein dürften. Hohe Dividendenrendite, wenig Rückschlaggefahr und die Aussicht auf eine kleine Aufholrally lassen die sehr liquide Aktie bei Kursen um 9,20 EUR attraktiv erscheinen, um sie dem Depot beizumischen. Vor dem Hintergrund unseres Crack-up-Boom-Szenarios eignet sich die Aktie auch, um mit einem Derivat gehebelt an deren Kursentwicklung zu partizipieren.

Stefan Preuß

Anzeige

Intensiv-Seminar **DEVISEN HANDELN – GELD VERDIENEN MIT LEIDENSCHAFT**

06.–08. Februar 2010 in Frankfurt/Main

+++ Sind Sie profitabel in Ihrem Trading? – Oliver Andrees ist es! +++

Präsentiert von:



Ihr Referent:
Oliver Andrees



3 Tage Forex pur
Seminarwiederholung
wegen großer Nachfrage!

Die Faszination Börse lebt und je steiler die Kursanstiege, desto empfänglicher sind die meisten Trader dafür, es wieder einmal auszuprobieren. Allerdings sind die zur Verfügung stehenden Handelsmöglichkeiten mehr als unüberschaubar und ein Fokus zu finden, fällt den allermeisten schwer.

Oliver Andrees hat seinen Fokus und seine Spezialisierung im FOREX-Markt gefunden. Und genau dieser Entschluss brachte für ihn den Durchbruch! Für ihn bedeutet **Devisen handeln „mit Leidenschaft Geld zu verdienen“!** Und wie er dieses Motto erfolgreich für sich umsetzt, wird er Ihnen in diesem dreitägigen Intensiv-Seminar erklären...

Die ausführlichen Seminarinhalte finden Sie unter www.kursplus.de

Dieses Seminarprogramm erwartet Sie:

- 1) Die Psychologie des Forextrading
- 2) Der Tradingplan
- 3) Charttechnische Analyse
- 4) Aus dem Nähkästchen der Trader
- 5) Live-Trading

Der Termin: 06.–08. Februar 2010 in Frankfurt/Main
jeweils 09:30 bis 17:30 Uhr
Preis: 1.690,00 Euro (inkl. Seminarunterlagen, Mittagessen und Kaffeepausen)

C-Quadrat Investment AG

Fondsprodukte überzeugen trotz Finanzkrise – davon profitieren auch die Aktionäre

Gastbeitrag von André Hüsemann, Vice President des auf Finanzwerte und Immobilienaktien spezialisierten Analysehauses SRC Research

Die in Wien ansässige C-Quadrat ist ein europaweit tätiger Asset-Manager, der äußerst erfolgreich seit seiner Gründung im Jahr 1991 tätig ist. Im März 2006 erfolgte der Börsengang, bereits im November wechselte das Unternehmen vom Entry Standard in den Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. C-Quadrat ist sowohl operativ als auch bezüglich seiner Gesellschafterstruktur unabhängig von Banken und Versicherungen und ist in Österreich sogar die größte unabhängige Investmentfondsgesellschaft. Insofern sind Anlageentscheidungen unbeeinflusst und frei von Interessen Dritter. Das Auflegen und Verwalten von Investmentfonds ist das Kerngeschäft, daher sind die wesentlichen Umsatztreiber die aus dem Asset-Management generierten Erlöse. Darüber hinaus erzielt das Unternehmen, auf Basis seiner hervorragenden Expertise, Umsätze aus der Vermittlung und Beratung von Fondsanteilen sowie aus der Emission von strukturierten Produkten.

Große Finanzdienstleister setzen auf Produkte aus dem Hause C-Quadrat

Neben dem eigenen Vertrieb werden die Fonds aktiv vertrieben durch Finanzdienstleister wie zum Beispiel AWD, OVB oder Jung, DMS & Cie., aber auch durch Versicherungen, die die C-Quadrat-Produkte als Basis für fondsgebundene Lebensversicherungen nutzen. Die Kernzielmärkte der fondsgebundenen Lebensversicherung sind Österreich und Deutschland. Darüber hinaus wird diese aber in kleinerem Umfang auch in Ländern wie Polen, Slowakei, Tschechien oder Ungarn vertrieben. Vor wenigen Tagen wurde gemeldet, dass C-Quadrat sein Vertriebsnetz um die großen südeuropäischen Länder Italien und Spanien erweitert hat. Damit ist das Unternehmen nun in zwölf Staaten mit insgesamt fast 300 Mio. Einwohnern präsent. Im Bereich Asset-Management verwaltet das Unternehmen mittler-

weile aktuell 69 Fonds, die sich auf vier unterschiedliche Management-Strategien aufteilen. Grundsätzlich ist C-Quadrat für seinen Dachfonds-Ansatz und seine Total-Return-Fonds bekannt. Daneben werden aber auch Single-Security-Fonds angeboten, die direkt in Aktien oder Anleihen investieren. Diese sind allerdings ausschließlich institutionellen Anlegern vorbehalten.

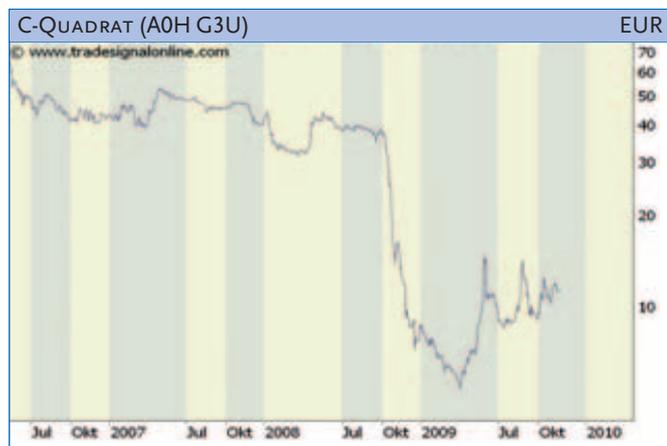


André Hüsemann

Finanzkrise hat gezeigt, wo gutes Asset-Management zu finden ist

C-Quadrats Multi-Asset-Fonds investieren diversifiziert über unterschiedliche Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe oder alternative Strategien. Dabei wird hauptsächlich auf ETFs und Fonds zurückgegriffen. Bei den Active Asset Allocation Funds wird in selektierte Zielfonds, aber auch ETFs investiert. Diese richten sich wiederum ausschließlich an Retailkunden. Der größte Anteil der Assets (rund 38%) ist jedoch in Total-Return-Fonds angelegt. Diese werden exklusiv von Arts Asset Management verwaltet, einer 45%-Tochtergesellschaft der C-Quadrat. Leo Willert, Geschäftsführer und Gründer, verwaltet die 14 Fonds mit Assets under Management von gegenwärtig rund 930 Mio. EUR. Viele Fondsgesellschaften konnten mit ihrem Total-Return-Ansatz in der Krise nicht das halten, was sie ursprünglich versprochen hatten. Bei den Total-Return-Produkten der C-Quadrat & Arts war das anders. Die Finanzkrise hat hier eindeutig gezeigt, wo Qualität und gutes Fondsmanagement zu finden sind. Investiert wird fast ausschließlich in Zielfonds sowie ETFs statt in einzelne Aktien, Anleihen oder Geldmarktpapiere.

Ein Computermodell untersucht rund 11.000 Zielfonds aus 56 Ländern und 14 unterschiedlichen Branchen nach eindeutigen Aufwärts- oder Abwärtstrends, generiert entsprechende Kauf oder Verkaufsempfehlungen und folgt diesen Trends. Damit hat das Computermodell einen maßgeblichen Einfluss darauf, wie das Portfolio letztendlich aussieht. Der Erfolg gibt dem Konzept recht. Im aktuellen Lipper Fonds-Ranking der Mischfonds mit der besten Wertentwicklung findet sich der C-Quadrat Arts Total Return Global AMI (ISIN: DE000A0F5G98) auf Platz 2 und



der C-Quadrat Arts Total Return Dynamic EUR (ISIN: AT0000634738) auf Platz 5. Eine ansehnliche Rendite von rund 25% hat der Arts Total Return Global AMI in den letzten drei Jahren erreicht. Während der MSCI World in den vergangenen fünf Jahren bei hoher Volatilität mittlerweile wieder auf dem Ausgangsniveau von rund 800 Punkten ist, hat der Arts Total Return eine Rendite im selben Zeitraum von über 70%.

Performance Fee kein Fremdwort

Die gute Performance der C-Quadrat-Produkte wirkt sich direkt auf die Ertragszahlen des Unternehmens aus. Denn viele Fonds der C-Quadrat haben mittlerweile ihre alten Höchststände (High Watermark) erreicht, so dass nun neben den üblichen Management Fees auch wieder zusätzliche Performance Fees generiert werden können. In der Tat eine herausragende Leistung ist, dass während der gesamten Finanz- und Wirtschaftskrise die Assets under Management der C-Quadrat stabil geblieben und mitunter sogar gestiegen sind. Das steht im positiven Kontrast zu den Gesamtmarktzahlen, die stark unter Druck gerieten und aufgrund von Mittelabflüssen sowie fallenden Kursen deutlich rückläufige Assets auswiesen.

Zahlen zeichnen positives Bild

C-Quadrat konnte sein verwaltetes Vermögen von rund 1,7 Mrd. EUR Ende 2008 auf mit den Halbjahreszahlen gemeldete 2,1 Mrd. EUR (Q2 2009) ausbauen. Der guten Performance der eigenen Produkte sowie stabilen Mittelzuflüssen sei Dank. Auf Grund der ver-

breiterten Basis für Management Fees sowie des sich wieder verbessernden Umfelds für Performance Fees konnte das Unternehmen Mitte November auch ausgezeichnete Unternehmenszahlen für das dritte Quartal vermelden. Rund 3 Mio. EUR konnte man im dritten Quartal an Performance Fees einstreichen. Hinzu kommen Management Fees in der Größenordnung von rund 6 Mio. EUR. Auf Neunmonatsbasis ergibt dies Provisionserträge in Höhe von rund 24 Mio. EUR und einen Gewinn nach Steuern von 3,0 Mio. EUR. Damit übertrifft man das Vorjahresergebnis von 22 Mio. EUR und 2,3 Mio. EUR Nachsteuergewinn. Dieses gute Ergebnis ist eindeutig auch der frühzeitig eingeleiteten Kostensenkung zu verdanken, mit der man auch für die Zukunft profitabel aufgestellt ist.

Fazit

Nachdem das Jahr 2008 aufgrund der Wirtschafts- und Finanzkrise für C-Quadrat mit negativem Vorzeichen endete, ist der Turnaround nun geschafft und der bekannte Wachstumspfad wieder eingeschlagen. Wir denken, dass aufgrund der verbesserten Ergebnissituation und des eingeleiteten Kostensenkungsprogramms neben den Fondsprodukten von C-Quadrat auch die C-Quadrat-Aktie ein deutliches Aufwärtspotenzial bietet. ■

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



„Wir hätten mit Sicherheit noch mehr Geld einsammeln können“

Smart Investor sprach mit Peter Sjövall, Finanzvorstand der Asian Bamboo AG, über den auch in Krisenzeiten intakten Wachstumskurs, die jüngste Kapitalmaßnahme und das Geheimnis einer Marge, von der die meisten Unternehmer nur träumen können.

Smart Investor: In einem Jahr, in dem viele Firmen mit den Folgen der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise zu kämpfen haben, eilt Asian Bamboo von Rekord zu Rekord. Wie ist das möglich?

Sjövall: Ich denke, das hat viel mit unserem Heimatmarkt zu tun. Zwar wurde auch China von der Krise erfasst, jedoch längst nicht so stark wie Europa oder Nordamerika. Insbesondere der private Konsum und die für uns wichtige Bauindustrie zeigten sich doch sehr stabil. Für uns, die wir 90% des Umsatzes in China erwirtschaften, ist das sicher ein Glücksfall. Exportabhängige Unternehmen haben es da schwerer. In diesem Zusammenhang mag auch die Börsennotiz in Deutschland ein Vorteil sein. So stehen wir aktuell deutlich besser als viele der oftmals sehr exportabhängigen deutschen Mid- und Small Caps da.

Smart Investor: Über die letzten drei Quartale erzielten Sie eine beeindruckende Nettomarge von 48%. Das klingt für die meisten eher nach Zauberei.

Sjövall: Ich werde eigentlich jedes Mal gefragt, wie es möglich ist, derart profitabel zu arbeiten. Meine Antwort ist immer dieselbe. Wir haben es hier nicht mit einer normalen Industrie zu tun. Die chinesische Landwirtschaft und auch der Bambusmarkt sind sehr stark fragmentiert. Die meisten chinesischen

Bauern bewirtschaften lediglich 1 Hektar Land, was reichlich ineffizient ist und sich mit Chinas kommunistischer Herrschaft erklärt. Zum Vergleich: Asian Bamboo unterhält im Moment eine Anbaufläche von fast 30.000 Hektar. Die hieraus resultierenden Größenvorteile sowie unsere schlanke Struktur schlagen sich letztlich positiv in der für deutsche Verhältnisse hohen Marge nieder. Hinzu kommt, dass sich der im Vergleich zu anderen Holzsorten schnell wachsende und vielseitig einsetzbare Bambus recht günstig ernten lässt.



Peter Sjövall

Smart Investor: Welches Margenniveau ist mittel- bis langfristig für die Art Ihres Geschäftsmodells realistisch?

Sjövall: Natürlich kann auch ich nicht zehn Jahre in die Zukunft blicken. Auf absehbare Zeit, also in den nächsten zwei Jahren, halte ich die Beibehaltung des aktuellen Niveaus für wahr-

ASIAN BAMBOO (IK)

Die letzten Jahre brachten der in Hamburg ansässigen Asian Bamboo AG u.a. eine Vervielfachung bei Umsatz und Ergebnis. So stiegen die Erlöse von 2005 bis 2008 um rund 570% an, der Reingewinn explodierte im selben Zeitraum regelrecht von 5,6 auf 27,3 Mio. EUR. Obwohl der Produzent von Bambusstämmen und -sprossen rein rechtlich ein deutsches Unternehmen ist, liegt der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit in der chinesischen Provinz Fujian. Dort bewirtschaftet Asian Bamboo eine Plantagenfläche von 29.600 ha, wovon der Großteil (22.200 ha) bereits erntereifen Bambus hervorbringt. Dank eines Darlehens der staatlichen DEG, der Deutschen Investitions- und Entwicklungsgesellschaft, und einer erst im Oktober erfolgreich platzierten Kapitalerhöhung im Volumen von 25 Mio. EUR plant der Vorstand, im nächsten Jahr die gepachtete Fläche auf dann 40.000 ha nochmals deutlich zu erhöhen.

Mit Vorlage der Neunmonatszahlen, die im Rahmen der Erwartungen ausfielen, bestätigte das Unternehmen nochmals seine Gesamtjahresprognose. Diese sieht einen Umsatz von über 55 Mio. EUR sowie eine um Bewertungsgewinne bereinigte Nettomarge von mindestens 45% vor. Auch wurde bereits bekannt, dass der Vorstand die Aktionäre mit

einer höheren Dividende von 30 Cent (Vj.: 20 Cent) am Erfolg teilhaben lassen will. Nach dem rasanten Kursanstieg der Aktie in den zurückliegenden Monaten wird Asian Bamboo zudem als heißer Kandidat für eine baldige SDAX-Aufnahme gehandelt. Inzwischen liegt die Marktkapitalisierung bei 300 Mio. EUR. ■



scheinlich. Wenn man unsere vergangenen Ergebnisse betrachtet, lässt sich zudem die Nachhaltigkeit nicht leugnen.

Smart Investor: Den in diesem Jahr deutlich gestiegenen Aktienkurs nutzten Sie klugerweise im Oktober für eine Kapitalerhöhung. Waren Sie überrascht, wie schnell und problemlos Sie die neuen Anteile platzieren konnten?

Sjövall: Wir hätten mit Sicherheit noch mehr Geld einsammeln können. Vor dem Hintergrund unseres geplanten Expansionstempos, das wir keineswegs überziehen möchten, war die Summe jedoch vollkommen ausreichend, zumal wir einen Teil der anstehenden Flächenerweiterung auch aus dem eigenen Cashflow und dem Darlehen der DEG* finanzieren werden. Dass das Interesse merklich zugenommen hat, konnte ich auch auf dem Eigenkapitalforum in Frankfurt feststellen, wo unsere Präsentation in diesem Jahr sehr gut besucht war. Da wir mittlerweile achtmal die Prognosen einhalten konnten, scheint das Vertrauen in unser Geschäftsmodell stetig größer zu werden.

Smart Investor: Welche Strategie verbirgt sich hinter der zuletzt bekannt gegebenen Beteiligung an der San Feng Gruppe?

Sjövall: Normalerweise haben wir kein Interesse, in unsere Kunden zu investieren. In diesem besonderen Fall glauben wir jedoch, dass die Gesellschaft mit ihren guten Kontakten zur Bauindustrie über großes Entwicklungspotenzial verfügt. Bereits im nächsten Jahr wird San Feng voraussichtlich 20% unserer Produktion an Bambusstämmen abnehmen. Das unter-

streicht die Bedeutung des Unternehmens als Vertriebs- und Verkaufskanal. Längerfristig ist sogar ein Börsenlisting der San Feng Gruppe denkbar.

Smart Investor: Wagen Sie zum Abschluss unseres Gesprächs einen Ausblick auf das kommende Jahr?

Sjövall: Unser erklärtes Ziel ist es, die Anbaufläche um 30% zu erweitern. Da aus heutiger Sicht die Bedingungen für unser Geschäft im nächsten Jahr nicht schlechter ausfallen dürften, scheint es nicht vermessen, bei Umsatz und Ergebnis ein ähnliches Wachstum zu unterstellen. Eine genaue Guidance werden wir wie gewohnt Ende Februar abgeben.

Smart Investor: Das klingt viel versprechend! Für das Erreichen dieser Ziele wünschen wir Ihnen viel Erfolg! ■

Interview: Marcus Wessel

*) DEG: Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft, ein Unternehmen der KfW Bankengruppe

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[®]

interactive online charting

www.tradesignalonline.com/Scanner

Sektkellerei Schloss Wachenheim AG

Prickelnde Aussichten

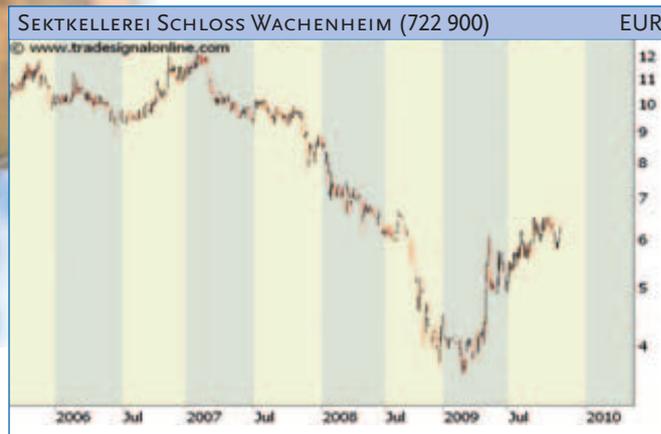
Wenn es stimmt, dass sich Menschen gerade in schlechten Zeiten nach Zerstreuung und Ablenkung sehnen, dann erklärt sich das starke Ergebnis des Trierer Schaumweinproduzenten, der Sektkellerei Schloss Wachenheim (kurz: SSW), eigentlich von selbst. Dabei geht der im letzten Geschäftsjahr vollzogene Turnaround vor allem auf das Konto des mutigen Managements, das einige nicht sehr populäre Entscheidungen treffen musste.

Absatzeinbruch nach Preiserhöhungen

Der im Geschäftsjahr 2007/08 erlittene Gewinneinbruch, der dem Unternehmen auf Konzernebene sogar einen Verlust bescherte, zwang den Vorstand zu einer Reihe einschneidender Maßnahmen. Zunächst wurde das umfangreiche Sortiment deutlich gestrafft und um Ladenhüter sowie wenig einträgliche Marken bereinigt. In einem zweiten Schritt kam es zu Preiserhöhungen über nahezu sämtliche Produktgruppen (Sekt, Wein, Schaumwein, alkoholfreier Wein). Der hieraus resultierende Rückgang der Absatzmenge um knapp 20% auf 216 Mio. Flaschen war vom Management in dieser Größenordnung erwartet worden. Dennoch seien die Aufschläge nach dem rasanten Anstieg der Rohstoff- und Energiepreise notwendig gewesen, verteidigt Vorstandssprecher Nick Reh die unpopuläre Entscheidung. Eine direkte Folge war der Verlust von Marktanteilen, insbesondere bei den Handelsmarken. Im Inland bleibt die SSW AG gleichwohl die Nummer 3 hinter den beiden Platzhirschen Rotkäppchen-Mumm und Henkell & Söhnlein.

Investitionen in zukünftiges Wachstum

Preiserhöhungen können indes nicht das Allheilmittel sein. Das hat auch Reh erkannt. Nachdem bereits im September 2008 ein dreijähriges Modernisierungsprogramm auslief, im



Zuge dessen u.a. die Produktion am Standort Trier auf den neuesten Stand gebracht und eine neue Entalkoholisierungsanlage in Betrieb genommen wurde, will der Konzern nun weitere 4 Mio. EUR in die eigene Produktionstechnik investieren. So soll die im Premium-Bereich angesiedelte Sektmarke „Schloss Wachenheim“ nochmals aufgewertet werden. Dazu wird die Produktion in den nächsten Jahren komplett auf die traditionelle und aufwändigere Flaschengärung umgestellt. Begleitet werden die Investitionsvorhaben von einer Verdoppelung des Werbebudgets. Neben der Kernmarke „Schloss Wachenheim“ konzentrieren sich die Marketingaktivitäten vor allem auf den bekannten Faber-Sekt, den nicht-alkoholischen Schaumwein „Light Live“ und das Kinderpartygetränk „Robby Bubble“.

Schuldenabbau kommt voran

Zwar musste der SSW-Konzern bedingt durch die vorgenommenen Preiserhöhungen im zurückliegenden Geschäftsjahr 2008/09 (30.6.) einen spürbaren Umsatzrückgang hinnehmen, die Profitabilität konnte im Gegenzug gleichsam substanziell verbessert werden. Das operative Ergebnis legte um über 50% auf 15,6 Mio. EUR zu, der Cashflow erreichte sogar den Rekordwert von 38,6 Mio. EUR. Der hieraus resultierende finanzielle Spielraum wurde zum Abbau der Verschuldung genutzt. So nahmen die Bankverbindlichkeiten im Jahresvergleich um 34 Mio. auf 88 Mio. EUR ab. Diesen Weg der Bilanzkonsolidierung will Reh auch in Zukunft fortsetzen. Eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung ist daher zunächst nicht zu erwarten. Erfreulich entwickelte sich zuletzt auch das Geschäft in Mittel- und Osteuropa. Trotz Wirtschaftskrise und eines starken Verfalls vieler lokaler Währungen gelang dem Teilkonzern Ambra (SSW-Beteiligungshöhe: 61%) ebenfalls der Turnaround. Ambra-Aktien werden seit dem Jahr 2005 an der Börse Warschau gehandelt.

Fazit

Die eingeleiteten und bereits abgeschlossenen Maßnahmen zur Verbesserung der Profitabilität und Steigerung des Markenwertes dürften dem Konzern bereits im laufenden Geschäftsjahr wachsende Erlöse und Gewinne beschern. Der bislang sträflich vernachlässigte Small Cap bietet ein cashflowstarkes, vergleichsweise defensives Geschäft, das perspektivisch eine Höherbewertung erfahren sollte. ■

Marcus Wessel

SEKTKELLEREI SCHLOSS WACHENHEIM			
BRANCHE	GENUSSMITTEL		
WKN	722 900	AKTIENZAHL (MIO.)	7,90
GJ-ENDE	30.6.	KURS AM 20.11.09 (EUR)	5,99
MITARBEITER	CA. 1.100	MCAP (MIO. EUR)	47,3

	2007/08	2008/09	2009/10E
UMSATZ (MIO. EUR)	302,4	278,8	285,0
% GGÜ. Vj.	+7,5%	-7,8%	+2,2%
EPS (EUR)	0,03	0,51	0,72
% GGÜ. Vj.	-96,0%	+1.600,0%	+41,2%
KUV	0,16	0,17	0,17
KGV	199,7	11,7	8,3

Krisen-Nachwehen und etwas Zuversicht

Software AG: Übertrifft Erwartungen

Die Aktie der Software AG gehörte zuletzt zu den Top-Performern im TecDAX. Unsere Empfehlung hatte zuvor über ein besseres als von den meisten Beobachtern erwartet drittes Quartal berichtet. Der Gewinn vor Steuern und Zinsen erhöhte sich im Jahresvergleich überraschend um 15% auf 56 Mio. EUR. Bei einem Gesamtumsatz von 214 Mio. EUR entsprach das einer stolzen EBIT-Marge von über 26%. Erfreulich war auch die Entwicklung des Free Cashflows, der sogar um 37% auf 47 Mio. EUR zulegte. Nachdem Deutschlands zweitgrößter Softwarekonzern noch im Sommer wegen der Übernahme des SAP-Spezialisten IDS Scheer die eigenen Jahresziele kassiert hatte, blickt man in Darmstadt inzwischen wieder deutlich optimistischer in die Zukunft. Für das laufende Jahr stellte der Vorstand mit Bekanntgabe der Quartalsbilanz einen Umsatz zwischen 835 und 845 Mio. EUR sowie eine operative Marge zwischen 25 und 25,5% in Aussicht.

SI-Kommentar: Kurzfristig etwas heiß gelaufen, bleibt die Software AG nichtsdestoweniger einer unserer Favoriten im TecDAX. Fundamental und technisch präsentiert sich der Titel in einer ausgesprochen starken Verfassung.

Loewe: Kappt Umsatzziel

Als der fränkische Loewe-Konzern Anfang des Jahres das Ziel eines im Vergleich zum Vorjahr gleichbleibenden Umsatzes formulierte, war den Verantwortlichen bereits klar, dass es sich um eine durchaus ehrgeizige Vorgabe handelt. Mit Ende des dritten Quartals rückte der Vorstand nicht ganz überraschend von dieser Prognose ab. Nunmehr erwartet dieser einen Umsatz von ca. 350 (Vj.: 375 Mio.) Mio. EUR. Wie uns CFO Oliver Seidl im Hintergrundgespräch erklärt, leidet Loewe insbesondere unter einem schwachen Auslandsgeschäft. Vor allem die Märkte in Spanien und den Niederlanden bereiten dem Unternehmen derzeit keine Freude. Im Inland liege man hingegen über Plan. Mit der neuen Umsatzprognose äußerte sich Loewe erstmals konkret auch zu den Ergebniszielen. Demnach strebt der Premium-Hersteller ein EBIT von 12 Mio. (Vj.: 28,5 Mio.) EUR an. Das setzt allerdings voraus, dass im vierten Quartal wieder eine EBIT-Marge von knapp 6% erreicht wird. Für das kommende Jahr zeigte sich Seidl

verhalten optimistisch. „2010 erwarten wir aufgrund der flächendeckenden Einführung von HDTV bei ARD und ZDF sowie der Fußball-WM in jedem Fall Zusatzgeschäft.“

SI-Kommentar: Loewe steht trotz der Planverfehlung weiterhin besser als die meisten Wettbewerber da. Mit Blick auf das nächste Jahr bieten sich (Zu-)Käufe an.

Envitec: Böse Überraschung

Für die Aktionäre war es mehr als ein Paukenschlag, als Ende Oktober der Vorstand der Envitec Biogas AG überraschend die Planung für das laufende Jahr deutlich nach unten schrauben musste. Im Gespräch mit Smart Investor erklärt Finanzvorstand Jörg Fischer die Senkung der Umsatzprognose von einst 150 bis 200 Mio. auf nur noch 110 Mio. EUR mit dem Zusammentreffen mehrerer ungünstiger Einflussfaktoren. Einerseits habe man sich bei der Formulierung der Jahresziele zu sehr auf die Sicht der Vertriebsmannschaft verlassen. Hinzu kamen kundenseitige Finanzierungsprobleme bei immer mehr Projekten – insbesondere in Osteuropa – und Verzögerungen bei den Genehmigungsverfahren. So stößt der Bau einer neuen Biogasanlage in der Bevölkerung oftmals auf Vorbehalte. Hier habe Envitec es versäumt, aktiver auf die Gegner zuzugehen und mögliche Kritikpunkte bereits im Vorfeld des Genehmigungsprozesses anzusprechen. Ob die nicht mehr in diesem Jahr beendeten Projekte 2010 allesamt als Mehrumsatz verbucht werden können, dazu wollte der CFO noch keine endgültige Aussage treffen. In jedem Fall arbeite Envitec daran, die Erlösschwelle für den Break-even weiter zu senken. „Derzeit laufen wir mit den Kapazitäten den Umsätzen hinterher. Das muss sich ändern“, so Fischer.

SI-Kommentar: Selbst nach dem Kurssturz drängt sich der Kauf der Aktie nicht auf. Nach den jüngsten Enttäuschungen muss das Unternehmen erst einmal den Beweis antreten, dass es die Probleme auch zu lösen vermag.

LifeWatch: Überzeugende Bilanz

Die Schweizer LifeWatch AG bestätigte mit den Anfang November vorgelegten Ergebnissen zum dritten Quartal einmal mehr ihren eingeschlagenen Wachstumskurs. Während die Erlöse im Jahresvergleich um 47% auf 34 Mio. USD zunahmen, vervielfachte sich der Überschuss auf 7,3 Mio. USD (Vj.: 1,6 Mio.). Interessant ist dabei >>



Foto: Loewe

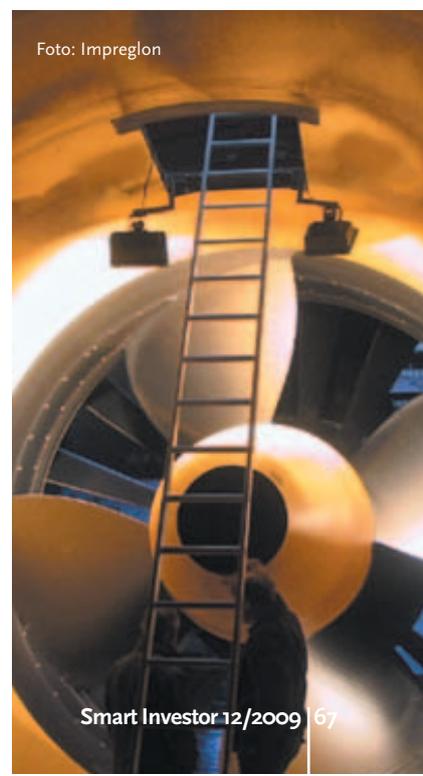


Foto: Impreglon



der Vergleich mit dem Vorquartal. Obwohl die Umsätze praktisch auf dem Niveau des zweiten Quartals hereinkamen, gelang es, den Reingewinn nochmals um über 2 Mio. USD zu verbessern. Ein Großteil der Erlöse entfällt inzwischen auf die hochprofitablen Überwachungsdienstleistungen. Der Verkauf von Systemen und Geräten trägt gerade noch einmal 5% zum Konzernumsatz bei. Wie bereits angekündigt, plant der Anbieter drahtloser Herzüberwachungen den Markteintritt auf dem Gebiet der Schlafanalyse. Das eigene „NiteWatch“-System soll eine Untersuchung zuhause ermöglichen und damit den teuren, für den Patienten meist unbequemen Besuch eines Schlaflabors ersetzen. Die breite Markteinführung ist für das nächste Jahr vorgesehen. Allein der seit September geltende, deutlich reduzierte Rückerstattungstarif, unter den rund ein Drittel der Herz-Untersuchungen fällt, trübt etwas das nahezu perfekte Bild.

SI-Kommentar: Die niedrige Bewertung (KGV 8) mag ein Hinweis darauf sein, dass die Börse mittelfristig Gewinneinbußen aufgrund niedrigerer Verrechnungssätze unterstellt. Wir würden daher vor einem Einstieg zunächst die Entwicklung im Schlussquartal abwarten.

Impreglon: Akquisitionshunger

Voll erwischt hat die Krise den Oberflächenbeschichtungsspezialisten Impreglon. Viele Kunden stammen aus der Automobilindustrie und dem Maschinenbau. Anders als mancher Konkurrent befinden sich die Lüneburger jedoch in einer vergleichsweise komfortablen Lage. So nutzt Gründer und Firmenchef Henning J. Claassen die derzeitige Marktschwäche für gezielte Zukäufe. Im September hat er gleich zwei Werke in Polen und den USA übernommen. Mit einer in diesen Tagen vollzogenen Kapitalerhöhung will Claassen mindestens zwei weitere Akquisitionen finanzieren. Die Verhandlungen hierüber seien bereits sehr konkret. Was das Tagesgeschäft angeht, so deutet doch vieles auf eine Stabilisierung hin. Alle Werke hätten laut Claassen im Oktober die besten Zahlen des Jahres erzielt. Auch dank der eingeleiteten Restrukturierung blickt der Firmenchef wieder optimistischer in die Zukunft. Die Planung für das nächste Jahr sieht bislang ein Umsatzvolumen auf dem Niveau des dritten und vierten Quartals vor. Auf dieser Basis will der Vorstand profitabel arbeiten.

SI-Kommentar: Längerfristig sollte sich die antizyklische Akquisitionspolitik auszahlen. Läuft das Geschäft im nächsten Jahr nur etwas besser, als es die jetzige Planung vorsieht, dürfte Impreglon ein eindrucksvoller Turnaround gelingen. ■

NACHRICHTEN AUS DEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN

Nanostart: MagForce-Beteiligung kann glänzen

Auf einem neuen Jahreshoch notierte zuletzt die Aktie der Nanostart AG. Hierfür dürften positive Studienergebnisse der wichtigsten Beteiligung, der Berliner MagForce (ebenfalls börsennotiert), verantwortlich sein. Dem Spezialisten für Krebstherapien gelang in einer Wirksamkeitsstudie mit 59 an einem bösartigen Hirntumor erkrankten Patienten ein wichtiges Etappenziel auf dem Weg zur Zulassung. Der Einsatz der von MagForce entwickelten Nano-Krebstherapie, die anders als Chemotherapie und Bestrahlung keinerlei gravierende Nebenwirkungen zu haben scheint, erhöhte die mediane Überlebenszeit der Patienten von sechs auf über 13 Monate. Nun will das Unternehmen bis Jahresende die Zulassung in der EU beantragen. Nur wenige Tage später präsentierte Nanostart-Vorstand Marco Beckmann die Studie vor US-Investoren in New York.

SI-Kommentar: Ein nachhaltiger Bruch des Jahreshochs bei 20 EUR kann für einen prozyklischen Einstieg genutzt werden.

Aurelius: Versprüht Zuversicht

Aurelius-Chef Dr. Dirk Markus schlägt sich auf die Seite der Konjunkturoptimisten. Anlässlich der Bekanntgabe der Neunmonatszahlen ließ er sich zu der Aussage hinreißen, wonach die Portfolio-Unternehmen „klare Aufwärtstendenzen“ zeigten. Besonders erfreulich entwickelten sich u.a. der Spirituosenhersteller Berentzen, die britische Sit-up-TV und die Hotel-

kette GHotel. Bedingt durch zahlreiche Übernahmen in den vergangenen Quartalen erhöhte sich der Gruppenumsatz in den ersten neun Monaten um 128% auf 560 Mio. EUR, das EBITDA verdreifachte sich sogar auf 155 Mio. EUR. Hierin sind die auch für das Sanierer-Geschäftsmodell typischen Erträge aus der Bilanzierung des „Bargain Purchase“ – also der Differenz zwischen Buchwert und Kaufpreis – in Höhe von 142 Mio. EUR sowie Restrukturierungsaufwendungen über 23 Mio. EUR enthalten. Am aussagekräftigsten erscheint bei allen bilanziellen Rochaden immer noch der Free Cashflow. Dieser summierte sich von Januar bis September auf 82 Mio. (Vj.: -1,6 Mio.) EUR. Damit dürfte die Zielvorgabe von 100 Mio. EUR für das Gesamtjahr sehr wahrscheinlich erreicht oder übertroffen werden.

SI-Kommentar: Unser ehemaliger Musterdepotwert ist eine Wette auf eine konjunkturelle Trendwende. In diesem Szenario dürften baldige Sanierungserfolge bei wichtigen Beteiligungen den Kurs weiter antreiben. ■

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).

alstria office: Verkauf weiteres Portfolio

Trotz einer weiterhin schwierigen Marktlage gelang es der Hamburger alstria office zuletzt, ein umfangreiches Immobilienportfolio – bestehend aus sieben nahezu voll vermieteten Objekten – zum aktuellen Buchwert zu veräußern. Mit einem Kaufpreis von 93 Mio. EUR war der Deal die bislang größte Büroimmobilientransaktion in diesem Jahr. Alstria konnte hierdurch die Ende 2011 fällige Abschlusszahlung des laufenden Konsortialkredits auf 784 Mio. EUR zurückführen. Noch vor einem Jahr belief sich diese Verbindlichkeit auf 1,1 Mrd. EUR. In Summe trennte sich der erste deutsche REIT damit im laufenden Jahr von Vermögensgegenständen im Gegenwert von über 140 Mio. EUR. Für die nahe Zukunft sind weitere ähnliche Deals zu erwarten. Gleichzeitig wolle man „vorsichtig neue Investitionen prüfen“, so Vorstandschef Olivier Elamine.

SI-Kommentar: Das Portfolio der alstria weist eine überdurchschnittliche Mieterbonität aus (u.a. Stadt Hamburg, Daimler, Barmer, Siemens). Das macht die im SDAX enthaltene Aktie inzwischen auch für eher konservative Anleger interessant.

CR Capital Real Estate: REIT-Status bis 2011

Zu den Kleinsten unter den hiesigen Immobiliertiteln zählt (noch) die Berliner CR Capital. Die seit Mitte 2008 börsennotierte Gesellschaft besitzt bislang den Vor-REIT-Status. Vorstand Thomas Ehrich strebt auf dieser Basis bis zum Jahr 2011 den Status als Wohn-REIT an. Im Gespräch mit Smart Investor erläutert er die weiteren Investitionsvorhaben der CR Capital. „Unser Fokus liegt zurzeit auf Wohn- und Gewerbeimmobilien. Dabei bevorzugen wir krisenfeste Objekte, wie man sie beispielsweise in Grunewald oder in der Nähe des geplanten

SMART INVESTOR SPECIAL „IMMOBILIENAKTIEN 2009“

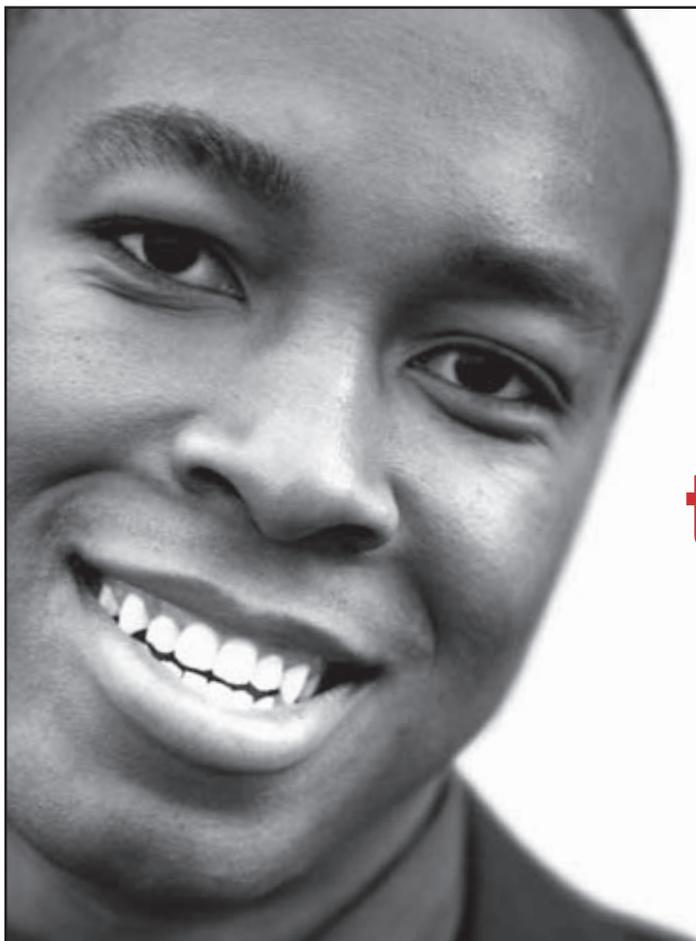
Immobilienaktien legten zuletzt eine stattliche Rallye aufs Parkett. Wie es weitergeht, ob das Betongold tatsächlich ein Revival erlebt und welche Aktien sich Anleger in diesem Kontext genauer anschauen sollten, das beleuchtete abermals das **Immobilien-Special** des Smart Investor anlässlich der 9. Ausgabe der Fachkonferenz der Initiative Immobilien-Aktie. Damit ist das Heft für jeden Immobilien-Investor ein Muss und kann beim Verlag zum Preis von 5 EUR bestellt werden.



Großflughafens Schönefeld findet.“ Über die Mieteinnahmen aus den Gewerbeimmobilien möchte Ehrich die beiden noch im Aufbau befindlichen Segmente „Sanierung von Altbau-Wohnimmobilien“ und „Bau von Wohnimmobilien“ finanzieren. Für ein bereits erworbenes Grundstück im Berliner Szeneviertel Prenzlauer Berg soll bis Jahresende die Baugenehmigung vorliegen. Daneben sieht sich der Vorstand weiter nach attraktiven Immobilien im Großraum Berlin um: „Wir wollen noch dieses Jahr weitere Objekte zukaufen und so bis Ende 2010 die vermietbare Fläche verdoppeln.“ Auch eine Kapitalerhöhung sei für das nächste Jahr angedacht.

SI-Kommentar: Da der Wert seinen Abwärtstrend inzwischen verlassen hat, bieten sich auf dem aktuellen Niveau um 1,25 EUR erste spekulative Käufe an.

Anzeige



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

tradesignal[®]

interactive online charting

www.tradesignalonline.com

Es geht seitwärts

Mitunter durchaus starken Kursbewegungen bei Einzeltiteln steht eine insgesamt stabile Depot-Performance gegenüber, mit der wir zufrieden sein dürfen.



Der DAX nimmt sich eine Auszeit.

Die bereits im Vormonat zu beobachtende Konsolidierung auf hohem Niveau setzte sich auch in den zurückliegenden Wochen fort. Per Saldo können wir mit der Performance seit Jahresanfang mehr als zufrieden sein. Natürlich ist nicht jede Idee so aufgegangen, wie wir uns das im Vorfeld vorgestellt hatten, aber ohne Missgeschicke und kleinere Fehler ist das Anliegen an der Börse schlicht nicht vorstellbar. Getäuscht haben wir uns, als wir annahmen, es käme im Herbst zu einem stärkeren Kurseinbruch. Stattdessen trat an den Märkten immer deutlicher eine innere Stärke offen zu Tage, die sich im DAX in einer noch mehrmonatigen Seitwärtsphase ausdrücken könnte. Unseren Short auf den DAX werden wir daher sehr wahrscheinlich schon bald schließen. Es könnte sogar sein, dass bereits beim Erscheinen des Dezember-Hefts der Schein nicht mehr dem Depot angehört. Hier informiert zeitnah wie gewohnt der „Smart

Investor Weekly“ über jede geplante Transaktion. Ganz sicher werden wir uns recht zeitnah von unserem Put auf die Deutsche Bank trennen, da dieser ohnehin im Dezember ausläuft. Wenngleich wir klar zugeben müssen, dass unsere Spekulation in diesem Fall nicht aufging, so haben wir doch darin bewusst nur eine sehr kleine Position aufgebaut, gerade weil wir das Risiko eines möglichen Totalverlusts kannten.

Eine Erklärung zum EUR/USD-Short

Neu im Depot ist ein Short auf den Euro zum US-Dollar. Das mag zunächst verwundern, wird doch gerade der Greenback allgemein heruntergeschrieben und als „schwach“ eingestuft. Nun sehen wir im US-Dollar auch keine besonders starke Währung, wir glauben allerdings, dass sich der Euro mittel- bis langfristig noch deutlich schwächer entwickeln wird. Zwar kann man die

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR) STICHTAG: 20.11.2009
 PERFORMANCE: +27,4% SEIT JAHRESANFANG (DAX: +17,7%); -0,3% GG. VORMONAT (DAX: -1,3%); +181,9% SEIT DEPOTSTART (DAX: +121,4%)

	WKN	BRANCHE/ LAND	SIP*	C/R*	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE	
											VORMONAT	SEIT KAUF
INIT [D] IK	575 980	TELEMATIK	B	6/4	1.000	26.11.08	4,70	10,95	10.950	3,9%	+25,9%	+133,0%
PANORAMIC RES. [AUS]	A0Q 29H	NICKELPRODUZENT	D	8/8	10.000	15.10.08	0,67	1,50	15.000	5,3%	-10,7%	+123,9%
BANPU [THAI]	882 131	KOHLPRODUZENT	B	7/6	2.000	04.04.07	4,72	9,80	19.600	7,0%	+7,8%	+107,6%
UNITED INTERNET [D]	508 903	INTERNET	C	8/6	1.000	08.10.08	5,65	9,15	9.150	3,2%	-8,1%	+61,9%
BAADER [D]	508 810	MAKLER	C	8/6	5.000	08.10.08	2,05	3,24	16.200	5,7%	+3,5%	+58,0%
ADVANCED INFLIGHT** [D] IK	126 218	MEDIEN	B	6/4	5.000	22.12.04	1,84	2,34	11.700	4,2%	-32,0%	+27,2%
STRATEC BIOMEDICAL [D]	728 900	MEDIZINGERÄTE	B	7/5	400	11.11.09	23,48	25,00	10.000	3,5%	-	+6,5%
DAX-SHORT-HZ; 6.250; JUN10	CGO 21U		E	9/8	2.000	26.10.09	5,50	5,80	11.600	4,1%	-	+5,5%
SINO-FOREST [CHN]	899 033	HOLZPRODUZENT	C	8/6	800	09.09.08	11,20	11,70	9.360	3,3%	+12,1%	+4,5%
SILVER STANDARD RES.** [CAN]	858 840	SILBEREXPLORER	C	7/5	1.000	13.11.08	14,29	14,50	14.500	5,1%	+7,8%	+1,5%
DELTCOM [D] IK	514 680	REIFENHANDEL	B	7/5	400	11.11.09	23,99	24,00	9.600	3,4%	-	+0,0%
RATIONAL [D]	701 080	KÜCHENGERÄTE	D	7/7	100	06.08.08	116,41	114,27	11.427	4,1%	+13,4%	-1,8%
NETEASE [CHN] IK	501 822	INTERNET-SPIELE	B	8/6	300	15.07.09	26,06	25,03	7.509	2,7%	+1,1%	-4,0%
PALFINGER [ÖST]	919 964	SPEZIALKRÄNE	D	7/6	600	21.06.06	17,97	16,80	10.080	3,6%	-9,4%	-6,5%
EUR/USD-SHORT; 1.555 USD	TB7 N6H		B	8/7	1.000	04.11.09	5,45	4,77	4.770	1,7%	-	-12,5%
EQUITYSTORY [D]	549 416	INVESTOR RELATIONS	D	5/5	400	06.10.08	21,30	17,50	7.000	2,5%	-2,3%	-17,8%
ORAD HI-TEC [ISR] IK	928 634	3D-SOFTWARE	C	7/6	3.000	06.08.08	2,65	2,17	6.510	2,3%	+8,5%	-18,1%
STRATECO RES. [CAN] IK	A0C AKR	URAN-EXPLORER	C	9/8	10.000	08.10.08	0,67	0,52	5.200	1,8%	-5,5%	-22,4%
DEUTSCHE BANK PUT; DEZ 09	CG5 FKN		E	8/9	10.000	16.09.09	0,20	0,06	600	0,2%	-14,3%	-70,0%

*) 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.

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

AKTIENBESTAND	190.756	67,7%
LIQUIDITÄT	91.169	32,3%
GESAMTWERT	281.925	100,0%

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

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE					
	WKN	KURS	STÜCKZ.	KAUFWERT	DATUM
DAX HEBEL SHORT	CG0 21U	5,50	2.000	11.000,00	26.10.09
EUR/USD SHORT	TB7 N6H	5,45	1.000	5.450,00	04.11.09
STRATEC BIOMEDICAL	728 900	23,48	400	9.392,00	11.11.09
DELTICOM	514 680	23,99	400	9.596,00	11.11.09

Hereinnahme des Scheins auch als Währungsspekulation interpretieren, uns geht es zu allererst um eine Versicherung gegen eine erwartete Euro-Abwertung. Wir wollen hier ganz bewusst aus der Sicht eines europäischen Anlegers agieren und einer Entwertung aktiv entgegen treten.

Aktie von AIA (IK) unter Druck

Börse ist nicht immer gerecht. Das bekam zuletzt unser Langzeit-Depotwert AIA zu spüren. Der Anbieter von Inflight-Entertainment-Programmen präsentierte die besten Neunmonatszahlen seiner Geschichte. Dennoch wurde die Aktie gnadenlos abgestraft. Der Grund hierfür liegt in dem vorsichtigen Ausblick auf das vierte Quartal. Wie uns Vorstandschef Otto Dauer erläuterte, wurde der Ausblick konservativ gehalten, da sich die globale Wirtschaftskrise erst 2009 zu einer ausgeprägten Krise der Fluggesellschaften entwickelt hat und die Reaktionen vieler großer Airlines erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung für ihre Lieferanten zu spüren sein werden. Derzeit verhandle AIA mit vielen Fluggesellschaften über die Konditionen für das kommende Jahr. „Innerhalb der längerfristigen Rahmen-

verträge werden die Preise jedes Jahr neu ausgehandelt“, so Dauer über den Vertragszyklus der Branche. Mit einigen wichtigen Kunden habe man sich bereits einigen können. „Der Markt schließt aus einem eher schwächeren vierten Quartal auf ein schwaches 2010. Eine solche Folgerung halte ich für verfrüht, zumal sich aus dem Konsolidierungsdruck der Branche auch Effekte zu unseren Gunsten ergeben können“, wird der CEO zitiert. Konkret bemüht sich AIA um eine große Airline, die bislang mit einem Wettbewerber zusammenarbeitet. Dass die Aktie gleich derart „abstürzte“, liegt sicherlich auch an der Aktionärsstruktur mit ihrem hohen Streubesitzanteil. Es fehlt an starken Ankerinvestoren, die notfalls auch einmal mit (Kauf-) Aufträgen dagegen halten.

Init (IK) mit exzellenter Neunmonatsbilanz

Ein neues Quartal, ein neuer Auftragsrekord. Die Karlsruher Init AG bleibt sich und ihrer Erfolgsstory auch in schwierigen Zeiten treu. Von Rezession oder Weltwirtschaftskrise ist in der Bilanz des Anbieters von Verkehrstelematik nichts zu sehen. Unsere Investmentidee, wonach das Unternehmen insbesondere von verstärkten öffentlichen Investitionen in den Ausbau des Öffentlichen Personennahverkehrs (ÖPNV) profitieren sollte, ist längst aufgegangen. Nach einem Jahr im Depot weist die Position inzwischen einen Buchgewinn von 133% auf. Dabei scheint es, als liege das Beste noch vor den Badenern. Per Ende September lagen Init feste Zusagen über Aufträge in einem Gesamtwert von 149 Mio. EUR vor. Vor einem Jahr waren es hinge- >>

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:

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

SI 12/09

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

gen „lediglich“ 103 Mio. EUR. Der Auftragsbestand hat eine Reichweite weit über das nächste Jahr hinaus. Aber nicht nur der Blick in die Zukunft, auch der in die Vergangenheit fällt erfreulich aus. In den ersten neun Monaten des Jahres erzielte der Konzern einen Umsatz von 44,3 (Vj.: 34) Mio. EUR sowie ein operatives Ergebnis von 7,2 (Vj.: 2,3) Mio. EUR. Der Gewinn je Aktie vervielfachte sich im selben Zeitraum von 13 auf 54 Cent. Vor dem Hintergrund eines traditionell starken vierten Quartals sollte Init seine Jahresplanung (Umsatz 60 Mio. EUR, EBIT 8,6 Mio. EUR) deutlich übertreffen.

Das Schlimmste scheint überstanden

Anders als Init hatten der Küchengerätehersteller Rational und die israelische Orad (IK) durchaus mit den Folgen der globalen Rezession zu kämpfen. Doch in beiden Fällen deuten die jüngsten Quartalsberichte auf eine Rückkehr zur alten Ertragskraft hin. So gelang es Rational, dank einer strikten Kostenkontrolle und gesunkener Rohstoffpreise eine für ein produzierendes Unternehmen geradezu sensationelle EBIT-Marge von 32% zu erwirtschaften. Die Umsätze lagen zuletzt nur noch 3% unter Vorjahr. Damit scheint auch hier der Negativtrend gestoppt. Da Rational aufgrund extrem kurzer Lieferzeiten unmittelbar am Konjunkturtropf hängt, deutet vieles auf ein ähnlich starkes Schlussquartal hin. Rational-Chef Dr. Günter Blaschke stellte bei einer weiteren Stabilisierung des Geschäfts bereits eine Rückkehr zur alten, aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik in Aussicht.

Mit Orad wollten wir seinerzeit auf ein im Bereich der TV-Echtzeit-Grafiklösungen führendes Software-Unternehmen setzen. In der Rückschau kam unser Einstieg im August vorigen Jahres zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt. Orads Kunden, zu meist TV-Stationen, waren gezwungen, ihre Investitionen infolge sinkender Werbeerlöse zu kürzen. Das führte bei Orad im ersten Halbjahr zu einem Umsatz- und Gewinneinbruch. Aber auch die Lage sieht mittlerweile deutlich besser aus. Der Überschuss der ersten neun Monate in Höhe von 1 Mio. USD entfällt zu einem Großteil (0,8 Mio. USD) auf das dritte Quartal. Sequenziell kletterten die Erlöse sogar um 18%. Die absehbare Erholung der Werbeumsätze und der durch die Einführung des hochauflösenden Fernsehens steigende Innovationsdruck (Umstellung der Technik) bilden für das nächste Jahr eine gesunde Ausgangsbasis.

Wir setzen auf starke Aktien und Unternehmen

Mit dem Medizingerätehersteller Stratec Biomedical und dem Internet-Reifenhändler Delticom (IK) setzen wir auf eine Kombination aus überzeugenden Fundamentaldaten und charttechnischer Stärke. Beide Werte notieren auf einem Jahresrespektive Allzeithoch. Mit Stratec wollen wir den im Depot bislang sträflich vernachlässigten Healthcare-Sektor abdecken. Als Zulieferer vieler führender Diagnostikunternehmen (Bayer, Chiron, Genprobe, Siemens) partizipiert der Konzern an der rasant wachsenden Zahl durchgeführter Tests und Analyseverfahren. In den kommenden Monaten beginnt für eine Reihe der von Stratec entwickelten Analysesysteme die Serienproduktion. Daraus leitet sich bereits heute ein signifikanter Umsatz- und Ergebnisanstieg in den nächsten beiden Jahren ab. Bei Delticom überzeugt uns vor allem die Wachstumsstärke und Skalierbarkeit des Geschäftsmodells. So kann die Gesellschaft beim Einkauf ihre Größenvorteile ausspielen und damit ihre Reifenmodelle von den Herstellern günstiger erstehen. Gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten steigt das Preisbewusstsein der Verbraucher, die vermehrt nach den billigsten Angeboten Ausschau halten. Hier ist das Internet oftmals die erste Anlaufstelle. Viele preisbewusste Reifenkäufer landen bei ihrer Suche im Internet früher oder später auf der Webseite von Delticom.

Fazit

Ein für uns insgesamt sehr zufriedenstellendes Jahr neigt sich allmählich seinem Ende entgegen. Nicht nur die absolute Performance unseres Musterdepots braucht sich nicht vor der anderer Börsenmagazine und Börsenbriefe zu verstecken, auch unsere Benchmark haben wir klar geschlagen. Nachdem wir in den vergangenen Monaten nur sehr selektiv unsere Liquidität für Neuaufnahmen eingesetzt hatten, müssen wir an dieser Stelle vermutlich bald umdenken. Es ist durchaus wahrscheinlich, dass wir bereits in drei Monaten wieder voll investiert sind. ■

Marcus Wessel

Cross Links

GoingPublic Magazin 12/2009



- ◆ Clean Technologies: als Wirtschaftsfaktor nicht mehr wegzudenken
- ◆ Corporate Governance: Wie viel Regulierung ist nötig?
- ◆ Publizitätsdienstleister: Paradigmenwechsel durch Social Media
- ◆ Außenwirtschaftsgesetz: neue Hürden für M&A-Transaktionen?
- ◆ Inkl. Special „Foreign Issuers 2009 – Access to Capital at FWB“ (3. Jg.)

Weitere Informationen unter www.goingpublic.de

VentureCapital Magazin 12/2009



- ◆ Private Equity: Wie viel Öffentlichkeitsarbeit gehört dazu?
- ◆ Executive Talk mit Antenne Bayern-Geschäftsführer Karlheinz Hörhammer
- ◆ VC-Markt: Bodenbildung im 3. Quartal 2009
- ◆ Aktuelle Trends im Private Equity-Zweitmarkt
- ◆ Investor im Portrait: Tiburon Partners

Ausgewählte Beiträge und weitere Informationen unter www.vc-magazin.de

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).

Eigenkapitalforum 2009

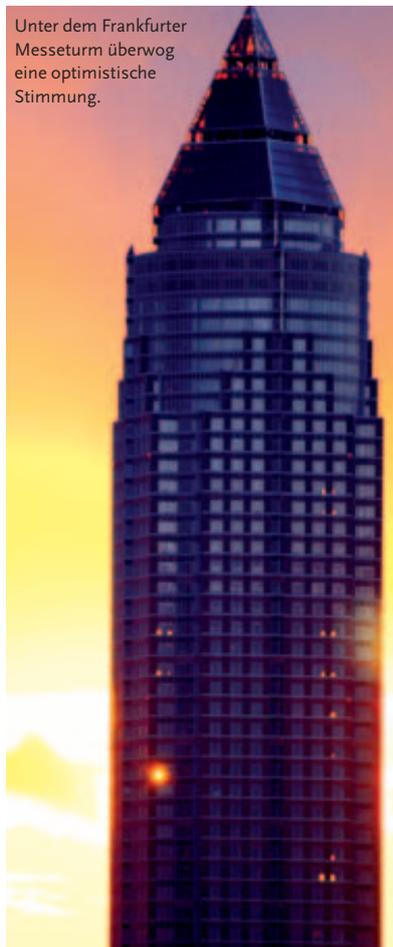
Fast schon wieder „Business as usual“

Auf dem diesjährigen Eigenkapitalforum Anfang November in Frankfurt war das Wort Krise das wohl am meisten gebrauchte. Aber anders als noch im Vorjahr war die Stimmung schon fast wieder wie vor der Krise, so als hätte die Normalität längst Einzug gehalten.

Maulwurf- statt Adlerperspektive

In seinem einleitenden Vortrag machte Dr. Stefan Schulte, Vorstandschef des Flughafenbetreibers Fraport, deutlich, wie wichtig eine solide Eigenkapitalausstattung für Unternehmen gerade in schwierigem Fahrwasser ist. Unternehmenspräsentationen wie jene von Aixtron verbreiteten einen gewissen Optimismus, das Schlimmste wäre bewältigt. Auf den Einzelforen zu den Emerging Markets machten ebenfalls zahlreiche Gesellschaften auf Schönwetter. Das Problem dabei war nur, dass bei allem Durchatmen bei den Konzernen die Schwierigkeiten auf Makroebene noch nicht beseitigt wurden. Am deutlichsten wurde das am Beispiel der Ukraine. Dort soll sich die Lage 2010 den Ausführungen zufolge richtiggehend entspannen, den Unternehmen wäre damit die Basis bereitet, weiter zu wachsen. Dass ein Land wie die Ukraine nach wie vor am Abgrund taumelt und mit ihm zahlreiche andere Länder, wurde nur am Rande erwähnt.

Unter dem Frankfurter Messturm überwog eine optimistische Stimmung.



Das wird schon wieder

Zwar zeigten Vorträge, wie es Ländern immer wieder gelingt, nach schweren Krisen auf den Wachstumspfad zurückzukehren, aber genau die „das wird schon wieder“-Mentalität dürfte die wahren Tatsachen ein wenig ausblenden. Als Zuhörer bekam man den Eindruck, auf dem Eigenkapitalforum würde die Mehrheit aus der Maulwurfperspektive die Situation betrachten. Die Welt mit Adleraugen zu sehen, brächte andere Erkenntnisse. Denn das volkswirtschaftliche Makrobild ist insgesamt doch eher mau (s. auch „Das große Bild“ auf S. 46). Der Marktconsens, und darüber gab das Eigenkapitalforum einmal mehr einen guten Querschnitt ab, ist bereits wieder zur Tagesordnung übergegangen oder würde dies in absehbarer Zeit gerne tun. Wer am Mittagbuffet zwischen den Zeilen horchte, der konnte die hessische Floskel „A mir gehd's subba“ bereits wieder des Öfteren hören.

Fazit

Als Besucher fühlt man sich bestätigt: Das Eigenkapitalforum ist das Fieberthermometer des Kapitalmarktes und gibt dessen Stimmung stark verdichtet wieder. Ob jedoch der Status quo vor der Krise – so wie die Mehrheit der Besucher es erwartet – so rasch wieder erreicht wird, das bleibt abzuwarten. ■

Tobias Karow

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





Corporate Finance Projektleiter/-in

CatCap GmbH ist ein bankenunabhängiges Corporate Finance Beratungsunternehmen. CatCap begleitet wissensbasierte Unternehmen und deren Anteilseigner in Fragen der Veräußerung von Anteilen sowie der Eigenkapitalausstattung, bei der Optimierung von Unternehmensportfolios und sonstigen strategischen Kapitalmaßnahmen auf Gesellschafter- und Unternehmensebene. In der Beratung von Technologie Unternehmen sind wir führend in Deutschland.

Unsere Anforderungen an Sie:

Sie zeichnen als Projektleiter(in) verantwortlich für Vorbereitung, Strukturierung und Ausführung von deutschen und internationalen Corporate Finance-Beratungsprojekten. Zu Ihrem Aufgabengebiet gehören die Erstellung von Investmemoranden, von Finanzplanungsmodellen und Unternehmensbewertungen, die Ansprache von Investoren oder Käufern und die Begleitung der Transaktionsverhandlungen bis zum erfolgreichen Abschluss.

Unsere Anforderungen an Sie:

- überdurchschnittlicher Abschluss eines Studiums der Wirtschaftswissenschaften oder einer vergleichbaren Fachrichtung
- 3 bis 5 Jahre Berufserfahrung im Beteiligungsgeschäft, Investmentbanking, in der Wirtschaftsprüfung oder der Unternehmensberatung
- fundiertes Wissen im Bereich der Rechnungslegung
- gute analytische und konzeptionelle Fähigkeiten
- sehr gute kommunikative Fähigkeiten und Führungsqualitäten
- verhandlungssichere Englischkenntnisse in Wort und Schrift
- sicherer Umgang mit den MS-Office Standardprogrammen

Sie sollten in der Lage sein, selbständig und eigenverantwortlich Projekte zu leiten. Sie sind teamfähig, zuverlässig und betreuen die Mandanten von CatCap freundlich und kompetent. Wenn Sie unsere Anforderungen erfüllen, senden Sie uns bitte Ihre Bewerbungsunterlagen an:

Astrid Wallschläger
CatCap GmbH
Valentinskamp 24
20354 Hamburg
 oder per Mail an: astrid.wallschlaeger@catcap.de

Promovierter Arzt

- bisher erfolgreiches, zukunftsorientiertes Wirken in der stationären und ambulanten Rehabilitation in leitender Stellung,
- mit wissenschaftlichen, betriebswirtschaftlichen und sozialrechtlichen Kenntnissen,
- erfahren in der Vorstandsarbeit einer Stiftung,

sucht neue Herausforderung

als hauptamtlicher Geschäftsführer

in einer gemeinnützigen Organisation.

Kontakt: jobz@gmx.eu

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)

In Kooperation mit



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 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**



„Die Welt wird nicht jedes Jahr untergehen“

Smart Investor im Gespräch mit **Thilo Müller**, Fondsmanager des HAIG MB Max Value Fonds, über Chancen in der Krise, wechselnde Antriebe der Hausse und aussichtsreiche Aktien 2010.

Smart Investor: Herr Müller, Ihr Haus sieht sich als eigentümergeführte Fonds-Boutique. Was bedeutet das?

Müller: Für uns heißt das an erster Stelle Unabhängigkeit, wir treffen unsere Entscheidungen also losgelöst von übergeordneten Interessen. Und das meist sehr rasch. Eigentümer sind drei Partner, von denen jeder ein Vetorecht hat. Wenn einem also eine Sache nicht passt, dann wird sie nicht gemacht, getreu dem Motto: Man muss nicht jedes Pferd reiten, das sich einem in den Weg gestellt hat. Es gibt genug Chancen, wenn wir da mal eine auslassen, geht die Welt auch nicht unter.

Smart Investor: Apropos Chancen: Ist Schwarz-Gelb eine Chance für Deutschland und seinen Mittelstand?

Müller: Also, diese Hoffnung habe ich schon, ja. Es gibt doch in der jetzigen Misere zwei Lösungsansätze. Entweder ich spare mich kaputt, oder aber ich mobilisiere durch geeignete Maßnahmen die Wachstumskräfte, etwa durch neue Anreize im Steuersystem. Im Mittelalter gab es mal den Zehnten, wenn Sie sich erinnern, mittlerweile haben wir den Zweiten. Der Staat nimmt Ihnen also grob die Hälfte Ihres Einkommens. Da macht das „Unternehmen“ schlichtweg wenig Spaß, weil das schon etwas von einer Enteignung hat. Aber in meinen Augen sind weniger die Steuersätze entscheidend als vielmehr die Komplexität des Systems. Ob die neue Koalition hier substantiell angesichts der desolaten Fiskalsituation vorankommt, bleibt abzuwarten. Ich traue aber Schwarz-Gelb zu, dem Unternehmertum mehr Rückenwind zu verschaffen. Dadurch entstehen neue Jobs. Und was gibt es Sozialeres als eine wachsende Zahl an Menschen, die in Lohn und Brot stehen?

Smart Investor: Inwiefern spiegelt sich Ihre Unternehmensphilosophie in Ihrer Anlagestrategie wider?

Müller: Unser Ansatz ist durch seine ruhige, auf Stetigkeit bedachte Vorgehensweise charakterisiert. Wir bewegen also das Fondsvolumen nicht ständig hin und her. Auf der anderen Seite bedeutet Unternehmen ja auch, etwas zu unternehmen, und da-

Thilo Müller, Jahrgang 1968, ist seit dem Juli 2005 geschäftsführender Gesellschafter der MB Fund Advisory GmbH. Zusammen mit seinen Partnern Armin Stahl und Markus Stillger ist er neben anderen Fonds auch für den HAIG MB Max Value verantwortlich. Vor seiner Tätigkeit als Fondsmanager war der Diplom-Kaufmann u.a. bei der Landesbank Rheinland-Pfalz, der Consors Capital Bank und der BHF Bank beschäftigt.



her gehen wir auch aktive „Wetten“ ein und halten diese durchaus auch einmal zwei oder drei Jahre durch. Die Methode ist also nicht momentumgetrieben, sondern basiert auf einer langfristigen Value-Betrachtung. In unserem Fonds liegt die Umschlagshäufigkeit bei 0,5, in vielen Vergleichsfonds nahe eins. Pro Jahr setzen wir den Fonds also nur etwa zur Hälfte um.

Smart Investor: Trotzdem können wir uns vorstellen, dass auch für Sie 2008 ein besonderes Jahr war. Wo stehen wir eigentlich inmitten der Krise?

Müller: Die Wirtschaft war, und daran kann kein Zweifel bestehen, regelrecht schockgefrostet. Die Politik hat dann alles in allem die richtigen Maßnahmen unternommen. Zunächst stabilisierten die Notenbanken das Finanzsystem, dann brachten die Regierungen die Konjunkturprogramme auf den Weg. Wahrscheinlich werden wir am Ende sehen, dass wir diese Anschubhilfen für die Wirtschaft gar nicht gebraucht hätten. Zum damaligen Zeitpunkt waren diese Maßnahmen aber unausweichlich. Jetzt wandert das Momentum der Frühindikatoren zum Beispiel in die Auftragseingänge. Für September fielen die Produktionszahlen für Deutschland erfreulich aus, der VDMA hat zudem erstmals seit einem guten Jahr Zuversicht durchblicken lassen. Die dickste Überraschung ist für mich die Resistenz vieler Emerging Markets gegen die Krise. Die Gründe sind Demographie, die angehäuften Devisenreserven sowie die niedrige Verschuldung. Da sind die Staaten im Westen in einer ganz anderen, weniger vorteilhaften Lage.

Smart Investor: Und wir dachten schon, Sie hätten nur positive Argumente für die aktuellen wirtschaftlichen Umstände parat. Im kommenden Jahr könnte genauso gut noch ein zweites Abtauchen in den USA und damit auch hierzulande folgen.

Müller: Das ist schon richtig, aber in der momentanen Phase wird die Börse auch saisonbedingt die Vorsicht noch nicht „spielen“. Wenn allerdings klar wird, dass die Notenbanken durch die ver-



RWE-Aktien findet Fondsmanager Thilo Müller „hochspannend“; Foto: RWE AG

besserte Konjunktorentwicklung beginnen werden, die Liquidität wieder abzuschöpfen, dann wird es für die Börsen erstmal schwierig werden, weiter zu steigen. Ich kann nicht prognostizieren, wann die Notenbanken beginnen, die Zinsen erneut anzuheben, aber etwa zur Mitte 2010 könnte es soweit sein. Dazu wird dann der genüssliche Carry Trade, sich also in Dollar zu verschulden und das günstig geliehene Geld in der Welt anzulegen, irgendwann auslaufen. Dass sich aber die US-Währung in Schutt und Asche legt, glaube ich nicht. Die Amerikaner haben andere Nehmer- bzw. Stehauf-Qualitäten als wir Europäer, und das wird dem Dollar wieder zu einer gewissen Stärke verhelfen. Aber natürlich haben sie es sehr schwer, ausgehend davon können sie aber auch überraschen.

Smart Investor: Beim Thema Überraschung dürfte es den Anleger auch kaum verwundern, dass Ihr Fonds 2008 merklich gelitten hat. Woran lag es?

Müller: Was uns schon sehr weh getan hat, war VW, für mich einer der größten Skandale auf dem deutschen Kurszettel. Jeder aktiv gemanagte Fonds hatte sein Problem mit VW. Wir investieren zu 80% in große Standardwerte, dazu jeweils 10% in Small und Mid Caps. Von letzteren haben sich vor allem im letzten Quartal einige sehr schlecht entwickelt, zum Beispiel eine Drillisch oder Nordex. Durch unseren engen Kontakt zum Management, etwa zum Vorstand von Drillisch, wussten wir, dass selbst die Unternehmensführung ihre Aktienkurse nicht mehr verstanden hat. Als Value-Investor stehen Sie dann schon vor dem Dilemma, was machen Sie, wenn Vermögenswerte regelrecht verramscht werden?

Smart Investor: Was sind nun Ihre Value-Kennziffern?

Müller: Ganz klar, KGV, Dividendenrendite und Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV). Die einzige dieser drei großen Leitplanken, die zur Bewertung im Herbst 2008 übrig geblieben war, war das KBV. Wenn Sie mit KGVs argumentiert haben, wurden Sie fast schon ausgelacht. Denn auf welche Gewinne sollte das denn berechnet werden? Und wenn keine Gewinne erwirtschaftet werden, dann sinken auch die Ausschüttungen. Das KBV hat aber einigermaßen angezeigt, wo Aktien in der Vergangenheit schon notiert haben. Bei einer BASF war

das zum Beispiel ein guter Indikator, der wohl auch das Management bewogen hat, ordentlich zuzuschlagen.

Smart Investor: Sehen Sie sich eigentlich eher der Buffet'schen oder der Graham'schen Schule zugehörig?

Müller: Hier würde ich sagen, wir nutzen das Pragmatische aus beiden Welten. Wir haben ein internes Scoring-Modell entwickelt, mit Hilfe dessen wir den HDAX quantitativ screenen. Drängt sich da ein Wert auf, dann unterziehen wir diesen einer kritischen, qualitativen Würdigung, prüfen also die Plausibilität dieser Zahlen. Zum Beispiel sind die Gewinnschätzungen von Versorgern verlässlicher als jene mancher Technologiekonzerne. Im Prinzip ist das ein Kreislaufmodell. Unser bestehendes Portfolio wird permanent überprüft; gefällt uns ein Wert außerhalb des Depots besser, dann wird ausgetauscht. Aber natürlich sind Value-Kriterien stetiger und länger anhaltend und geben eben nicht kurzfristig Signale zum Kaufen oder Verkaufen. Außerdem geht die Welt ja nicht jedes Jahr unter.

Smart Investor: Was sind nun die Aktien, die Sie jetzt noch kaufen würden?

Müller: In meinen Augen müssen Anleger jetzt investiert sein, sich dann aber auch darauf einstellen, dass die liquiditätsgetriebene Hausse in eine gewinngetriebene übergeht. Da kann es dann holprig werden. Die Branchen, die wir mögen, sind zum Beispiel Versorger, hier speziell RWE und E.ON. Bei Dividenden-Renditen jenseits von 5% sind wir gerne mit dabei. Auch bei Versicherern wie Allianz und Münchener Rück sind wir investiert. Aus der zweiten Reihe glauben wir an eine starke Erholung bei Nordex. Windstrom kann einfach zu attraktiven Preisen erzeugt werden und wird damit sehr konkurrenzfähig. Oder schauen Sie sich eine Biotest an. Das Unternehmen hat ein gut laufendes Basisgeschäft, der schwachmarginige Bereich Diagnostik wurde zudem verkauft. Die Nachrichtenlage im kommenden Jahr wird eher besser ausfallen durch Zulassung bestehender Produkte in weiteren Märkten. Biotest könnte eine DER Aktien für 2010 werden.

Smart Investor: Herr Müller, das macht Hoffnung. Haben Sie vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Tobias Karow

Investieren und profitieren wie ein Strategischer Investor: 1st Group-3F Fonds



First Global Family Unternehmer Fonds

Anlagestrategie:
Investments in börsennotierte eigentümergeführte Unternehmen

Laut Universitätsstudien schneiden eigentümergeführte Unternehmen langfristig besser ab als breit gestreute Publikumsgesellschaften

WKN: A0M6SQ
ISIN: LU0329290448



Performance:
2008: 1. Rang in der Kategorie Internationale Nebenwertfonds der Euro am Sonntag

1st Capital Management Group GmbH

Ihr Ansprechpartner für:
- weltweiten institutionellen Aktien- und Bondhandel
- Vermögensverwaltung
- Fondsinittierung und -beratung

Herzogstr. 60
80803 München
Tel 089. 388 385 0
Fax 089. 388 385 19
info@1st-group.com
www.1st-group.com

Diese Anzeige dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleine Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen zu diesem Fonds (der aktuelle Verkaufsprospekt, der aktuelle Rechenschaftsbericht und – falls dieser älter als acht Monate ist – der aktuelle Halbjahresbericht). Investoren sollten sich bewusst sein, dass die zukünftige Performance erheblich von vergangenen Ergebnissen abweichen kann. Insofern kann die zukünftige Wertentwicklung des Fonds nicht zugesichert werden. Eine Garantie für die Richtigkeit aller Angaben kann nicht übernommen werden. Änderungen vorbehalten.



Rechtsüberholendes Bundesdatenschutzgesetz

? **Starker Dollar = schwacher Aktienmarkt?**
 Schon seit einiger Zeit erwarten Sie eine „Gegenreaktion oder mehr“ beim Dollar – also einen fallenden Euro. Besteht dann nicht auch eine erhebliche Gefahr für die Aktienmärkte hinsichtlich der vielen aktuell laufenden Dollar-Carry-Trades?

Andreas Ladendorf

SI Nur weil eine Behauptung oft genug in den Medien wiederholt wird, heißt das doch nicht, dass sie wahr sein muss. Sehen Sie sich den USD/EUR-Chart an. Sie werden feststellen, dass es keinen langfristigen Zusammenhang zu den Aktienmärkten gibt. Und außerdem behaupten wir nicht, dass der Dollar stark wird, sondern dass der Euro schwach wird. D.h. für alle nicht-europäischen Dollarhalter würde sich in unserem Szenario doch gar nichts ändern.

? **Englische Verkehrsregeln**
 Ich bin völlig verduzt, auf welcher Spur die SI-Redaktion zu überholen pflegt: Auf dem Titelbild 11/2009 ganz klar rechts! Mir ist schon klar, dass SI kein Mainstream-Magazin ist, aber das grenzt ja fast schon an Rowdytum!

Patrick Kiss

SI Dies ist einigen unserer Leser gefallen. Wir hatten zugegebenermaßen nicht mit einem solchen Aufschrei gerechnet. Und natürlich haben Sie alle miteinander recht. Zwar war uns der Fehler im Titelbild bei der Gestaltung schon bewusst, aus graphischen Gesichtspunkten war es jedoch effektvoller, die Spureinteilung so zu gestalten, wie es dann auch auf dem Titelbild zu sehen ist. Wir plädieren also nicht für Non-Mainstream im Straßenverkehr! Wir geloben bei einem ähnlich gelagerten Fall zukünftig Besserung.

? **Anonyme Goldkäufer dank Bundesdatenschutzgesetz?**
 In SI 11/2009 stellte ein Leser eine Frage zu einem möglichen Goldverbot im Hinblick auf seine bei Edelmetallhändlern hinterlegten persönlichen Daten und damit verlorene Anonymität. Ihre Antwort wäre um den Hinweis zu ergänzen, dass jeder lt. § 35 BDSG die Löschung oder Sperrung seiner Daten verlangen kann, z.B. auch bei Onlinehändlern. Ob die jeweilige Datenverarbeitung der Shops wirklich eine restlose Löschung umsetzen kann, oder ob z.B. über Protokolldaten weiterhin Namen und Adressen von Kunden nachvollziehbar

sind, sei mal dahingestellt. Ein entsprechendes Schreiben mit der Aufforderung zur Löschung oder Sperrung der eigenen Daten ist aber sicherlich kein Fehler.

Thomas B.

SI Im Grunde ist nichts gegen Ihre Darstellung einzuwenden. Allerdings sollte man beachten, dass die entsprechenden Händler einige Daten z.B. fürs Finanzamt bis zu zehn Jahre aufbewahren MÜSSEN! So sollte z.B. die Buchhaltung für Steuerprüfer anhand von Rechnungskopien nachvollziehbar sein. Wir glauben nicht, dass man sich als kleiner Unternehmer auf die Löschung von Daten gem. BDSG berufen kann. Eine „Ehrenwort“-Buchhaltung wäre wahrscheinlich nur Helmut Kohl möglich. Insofern: Einmal buchhalterisch erfasst, zumindest zehn Jahre hinterlegt.



Smart Investor 11/2009

? **Messmethode**
 Bitte fragen Sie Herrn Vogt, wie er zu seiner Behauptung im Interview in SI 11/2009 auf S. 22 kommt, „in Amerika wurden 30% des BSP für Konjunkturprogramme aufgewendet“. Das wären immerhin ca. 4 Bio. USD. Diese Größenordnung kann ich nicht nachvollziehen.

G. Carstanjen

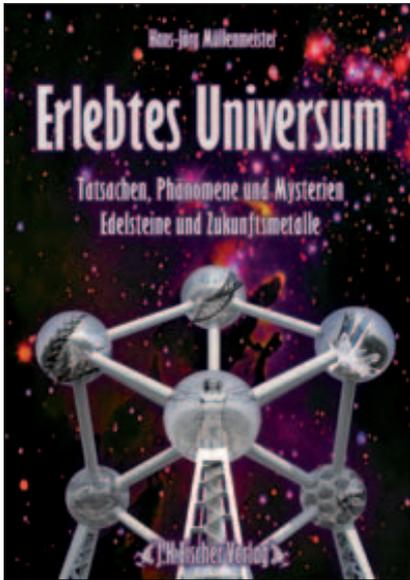
SI Herr Vogt teilte uns mit, dass er die staatlichen Ankurbelungsmaßnahmen als Summe aus dem Anstieg der Staatsverschuldung und dem Anstieg der Bilanzsumme der Notenbank misst. Wir halten diese Messmethode für sinnvoll. ■

**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 veröffentlicht. Dort kann man sich auch für die Versendung registrieren.

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 oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.

„Erlebtes Universum“



oder um sein Lieblingsthema „Diamanten und Edelsteine“ handelt. Man mag ihm Detailverliebtheit und bisweilen etwas abs-

trakte Beispiele vorwerfen (uns faszinieren sie eher), aber immer wieder kommt er auf den Punkt. Alle von ihm auch in seinem neuesten Werk „Erlebtes Universum“ aufgeführten Beispiele sind real, relevant und begleiten unser tagtägliches Leben. Das vorliegende Buch ist eine Sammlung aus mehr als drei Dutzend Lebensbereichen, die der Autor auch immer wieder lebensnah zu verquicken versteht. Und wenn der eine oder andere Leser nicht mit allen Themen warm wird, im nächsten Kapitel findet er mit Sicherheit für ihn Interessantes, vor allem jedoch Neues. Dieses Buch ist zum Verschenken wirklich bestens geeignet – als Antidote zu Computerspielen und als würdiger Ersatz für das immer dröger werdende Fernsehen. ■

Er schafft es immer wieder, seine Leser zu faszinieren, zu verblüffen und zu erstaunen. Hans Jörg Müllenmeister versteht es, auch komplexe Zusammenhänge verständlich und – noch wichtiger – stets interessant, bisweilen mit einem erfrischenden Schuss Humor, zu präsentieren. Egal, ob es sich dabei um Geheimnisse aus der Chemie und Physik, Biologie oder Medizin, Finanzwirtschaft

Hans-Wolff Graf

„Erlebtes Universum – Tatsachen, Phänomene und Mysterien, Edelsteine und Zukunftsmetalle“, Hans Jörg Müllenmeister, J.K. Fischer Verlag, Gelnhausen 2008, 448 Seiten, 24,95 EUR

Fünfseitige Zusammenfassungen zahlreicher Wirtschafts- und Finanzbücher finden Sie bei www.getabstract.com.

Anzeige

Extrem starke Performance bei geringem Risiko.
Sie denken so etwas geht nicht?



Geht nicht - gibt es nicht!

Strehks` CFD Swing Trader überzeugt auch Sie!
+55% echte, reale performance seit Februar 2009

Und das bei maximalem Drawdown von **-3,92%**!
(Depot ging zwischenzeitlich nur maximal 3,92% vom jeweiligen Hochpunkt nach unten)



JETZT zwei Wochen kostenlos testen und sich selbst überzeugen!

<http://www.godmode-trader.de/CFD-Trader>

Unternehmen von A-Z

Unternehmen	WKN	Seite
Advanced Inflight Alliance AG	126 218	71
alstria office REIT AG	AoL D2U	69
Asian Bamboo AG	AoM 6M7	64
Aurelius AG	AoJ K2A	68
BilfingerBerger AG	590 900	59
Canadian Solar Inc.	AoL CUY	32
Carmanah Technologies Corp.	662 218	32
Centrosolar Group AG	514 850	32
Centrotherm Photovoltaics AG	AoJ MMN	32
CEZ A.S.	887 832	6
C-Quadrat Investment AG	AoH G3U	62
CR Capital Real Estate	AoW MQ5	69
Delticom AG	514 680	72
Deutsche Telekom AG	555 750	60
Dyesol Ltd.	AoE TN7	32
Egis Gyogyszergyar NYRT	891 133	6
Envitec Biogas AG	AoM VLS	67
First Solar Inc.	AoL EKM	32
Impreglon AG	AoB LCV	68
init innovation in traffic systems AG	575 980	71
KazakhGold Group Ltd.	AoH MLF	6
Lifewatch AG	811 189	67
Loewe AG	649 410	67
MOL NYRT	593 127	6
Motech Industries Inc.	AoM R1M	32
Nanofocus AG	540 066	32

Nanostart AG	AoB 9VV	68
NPC Inc.	AoM 7HE	32
OAO Gazprom	903 276	6
Orad Hi-Tec Systems Ltd.	928 634	72
Payom Solar AG	AoB 9AH	32
Pfleiderer AG	676 474	59
Phoenix Solar AG	AoB VU9	32
Q-Cells SE	555 866	32
Rational AG	701 080	72
Sektellerei Schloss Wachenheim AG	722 900	66
SMA Solar Technology AG	AoD J6J	32
Software AG	330 400	67
Solar Power Inc.	AoM 5YN	32
SolarWorld AG	510 840	32
STRATEC Biomedical Systems AG	728 900	72
Sunpower Corp.	AoH HD1	32
Suntech Power Holdings Co. Ltd	AoH L4L	32
Systaic AG	AoJ KYP	32
Telefónica O2 C.R. A.S.	894 087	6
Trina Solar Ltd.	AoL F3P	32
TSKB	983 208	6
XsunX Inc.	AoD 83X	32
Yingli Green Energy Holding Co. Ltd	AoM R90	32

Einer Teilaufgabe dieser Ausgabe liegt eine Beilage der Schulungsgesellschaft The Trader, der Elitos Ltd. & Co. KG sowie der HWPB Historisches Wertpapierhaus AG bei.

Themenvorschau

bis Smart Investor 4/2010

Crack-up-Boom: Die richtige Aktienauswahl

Kapitalmarktausblick 2010:
Ein ganz besonderer Jahrgang

Kapitalschutz: Wissenswertes für harte Zeiten

Asien-Aktien: Die Stars von morgen

Gold-ETFs: Was ist davon zu halten?

Zeit: Sinnloser Kampf um Millisekunden

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

Wein: Der rote Saft als Kapitalanlage

Korrelationen: Skurrile Prognosemethoden

Impressum

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

7. Jahrgang 2009, Nr. 12 (Dezember)

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:

Christian Bayer, Jürgen Büttner, Hans-Wolff Graf,
Michael Heimrich, Magdalena Lammel, Ralph Malisch,
Stefan Preuß, Marcus Wessel

Gast-Autoren:

Detlef Glow, Alexander Hirsekorn, André Hüsemann,
Dr. Barbara Kolm, Uwe Lang, Andreas Otto,
Dr. Volker Schindel, Birgit Willberger

Interviewpartner:

Dr. Friedhelm Busch, Martina Gruber, Thilo Müller,
Steffen Orben, Martin Siegel, Peter Sjövall

Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung, Bildredaktion),
Tobias Karow (Bildredaktion),
Bundesarchiv/Bundesbildstelle (Collagefotos Titelbild),
Rudolf Schuppler (Gestaltung 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 2009:

20.12. (1/09), 31.1. (2/09), 28.2. (3/09), 28.3. (4/09), 25.4.
(5/09), 23.5. (6/09), 27.6. (7/09), 25.7. (8/09), 29.8. (9/09),
26.9. (10/09), 31.10. (11/09), 28.11. (12/09), 19.12. (1/10)

Redaktionsschluss:

20. November 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-
mefall 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.

Mehr Netto vom Brutto

Von Stefan Preuß, Redakteur des Smart Investor

Heutzutage ist es gar nicht so schwierig, Wahlen zu gewinnen. Früher mussten Politiker versprechen, die Steuern zu senken. Wenn dann nach dem Urnengang die Steuergeschenke ausblieben, war das Gemaule des Wahlvolkes natürlich groß und das Schlagwort vom Wahlbetrug schnell bei der Hand. Heute genügt es, umfangreiche Steuersenkungen zu fordern. Das macht das Regieren einfacher und über weite Strecken leumundtechnisch ausgesprochen komfortabel.

Geniale Arbeitsteilung, das: Die einen fordern Steuersenkungen im Multi-Multi-Milliarden-Bereich und ein einfaches Steuersystem mit Stufenmodell. Gerade so, als ob die dicken roten Zahlen zufällig und still und leise und so was von völlig überraschend in den Haushalt geschlüpft wären, dass dies auf den harten Oppositionsbänken unmöglich hätte wahrgenommen werden können. Egal: Traumergebnis eingefahren, Mehrheit gesichert. Und die anderen sagen Nein unter Hinweis auf die immense Staatsverschuldung. Nach einigem Hin und Her kommt der absehbare Kompromiss, und fertig ist der Koalitionsvertrag. Als Ergebnis steht also eine überschaubare Entlastung für Erben und Hoteliers. Und 20 EUR mehr Kindergeld, also drei Flaschen mittelpächtigen Fusels für Eltern laut Sarrazin-Tabelle. Das bringt den Wirtschaftsstandort Deutschland höchstwahrscheinlich auch nicht um, aber auch nicht nach vorne.

Dabei wäre so eine umfassende Steuersenkung im Grunde ausgesprochen christlich, denn alle Jahre wieder lernen wir ja zur Adventszeit: Geben ist seliger denn Nehmen. Dass nicht auf ei-

gene Rechnung gegeben wird, sondern auf Pump – was soll's? Teilen hat schließlich etwas mit Nächstenliebe zu tun, siehe St. Martin mit dem halben Mantel.

Gibt es denn gar nichts, was sogar eine deutlich erkleckliche Steuersenkung rechtfertigen könnte? Doch, gibt es. Gleich nach Konkret- und Bekanntwerden des Steuersenkungskompromisses geißelten die Wirtschaftsweisen die Pläne als wenig hilfreich und unseriös. Ohne konkrete Gegenfinanzierung gehe solch eine Steuersenkung gar nicht, und das erwartete Wachstum für 2010 würde bei den Steuereinnahmen und der Beschäftigung nicht durchschlagen. Ein stärkerer Kontra-Indikator als das Votum der Ökonomen lässt sich schwerlich vorstellen. Die Treffsicherheit der Wissenschaftler in jüngerer Vergangenheit war ungefähr so hoch, als wenn man zum Mond fliegen wollte und stattdessen auf dem Mars gelandet wäre. Manchmal überkommt den unvoreingenommenen Beobachter ja der Verdacht, man könne Wirtschaftsweiser nur werden, wenn man bei der Frage der Wirtschaftsentwicklung mindestens um 1,5, besser 2% danebenliegt. Mit anderen Worten: Wenn die Truppe mault, ist es gegen den Mainstream allerhöchste Zeit, die Steuern auf Pump zu senken.

Und überhaupt: Ist es nicht eine gnadenlos erbsenzählerische Haltung, wegen einer Handvoll Euro mehr so einen Aufstand zu machen? Im Prinzip ist der Schuldenstand ab einer gewissen Höhe ziemlich egal, Hauptsache der Kreislauf von Geld und Waren bleibt einstweilen in Schwung. Also kann man auch Steuersenkungen machen. Denn nach der Rekordverschuldung ist nichts weiter als vor der nächsten Rekordverschuldung. Und wer wollte bestreiten, dass die aktuellen Schulden zuzüglich dessen, was angesichts des maroden Bankenwesens noch auf die Haushalte zukommt, praktisch nicht mehr zurückzahlbar, sondern allenfalls „weginflationierbar“ ist?

Die Kapitalmärkte stellen sich im Übrigen schon darauf ein. Kreditversicherungen auf Staatsanleihen sind mittlerweile der Renner. Versicherbar sind nicht nur Forderungen gegenüber Ländern, deren Finanzsystem dadurch gekennzeichnet ist, dass man Kreditkarten zwar akzeptiert, Bargeld aber bevorzugt, sondern auch solche von Industriestaaten. Kalifornische Anleihen zum Beispiel werden derzeit stark abgesichert. ■

