

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

## Euro – Krise am Horizont

02  
4 196197 805002



### DREI BUCHSTABEN:

KID = Der Super-Konjunkturindikator

### ZWEI FAVORITEN:

Gold und Silber – Ausblick 2009

### EIN KONTINENT:

Afrika, schwarze Perle fürs Depot



# Auf ein Neues!

Was hatten wir uns alle ziemlich genau vor einem Jahr nicht alles vorgenommen, und was hatten wir alle für Pläne geschmiedet! Letztendlich hat die Börse zumindest bezüglich der Investmentvorsätze den meisten Marktteilnehmern aber einen gehörigen Strich durch die Rechnung gemacht.

Zwar sind wir bei Smart Investor Freunde von klaren Worten und konkreten Prognosen. Dennoch aber sind wir bestrebt, uns der Realität nicht zu versperren. D.h. ändern sich die Umstände, muss man gegebenenfalls auch seine Strategie oder Prognose ändern. Wer nun glaubt, wir würden vom Bullenlager, in welches wir uns Ende Oktober 2008 begeben haben, nun ins Bärenlager wandern, der täuscht sich aber gewaltig. Natürlich lesen auch wir die Meldungen aus der Wirtschaft, die alles andere als rosig sind. Allerdings wissen wir eben auch um den Antizipationseffekt an der Börse. Und beides in Kombination lässt uns unter Abwägung aller Faktoren weiterhin bullish sein. Warum das auch mit



den aktuellen Staatseingriffen in die Privatwirtschaft zu tun hat, lesen Sie bitte im Großen Bild ab S. 51 nach.

Auch haben wir uns für dieses Jahr vorgenommen, extrem wachsam und empfänglich für die teilweise versteckten Botschaften des Marktes und der Wirtschaft zu sein. In diesem Zusammenhang möchte ich Ihre Aufmerksamkeit auf den Artikel von Thomas Spoerer lenken, der sich so seine Gedanken über Konjunkturprognosen



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

gemacht hat und dabei seinen eigenen Indikator vorstellen wird.

Ein weiterer Vorsatz besteht darin, Ihnen wie gehabt unvoreingenommene und gute Analysen und Hintergrundberichte zu liefern. Dabei werden wir gerade die Themen angehen, die Sie in den Mainstream-Medien vergeblich suchen. Als kleinen Vorschmack finden Sie in dieser Ausgabe die Titelgeschichte „Euro – Krise am Horizont“ von Dr. Markus Stahl und Karl Steinhart. Aber Vorsicht! Sie werden schockiert darüber sein, was dem Euro und Europa vermutlich noch blühen wird.

Ansonsten besteht unser wichtigster Vorsatz für 2009 darin, uns und die Welt nicht allzu ernst zu nehmen und immer wieder mal einen Lacheffekt einzubauen. Gerade das Geschehen der letzten Monate ist eigentlich so betrüblich, dass man sich ihm am besten mit einer fetten Prise Humor und Sarkasmus nähert. Insofern werden Sie auch weiterhin die inzwischen schon legendären Cartoons bei uns finden.

Ich freue mich auf das neue Jahr – trotz allem! Natürlich werden die Schwierigkeiten und Herausforderungen enorm sein, aber war das jemals anders? Einer der Sprüche des unvergesslichen Schriftstellers Erich Kästner war: „Das Leben ist ja lebensgefährlich!“ Dem ist nichts mehr hinzuzufügen.

Herzlichst, Ihr

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'R. Flierl'. The signature is stylized and fluid.

# Gemeinsam wachsen

Der MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC) zählt zu den größten Anlegergemeinschaften Europas und ermöglicht mit drei Depots das ertragreiche Aktien-Anleihen- und Rohstoff-Investment.

## Ihre Vorteile im MIC

Die MIC-Gemeinschaftsdepots erschließen die internationalen Kapitalmärkte; riskante Termingeschäfte und kreditfinanzierte Investments sind jedoch ausgeschlossen.

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Klare Kostenstruktur, kein Ausgabeaufschlag
- Nur 2.500 Euro Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept
- Depotwechsel kostenlos
- Bundesweite Börseninfotreffen

Lernen Sie uns besser kennen: Fordern Sie weitere Informationen an, und besuchen Sie eine unserer bundesweiten Veranstaltungen – neue Freunde sind uns immer herzlich willkommen.

Eine aktuelle Terminübersicht finden Sie unter [www.mic-online.de](http://www.mic-online.de)

### MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

Herterichstraße 101  
81477 München

Telefon +49 (0) 89-79 08 63-54  
Fax +49 (0) 89-79 08 63-59  
E-Mail [info@mic-online.de](mailto:info@mic-online.de)



**3 Editorial**

**4 Inhaltsverzeichnis**

**Märkte / Titelseite**

**6 Titelseite:**

Euro – Krise am Horizont

**14 Titelseite:**

„Der Euro steht vor einer Zerreißprobe“; Interview mit Prof. Dr. Joachim Starbatty

**16 Ausblick für die Edelmetalle**

**20 Afrika – Wann kommt die schwarze Perle endlich auf die Beine?**

**21 „Bildung ist der Schlüssel zu allem“; Interview mit Siegfried Lingel**

**22 „Afrika ist nicht mit China vergleichbar“; Interview mit Jens Schleuniger**

**24 Renten – Die nächste Blase?**

**26 „Die Sterne deuten weiterhin auf eine hohe Volatilität hin“; Interview mit Ray Merriman**

**Hintergrund**

**27 2009 – Das Jahr der Wende(n)**

**32 „Die USA werden zunehmend die militärische Karte spielen“; Interview mit William Engdahl**

**34 Lebensart & Kapital – International: Bahamas**

**38 Nachhaltiges Investieren: Grüne Rettung durch die Krise?**

**41 Prinzipien des Marktes: Interdependenzen zwischen Eigen- und Fremdkapital**

**Instrumente**

**42 Derivate:**

Währungen und Edelmetalle

**43 Fonds: Inside**

Offene und geschlossene Immobilienfonds

**47 Fonds: Analyse**

CAPTURA Directors' Dealings; von Markus Blask, [pma:] concept München GmbH

**48 Fonds: Kolumne**

Gold, Geld und Geduld; von Florian Bohnet, DJE Kapital AG

**49 Fonds: News, Facts & Figures**

Fonds-Musterdepot – Des Aufgalopps zweiter Teil



**Die Euro-Krise**

Als der Euro das Licht der Welt erblickte, ward fortan ein dritter Währungsblock als Gegengewicht zu Dollar und Yen gefunden. So jedenfalls feierten die Europäer ihren währungspolitischen Triumph. Inzwischen zeigen sich jedoch erste Risse im nach außen hin als grundsollide dargestellten Euro-Fundament. Wer daran Schuld trägt, wohin die Gemeinschaftswährung driftet und wie Anleger sich in den kommenden Jahren richtig positionieren, beleuchtet die Titelseite ab S. 6 sowie das Interview mit Prof. Joachim Starbatty ab S. 14.



**27 KID**

**DER Konjunkturindikator**

Wer nur aufmerksam Tageszeitung liest und Tagesschau guckt, wird es schon wissen: Die deutsche Konjunktur steckt in einer schweren Rezession. Pessimistische Prognosen sind derzeit einfach schick. Aber es gibt mit KID auch einen Indikator, der für 2009 durchaus zu Optimismus ermuntert. Ab S. 27.



**16 Edelmetalle**

**Shopping-Ideen fürs Depot**

Die Kursrücksetzer bei Gold, Silber & Co. haben die Edelmetalloptimisten ordentlich durchgeschüttelt. Rohstoffbären hatten ohnehin immer an den Kursaufschwüngen gezweifelt. Im Edelmetallausblick ab S. 16 wird jedoch deutlich, dass die Zeichen bei den Edelmetallen mehrheitlich auf Hausse stehen!



**Martin Stürner**

Einer der frühen Warner vor einem globalen Finanzorkan war Martin Stürner, Vorstand der PEH Wertpapier AG. Im Interview auf S. 76 wird er einmal mehr deutlich und untermauert seine Vorsicht. Gleichwohl sieht er auch in dieser Krise Chancen – warum sollte das auch anders als früher sein?



## Mehr Chancen als Risiken?

Afrika, der vergessene Kontinent. Worte wie diese romantisieren und werten gleichzeitig ab. Aber es gibt neben dem American Way of Life eben auch einen African Way of Life. Wenn der Westen das akzeptiert, wird Afrika für Anleger womöglich doch irgendwann zur schwarzen Perle. Mehr auf S. 20.

### Research – Märkte

- 51 Das große Bild**  
Die Zombies kommen
- 56 Sentimenttechnik:**  
Anteil der sicheren Anlagen
- 56 Charttechnik:**  
Lange Lunten
- 57 Commitment of Traders (CoT):**  
US-Dollar: In der Krise ein „sicherer Hafen“?
- 58 Relative Stärke:**  
Das klare Licht des Januars
- 59 Börsensignale:**  
Indikatoren weiter positiv,  
Börsentrend immer noch schwach

### Research – Aktien

- 60 Buy or Good Bye:**  
Fielmann und Satyam
- 61 Turnaround:**  
EnviTec Biogas AG
- 62 Aktie im Blickpunkt:**  
Höft & Wessel
- 64 Gatanalyse:**  
Aurelius; von Peter Thilo Hasler, Viscardi AG
- 66 MoneyTalk:**  
Dr. Matthias-Wilbur Weber,  
Eurofins Scientific AG
- 68 Nachrichten aus den Unternehmen:**  
Zwischen Resignation und  
(Zweck-)Optimismus
- 70 Nachrichten aus den Beteiligungsgesellschaften:**
- 70 Nachrichten aus den Immobiliengesellschaften:**
- 71 Musterdepot:**  
Neues Jahr, alter Trott

### Stellenmarkt

- 74 Stellenanzeigen**  
In Kooperation mit



### Potpourri

- 75 Veranstaltungen:**  
„Finanzmarktausblick 2009“
  - 76 Interview mit einem Investor:**  
Gespräch mit Martin Stürner
  - 78 Leserbrief:**  
Nicht nur Haribo macht Kinder froh,  
Smart Investor ebenso!
  - 80 Buchbesprechung:**  
„Mehr Kapitalismus wagen: Wege zu  
einer gerechten Gesellschaft“
  - 80 Filmbesprechung:**  
„Frost/Nixon“
  - 82 Zu guter Letzt:**  
„Wir freuen uns auf 2009“
- 
- 81 Unternehmensindex/Impressum und  
Vorschau bis Smart Investor 6/2009**

## HUNTER DICKINSON



In der Minenbranche steht unser Name seit über 20 Jahren für:

- Wachstum
- Finanzstärke
- Leverage auf Rohstoffe
- Diversifikation
- Erfolgreiche Transaktionen
- Technische Expertise
- Verantwortungsbewusste Projektentwicklung
- Zahlreiche Auszeichnungen



### Hunter Dickinson

Anlegerbeziehungen - Deutschland  
Robin Bennett  
robinbennett@hdgold.com

1020 - 800 West Pender Street  
Vancouver, BC  
Canada, V6C 2V6

Tel: +1-604-684-6365  
Fax: +1-604-684-8092  
Email: info@hdgold.com

hunterdickinson.com

# Euro – Krise am Horizont

*Auf die Gemeinschaftswährung kommen große Probleme zu*

*Gastbeitrag von Karl Steinhart und Dr. Markus Stahl,  
Steinhart & Stahl Vermögensverwaltung GmbH*

Der Euro ist zehn Jahre alt geworden. Der anfänglichen Skepsis, insbesondere der Sparer in harter Mark, ist die tiefe Überzeugung gewichen, dass gerade in der Stunde der Krise die Gemeinschaftswährung ein Hort der Stabilität ist. Sogar die außen stehenden Isländer wünschen sich einen Beitritt in die Euro-Zone. Allerdings – wie darf man die Währungsexpertise der Isländer einschätzen?

Gebetsmühlenartig verkünden die führenden Repräsentanten der Euro-Zone und die Mehrzahl aller Bankanalysten, dass die heutige Kreditkrise in Europa im alten EWS-System wahrscheinlich zu großen Verwerfungen, d.h. zu Abwertungen des Südgürtels, geführt hätte. Der Euro, so wird postuliert, hat dieses Risiko beseitigt und fungiert somit als wichtiger Stabilitätsanker im Sturm der Finanzen. Geflissentlich wird dabei übersehen, dass mit der Beseitigung der verschiedenen nationalen Währungen ein unverzichtbares Ausgleichsventil bestehender Divergenzen verloren gegangen ist. Jetzt müssen die Anpassungslasten divergierender Wirtschaftsentwicklungen bzw. unterschiedlicher Krisenanfälligkeit insbesondere die – wenig flexiblen – Arbeitsmärkte und letztlich die – bereits heute überforderten – nationalen Staatshaushalte tragen, da die Absorptionsfähigkeit der Kapital- und Kreditmärkte aufgrund der Finanzkrise nicht mehr hinreichend gegeben ist. Die damit verbundenen sozialen und politischen Sprengkräfte, die Verteilungsstreitigkeiten und die hieraus entstehenden Zentrifugalkräfte in einem Verbund mit souveränen Nationalstaaten sollten nicht unterschätzt werden. Die Unruhen in Griechenland geben darauf ebenso einen Vorgeschmack wie die politischen Irritationen zwischen dem französischen Staatspräsidenten Nicolas Sarkozy und der deutschen Kanzlerin Angela Merkel („Madame Non“).

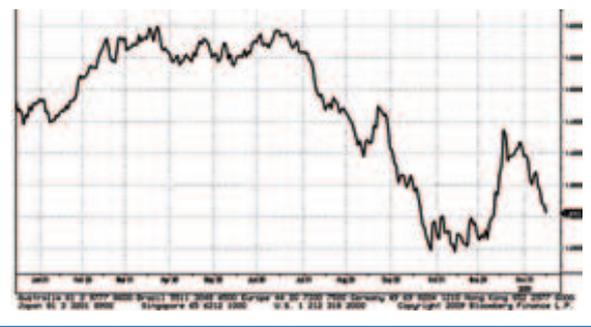


*Karl Steinhart (links) und Dr. Markus Stahl (rechts), Geschäftsführer der Steinhart & Stahl Vermögensverwaltung GmbH in Stuttgart ([www.steinhart-stahl.de](http://www.steinhart-stahl.de)). Bei ihren Mandaten, welche sie von sehr vermögenden privaten und institutionellen Kunden erhalten, setzen sie auf liquide Standardtitel, meiden intransparente Zertifikate und Hedgefonds und haben US-Dollar-Positionen aufgebaut.*

## Krisenindikatoren Wechselkurse und Zinsspreads

Warum fiel der Euro gegenüber dem US-Dollar gerade in der heißen Phase der Finanzkrise, als Lehman insolvent wurde und die US-Giganten Freddie Mac, Fannie Mae, AIG und Citigroup staatlicher Unterstützung bedurften? Wie dem EUR/USD-Chart (Abb. 1) entnommen werden kann, stürzte der Euro von 1,60 auf unter 1,25. Und warum weiten sich die Zinsdifferenzen von Anleihen unterschiedlicher EU-Mitgliedsstaaten immer weiter aus, obwohl der Fortbestand des Euro-Verbundes immer wieder beschworen und ein Ausscheiden eines EU-Mitgliedsstaats

ABB. 1: ENTWICKLUNG WECHSELKURS EURO VERSUS DOLLAR



Quelle: Bloomberg

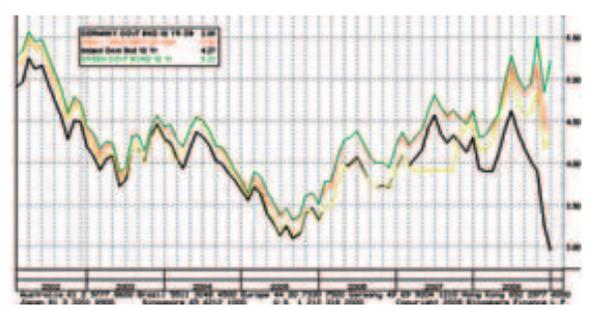
tes für ebenso unvorstellbar gehalten wird wie eine breit angelegte Disintegration des Euro-Gebietes unter Abschaffung des Euro? Mittlerweile betragen die Zinsdifferenzen für zehnjährige Staatsanleihen z.B. für Irland, Griechenland oder Italien im Vergleich zur Bundesrepublik Deutschland rund 1,5 bis 2% bzw. 150 bis 200 Basispunkte, wie der Grafik 2 entnommen werden kann. Früher mussten diese Länder nur 0,2 bis 0,4% bzw. 20 bis 40 Basispunkte mehr als Deutschland bezahlen.

Erklärungen für diese beiden Phänomene gibt es zuhauf. So betont man insbesondere die „allgemeine Risikoaversion“. Doch warum sollte gerade der US-Dollar, vermeintlicher Hort der ausufernden Defizite, der Null-Zinsen, des „Helikopter-Ben“ und des Epizentrums der Finanzkrise, ein „sicherer Hafen“ und deshalb massiv gefragt sein? Außerdem hat doch gerade die „allgemeine Risikoaversion“ auch in Euroland zu einer Flucht in Staatsanleihen geführt. Warum sollten dann gerade Irland oder Italien, deren Verbleib in der Euro-Zone anscheinend außer Frage steht, für seine Staatsanleihen so hohe Mehrzinsen bezahlen, die einen vermeintlich sicheren Arbitragegewinn böten? Man verkaufe deutsche Staatsanleihen bei einem aktuellen Zinslevel von aktuell 2,9% leer (Short-Position) und kaufe irische Staatspapiere (Long-Position), die sich mit einem Zins von 4,7% rentieren und deshalb einen angeblichen „sicheren“ Gewinn von 1,8% versprechen.

#### Divergenz statt Konvergenz

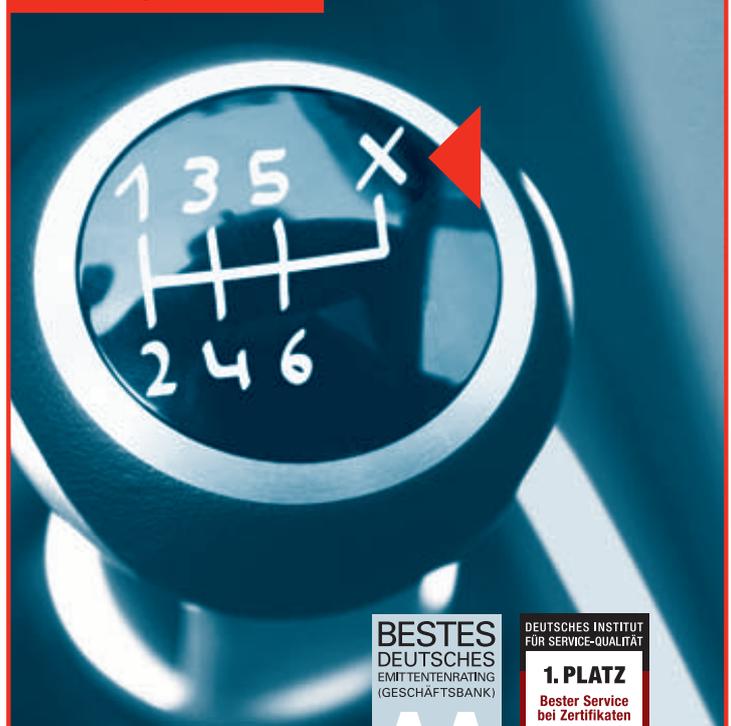
Die eher nahe liegende Erklärung für die beiden Phänomene ist doch nicht die „allgemeine Risikoaversi- >>

ABB. 2: ZINSENTWICKLUNG ZEHNJÄHRIGER STAATSANLEIHEN DEUTSCHLAND, ITALIEN, IRLAND, GRIECHENLAND



Quelle: Bloomberg

## Hebelprodukte



**BESTES**  
DEUTSCHES  
EMITTENTENRATING  
(GESCHÄFTSBANK)  
**AA**  
FITCRATINGS  
LT IDR

DEUTSCHES INSTITUT  
FÜR SERVICE-QUALITÄT  
**1. PLATZ**  
Bester Service  
bei Zertifikaten  
TEST 02/2008  
Im Vergleich: 15 Emittenten  
DISQ GmbH & Co. KG  
Handelsblatt

## Schalten Sie einen Gang höher.

X-Turbos und X-Endlos-Turbos mit noch höherem Hebel auf den DAX®.

- Höherer Hebel als bei klassischen Turbos und Endlos-Turbos
- Günstiger im Preis als klassische Turbos und Endlos-Turbos
- Kaum Volatilitätseinflüsse
- Knock-out zwischen 8.00 und 22.00 Uhr (DAX® und X-DAX®)
- Totalverlust bei Eintritt des Knock-out-Ereignisses

**HSBC**  **Trinkaus**

Kostenfreie Infoline 00800 4000 9100  
Hotline für Berater +49 211 910-4722  
E-Mail [zertifikate@hsbctrinkaus.de](mailto:zertifikate@hsbctrinkaus.de)  
Internet [www.hsbc-zertifikate.de](http://www.hsbc-zertifikate.de)

Die hierin enthaltenen Produktinformationen stellen keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der darin besprochenen Wertpapiere seitens der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG dar und können eine individuelle Anlageberatung durch die Hausbank nicht ersetzen. Die Bezeichnung DAX® ist eingetragene Marke der Deutsche Börse AG („der Lizenzgeber“). Die auf dem Index basierenden Finanzinstrumente werden vom Lizenzgeber nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung des Index stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusicherung des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte. Der Basisprospekt und die Endgültigen Bedingungen werden zur kostenlosen Ausgabe bei der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Marketing Retail Products, Königsallee 21/23, 40212 Düsseldorf, bereitgehalten.

on“, sondern der Umstand, dass sich die Wahrscheinlichkeit einer Euro-Krise von ehemals Null auf nunmehr deutlich über Null erhöht hat. Genau dies könnte der Markt spielen. Statt Konvergenz ist die sich verstärkende Divergenz die neue Marschroute am Euro-Kapitalmarkt. Die finale Vorstellung einer Euro-Krise und möglicher Auslösungstendenzen erscheint zwar kühn; ausgeschlossen ist sie nicht. Auch am Vorabend des Zusammenbruchs des Warschauer Paktes und des Comecon konnte sich niemand, im Osten wie im Westen, einen derartigen Auflösungsprozess vorstellen; stattgefunden hat er trotzdem.

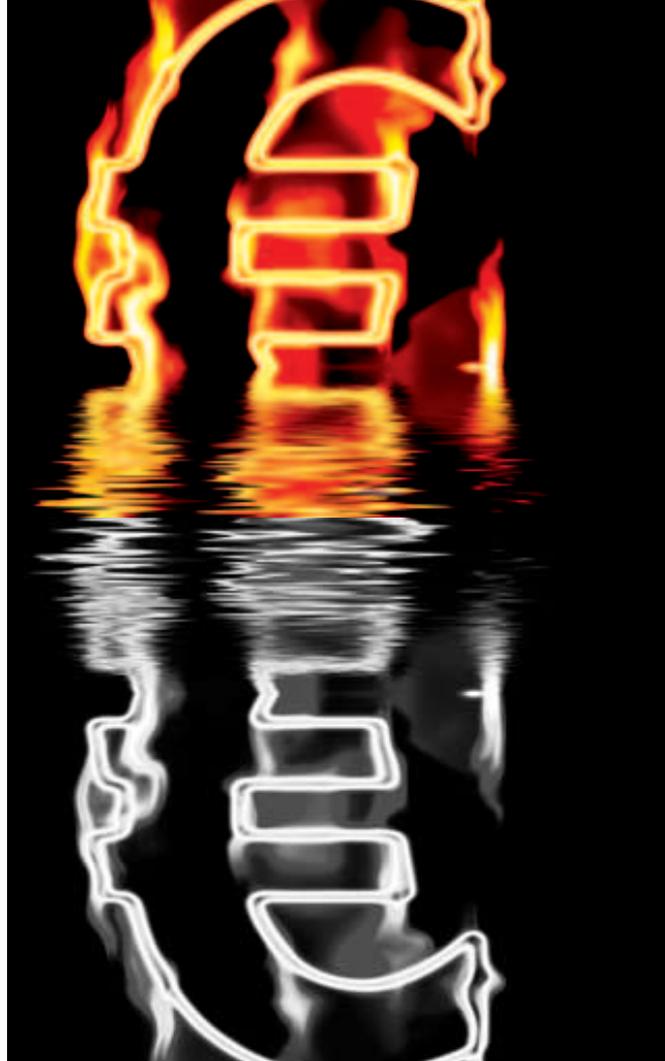
Es gibt nun eine Fülle an Argumenten, die insbesondere von den damaligen Euro-Kritikern (darunter z.B. Prof. Joachim Starbatty, Universität Tübingen) vorgebracht wurden, die im Euro schon immer gravierende Konstruktionsmängel ausgemacht und die Währungsunion schlussendlich für krisenanfällig gehalten haben. Diese Argumente gelten nach wie vor. Unser Blick soll im Folgenden nur auf einige aktuelle Themengebiete wie z.B. Wettbewerbsfähigkeit, Finanzmarktfragilität und EZB-Swapgeschäfte gelegt werden.

### Schlagseite Wettbewerbsfähigkeit

Da im Euro-Land sehr verschiedene Ausgangstrukturen gegeben sind und in der Struktur- und Wirtschaftspolitik nach wie vor sehr nationalstaatlich operiert wird, ist es selbst nach vielen Vorbereitungs Jahren und nach zehn Jahren real existierender Währungsunion noch zu keiner durchgreifenden Angleichung unter den Mitgliedsländern gekommen; von flexiblen Arbeitsmärkten ist man auch noch weit entfernt. Auch die politische Integration ist mit dem „No“ der Iren zu den Reformen, die der Lissabonner Vertrag aus der gescheiterten EU-Verfassung übernommen hat, wieder ins Stocken geraten.

Die Voraussetzungen für einen optimalen Währungsraum waren und sind im Euro-Gebiet unter Teilnahme der früheren ehemaligen Problemkandidaten (Irland, Portugal, Spanien, Italien, Griechenland) trotz einiger unbestrittenen Fortschritte nicht gegeben. Zwar wurde die im Vertrag von Maastricht geforderte Haushaltsdisziplin im vergangenen Jahrzehnt dank vordergründig prosperierender Wirtschaften im Großen und Ganzen selbst in Südeuropa erreicht, jedoch hätte man in den konjunkturstarke Jahren eigentlich viel größere Fortschritte machen können und müssen, nachdem das Geschenk der niedrigen Zinsen die Konjunkturen der ehemaligen Problemländer lange befeuerte.

Hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit hat sich eine gefährliche Schlagseite entwickelt. Während Deutschland in den letzten Jahren im internationalen Wettbewerb seine Position trotz der Stärke Chinas sogar noch verbessern konnte, ist der Südgürtel Europas – wie früher schon – stark zurückgefallen. Diese Länder haben den Impuls der tiefen Zinsen leider nicht ausreichend genutzt, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu steigern, sondern den gewährten Vorsprung z.B. über Lohnerhöhungen oder Arbeitszeitverkürzungen verzehrt. Die Leistungsbilanzen der Staaten des ehemaligen Hartwährungsblocks (Deutschland, Niederlande, Österreich) sind positiv; die der ehemaligen Weichwährungsländer stark negativ. Selbst Frankreich weist ein Leistungsbilanzdefizit auf. Die Leistungsbilanzdefizite in Spanien, Griechenland und Portugal wachsen dramatisch.



### Künstlicher Boom platz

Die einheitliche Geldpolitik der EZB bzw. der „One-fits-all-Ansatz“ bewirkte über die für die ehemaligen Weichwährungsländer viel zu tiefen Zinsen ein künstliches Aufblasen der dortigen Immobilienmärkte und der damit verbundenen Bauwirtschaft. Die Zinskonvergenz ließ einen künstlichen Boom entstehen, der Wirtschaft und Staat Prosperität und Solidität vorgaukelte, dessen Fundament jedoch nicht erarbeitet wurde. Im künstlichen Boom verteilte man immer mehr Sozialgeschenke, während zugleich die Wettbewerbsfähigkeit immer weiter abnahm. Die eigentliche Wachstumsschwäche einer abnehmenden Wettbewerbsfähigkeit wurde durch den zinsinduzierten künstlichen Boom übertüncht. Mit der Finanzkrise verfallen aber die überhöhten Immobilienpreise dramatisch, und die bisherigen Konjunkturtreiber wie Bau- und Bauzulieferindustrien schrumpfen mit hohem Tempo. Und die Exportindustrie ist international aus dem Rennen. Die Risiken türmen sich im dortigen Bankensystem. Mit dem Zusammenbruch des künstlich erzeugten Booms schnellen nun auch die Arbeitslosenzahlen in die Höhe. Und mit den Arbeitslosen könnten politische Rattenfänger auf den Plan treten, die in populistischer Weise den

ABB. 3: HAUSHALTSDEFIZITE IN % DES BRUTTOSOZIALPRODUKTS

LAND	2008	2009
DEUTSCHLAND	-0,2%	-3,4%
FRANKREICH	-3,3%	-5,1%
ITALIEN	-2,9%	-5,2%
SPANIEN	-0,8%	-5,1%
NIEDERLANDE	0,7%	-2,2%
BELGIEN	-0,7%	-4,9%
ÖSTERREICH	-1,3%	-4,2%
FINNLAND	4,2%	1,1%
PORTUGAL	-3,1%	-5,6%
GRIECHENLAND	-3,8%	-6,1%
IRLAND	-5,9%	-7,4%

Quelle: Schätzung der Steinhart & Stahl Vermögensverwaltung, Stuttgart

Euro-Ausstieg propagieren könnten. Voraussetzung einer stabilen Währungsunion sind jedoch politisch stabile Verhältnisse.

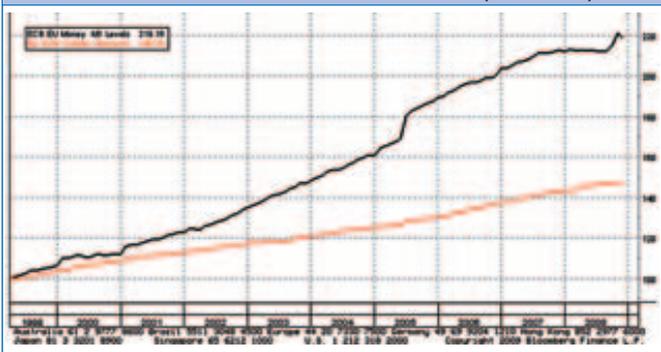
Um die Wogen zu glätten, ist man allseits bestrebt, über zusätzliche Ausgabenprogramme die Konjunktur zu stützen und die Arbeitslosigkeit einzudämmen. Zeitgleich brechen die Steuereinnahmen weg. Darüber hinaus sieht man sich möglichen Inanspruchnahmen leichtfertig zugesagter Bürgschaftsverprechen an Banken oder Sparer gegenüber. Der Vertrag von Maastricht kann somit auch hinsichtlich der Haushaltskriterien zu Grabe getragen werden. Wie der Grafik 3 entnommen werden kann, dürften die Haushaltsdefizite 2009 auf Werte von 5% und darüber ansteigen.

**Finanzmarktfragilität: Subprime EU**

Die Finanzmarktproblematik wurde bislang vor allem unter der Kategorie „Problem des US-Finanzsystems“ abgehandelt. Die US-Hypothekenkrise war ein abermaliger Beleg dafür, dass die USA über ihre Verhältnisse leben. Die Diskussion über verschuldete Immobilienbesitzer, über Verbraucher, die ihren Konsum über Kreditkarten finanzieren, über Hedgefonds-Manager, die mit geborgten Milliardenbeträgen spekulieren, und über das allseits bekannte Zwillingdefizit (Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizit) hat den US-Dollar gegenüber dem Euro geschwächt; hinzu kam der politische Ansehensverlust der Bush-Ära.

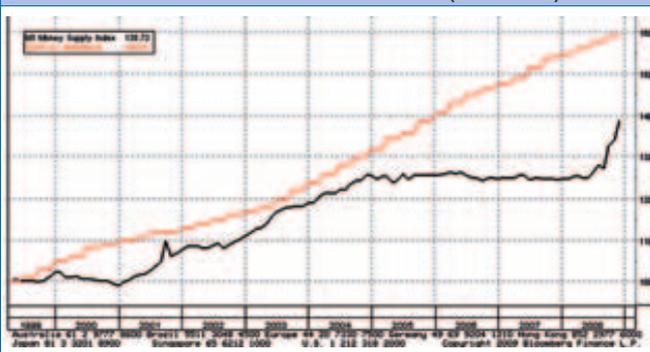
Im Kontext dieser US-Problematik erschien der Euro lange Zeit wie ein Hort der Stabilität und Sicherheit. Man sollte sich jedoch die Entwicklungen genauer ansehen und sich fragen, in welcher Region die kritisch zur Diskussion stehenden Leverage-Modelle denn am meisten betrieben wurden. Als Indikation dafür könnte man sich ansehen, wie viel der Kreditschöpfung der letzten Jahre in die Real- und wie viel davon in die Finanzwirtschaft geflossen ist. Vergleicht man nun die Entwicklung der volkswirtschaftlichen Leistung mit der Entwicklung der Geldmenge, z.B. der M1, so stellt man den Abbildungen 4 und 5 zufolge fest, dass seit Einführung des Euro die europäische M1 um 90% stärker als der Gesamtumsatz der Volkswirtschaft zugelegt hat. Dagegen ist die amerikanische M1 in dieser Zeit um etwa 25% hinter dem Umsatzwachstum der Gesamtwirtschaft zurückgeblieben. Natürlich muss man hier einige verzerrende Faktoren berücksichtigen, aber dennoch zeigt diese Überlegung, dass diese gehebelten Modelle vermutlich in Europa mehr praktiziert wurden als in den USA. Es darf deshalb nicht wundern, dass die Krisenerscheinungen gerade auch bei

ABB. 4: ENTWICKLUNG DER GELDMENGE M1 UND DES NOMINELLEN BRUTTOSOZIALPRODUKTS IM EURO-RAUM (INDEXIERT)



Quelle: Bloomberg

ABB. 5: ENTWICKLUNG DER GELDMENGE M1 UND DES NOMINELLEN BRUTTOSOZIALPRODUKTS IN DEN USA (INDEXIERT)



Quelle: Bloomberg

Kreditinstituten aus Deutschland und Europa auftraten. Die IKB, Sachsen LB oder die Hypo Real Estate kann sich so mancher US-High-Leverage-Hazardeur zum Vorbild nehmen. Und was auf das Bankensystem zutrifft, gilt auch für die öffentlichen Hände. Die öffentlichen Schuldenstände vieler EU-Länder – voran Italien und Griechenland mit Staatsschuldenständen von jeweils deutlich über 100% des BIP – übertreffen bei weitem die Werte in den USA. Mit einer Verschuldung des gesamten Euro-Raumes von rund 70% des Euroland-BIP liegt man ebenfalls keineswegs besser als die USA. Nicht gerechnet sind die gesamten ungedeckten Finanzverpflichtungen für Pensionen, die vielen in „Sonderfonds“ ausgelagerten Verpflichtungen sowie die nicht finanzierten Versprechungen und Garantien für die Bankenrettungspakete.

Aus diesem Grunde hängt das Währungsbild an den Märkten möglicherweise schief. Was wäre, wenn die USA zwar stark, jedoch Europa noch stärker von der Finanzkrise betroffen wäre? Und was wäre, wenn die verschiedenen Probleme im europäischen Bankensystem und im Zusammenhang mit den Staatshaushalten zu wachsenden Divergenzen der Zinsen (Banken versus Staat, Corporates versus Banken sowie Leistungsbilanzüberschussländer versus Defizitländer) führen würden, die ihrerseits zu dramatisch anwachsenden Verlusten im europäischen Bankensystem führen könnten? Nicht wenige Banken haben in mehrstelligem Milliardenvolumen Konvergenz-Trades in ihren Bilanzen, also Wertpapiergeschäfte, deren Grundlage die Aufrechterhaltung eines Zustandes mit konvergenten Zinsentwicklungen bzw. mit allenfalls geringfügigen Zinsdifferenzen ist. Wenn eine Bank in Zeiten der Euro-Euphorie Kreditausfallversicherungen bzw. Credit Default Swaps (CDS) z.B. auf Irland, Griechenland, Portugal, Italien oder Spanien verkauft hat, dann sieht sie sich heute einer Verzehnfachung der Versicherungsprämien gegenüber.

**CDS auf Problemkandidaten**

Diese Geschäfte wurden durch Fehler in der Bankenregulation begünstigt. Derartige CDS mit EU- und OECD-Ländern müssen in der Bankbilanz nicht mit ihrem Marktwert bewertet werden, noch braucht hierfür Eigenkapital vorgehalten werden. Ein vordergründiger „Free Lunch“ für kurzichtige Bankvorstände; man braucht nur die Kreditversicherung bzw. den CDS auf ein Südländchen verkaufen (Short Protection), und schon erhält man umgehend eine Prämie gutgeschrieben, die den eigenen Bankertrag verbessert. Jetzt ist der Markt allerdings auf dem Wege,



die Abschlussrechnung zu präsentieren. Spiegelbildlich zu den wachsenden Zinsdifferenzen sind die CDS-Prämien stark angestiegen und die Bank muss zur Abdeckung der Kreditversicherung enorme Summen zusätzlicher Sicherheiten stellen, was ihre eigene Liquiditätssituation gerade zur Unzeit verschlechtert. Die enormen Verluste auf die verkauften Kreditversicherungen braucht sie aber immer noch nicht bilanzieren. Der Gau tritt dann ein, wenn ein EU-Mitgliedsland (z.B. Griechenland, Portugal, Irland etc.) tatsächlich ausschert und den Bankrott erklären muss. Plötzlich müsste die Bank enorme Milliardenbeträge, die vorher nicht als Risikopositionen in der Bilanz erkennbar waren, bezahlen, was zu ruinösen Abschreibungen führt. In der aktuell bereits kritischen Finanzmarktsituation könnte dies zu einem weiteren Bankenbeben führen, das seinerseits die Zinsdivergenzen weiter anschwellen ließe und weitere Banken in Bedrängnis bringen würde. Ein Teufelskreislauf aus anwachsenden Zinsdifferenzen und zunehmenden Bankpleiten könnte entstehen und sich verstärken.

### Achillesfersen im Bankensystem

Im Folgenden seien hier nur einige weitere Achillesfersen im europäischen Bankensystem genannt, die die Anfälligkeit des Systems weiter erhöhen könnten.

Das gesamte Eurogebiet hat ein gewaltiges Kredit-Exposure hinsichtlich der sehr volatilen Emerging Markets. Rund drei Viertel aller ausstehenden Emerging-Market-Schulden (ca. 4.000 Mrd. USD) werden von europäischen Banken gehalten, was ca. 20% des gesamten Bruttoinlandsprodukts (BIP) Europas entspricht. Im Vergleich hierzu ist das US-Exposure mit 11% an den Emerging Market-Krediten (entspricht weniger als 4% des US-BIP) gering. Österreich hat Ausleihungen im Volumen von 85% seines BIP an Osteuropa vergeben. Spanische Banken haben doppelt so hohe Kreditforderungen an Lateinamerika wie die gesamten US-Banken. Vor dem Hintergrund der dramatisch einbrechenden Emerging Markets, wie insbesondere Osteuropa und China, ist hier eine hohe Verwundbarkeit gegeben.

Deutschlands Banken haben nach einer Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) Kredite an Banken und andere Schuldner aus Island in Höhe von 21 Mrd. USD, aus Irland 241 Mrd. USD, aus Spanien 311 Mrd. USD, aus Ungarn 38 Mrd. USD oder aus Griechenland 44 Mrd. USD vergeben. Allesamt Schuldner, die gerade in einer Finanzkrise sehr anfällig sind. In den genannten Ländern hat es erhebliche Immobilienblasen gegeben, die nun platzen. Entsprechend brechen die Geschäftsmodelle der dortigen Ban-

ken in sich zusammen, so dass die Gefahren nicht nur für die Bankensysteme in diesen Ländern wachsen, sondern auch für das deutsche Bankensystem, das den Banken dieser Länder freizügig Kredit gewährt.

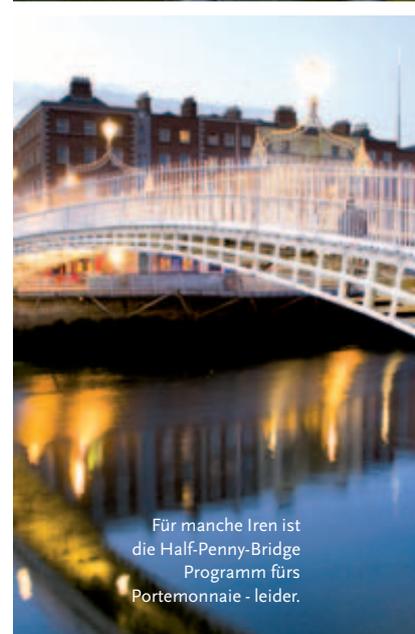
### Liquiditätsprobleme

Zu den oben genannten Ausfall- bzw. Bonitätsrisiken treten auch Liquiditätsprobleme, die sich in den kommenden Jahren erheblich verstärken. Eine Rekordsumme an Bank-, Unternehmens- und Staatsanleihen wird in den kommenden drei Jahren (über 2 Billionen EUR) fällig und muss somit refinanziert werden. Angesichts wachsender Risiken könnten die Gläubiger höhere Zinsen fordern und manchen wackeligen Schuldner ganz vom Kredit abschneiden. Aufgrund der implodierenden Steuereinnahmen beim Staat bei gleichzeitig explodierenden Ausgaben für Konjunkturprogramme und Bankenrettungspakete nimmt der Finanzierungsneubedarf erheblich zu. Auch bei den Unternehmen und Banken ist durch wegfallende Finanzierungsmöglichkeiten aus Gewinnen ein gesteigerter Neubedarf gegeben. Zusammengenommen könnte sich daraus ein wachsendes Liquiditätsproblem ergeben, wenn die zusätzlichen Mittel am Markt nicht vollständig aufgebracht werden können. Dann droht ein scharfer Zinsanstieg, der dem auf tiefe und möglichst weiter sinkende Zinsen programmierten Finanzsystem einen abermaligen Schlag versetzen könnte.

Eine weitere Achillesferse sind die Bankbürgschaften. Vordergründig betrachtet haben sie eine Kernschmelze des Systems im Herbst 2008 vorerst abgewendet. Doch wie steht es mit der Glaubwürdigkeit der Rettungspakete? Irland ist ein besonders krasser Fall. Die Regierung des „keltischen Tigers“ musste ihren Banken mit einem Bürgschaftversprechen für die Spareinlagen in Höhe von 400 Mrd. EUR beispringen, was allerdings mehr als 200% des eigenen Bruttoinlandsprodukts entspricht. Wie glaubwürdig ist ein derartiges Paket? Bei mehr als 7% laufendem Defizit für 2009 dürfte es Irland sehr schwer fallen, die Finanzierung für dieses Bürgschaftversprechen zu stemmen. Wie aber würden die Bankeinleger in anderen europäischen Staaten reagieren, wenn das irische Versprechen im Notfall nicht eingelöst wird? Dann dürften sie auch an den Versicherungen der eigenen Regierungen zweifeln. Das schädliche Misstrauen könnte damit an die Märkte zurückkehren.

### Swapgeschäfte im EZB-System

Nach bisheriger Wahrnehmung gibt es aufgrund der enormen und sprunghaft steigenden US-Ver-schuldung sowie der Liquiditätsspritzen der FED



Für manche Iren ist die Half-Penny-Bridge Programm fürs Portemonnaie - leider.



eine wahre Sintflut an US-Dollar. Warum müssen sich dann die EZB und die nationalen Notenbanken in wachsendem Maße US-Dollar über das Vehikel von Swap-Linien beschaffen? Bei diesen Swap-Linien vereinbaren die FED und die EZB einen Währungs-swap, bei welchem – schematisch dargestellt – die zwei Parteien, d.h. die FED und die EZB, ihre Währungen, d.h. den US-Dollar und den Euro, tauschen und hierbei vereinbaren, zu einem definierten Zeitraum (z.B. 3 Monate) eine Rückabwicklung zu definierten Kursbedingungen vorzunehmen. Die EZB erhält hierdurch vorübergehend US-Dollar-Linien und liefert der FED dafür Euro; nach Fristablauf muss die EZB wieder US-Dollar zurückgewähren und erhält von der FED ihre Euros zurück.

Während weder die EZB noch die Deutsche Bundesbank im November 2007 Währungs-Swap-Linien (primär US-Dollar) benötigten und alle anderen europäischen Zentralbanken zusammengenommen nur einen Betrag von unter 7 Mrd. EUR ausstehen hatten, sind im Laufe der Finanzkrise die Volumina der Währungs-Swap-Linien sprunghaft angestiegen; rasante Zuwächse gab es im September und Oktober 2008. Die aktuell verfügbare November-2008-Statistik (Swapschäfte und Termingeschäfte) der EZB wies für die EZB einen Wert von 21 Mrd., für die Deutsche Bundesbank einen Wert von 50 Mrd. und für den gesamten Euroraum einen Wert von 211 Mrd. EUR aus. Diese Werte übersteigen teilweise die gesamten Devisenreserven (EZB: 39 Mrd.; Bundesbank: 31 Mrd.; Euroraum 161 Mrd. EUR) und umfassen – wenn Goldreserven noch hinzugerechnet wer-

ABB. 6: WÄHRUNGSRESERVEN UND SWAP-VERPFLICHTUNGEN IM EURORAUM (IN MRD. EUR)

	EURORAUM	EZB	DEUTSCHL.	FRANKR.	ITALIEN
DEVISENRESERVEN	161	39	31	27	27
GOLDRESERVEN	224	11	70	51	50
WÄHRUNGSRESERVEN	394	48	105	81	79
SWAP- U. TERMINGESCHÄFTE IN FREMDWÄHRUNG	-211	-21	-50	-40	-7

Quelle: EZB Statistiken

den – einen großen Teil der gesamten Währungsreserven in Höhe von 48 (EZB), 105 (Bundesbank) bzw. 394 (Euroraum) Mrd. EUR. Beispielsweise würde die Bundesbank ihre gesamten Devisenreserven in Höhe von 31 Mrd. EUR sowie weitere 19 Mrd. ihrer Goldreserven (von aktuell 70 Mrd. EUR) benötigen, um ihren Fremdwährungsverpflichtungen in Höhe von aktuell 50 Mrd. EUR nachzukommen, sofern ihre eigenen Fremdwährungsforderungen gegenüber den Geschäftsbanken nicht mehr eingebracht werden könnten.

Warum ist der US-Dollar so knapp, dass sich EZB, Bundesbank und nahezu alle nationalen Notenbanken des Euroraumes auf diesem Wege US-Dollar-Liquidität beschaffen müssen? Und welche Gefahren könnten aus dem Umfang dieser Geschäfte resultieren? Hintergrund der US-Dollar-Geldklemme ist insbesondere der Zusammenbruch des Interbankenmarktes. Europäische Geschäftsbanken erhalten von US-amerikanischen Geschäfts-

>>

Anzeige



**“Unglaublich...  
interaktive Charts mit Backtesting in meinem  
Browser und es kostet mich keinen Cent.”**

**tradesignal®**  
interactive online charting

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

banken keine Dollar-kredite mehr, weil die US-Banken aufgrund eigener Probleme selbst nicht mehr leistungsfähig sind, möglicherweise aber auch weil sie die Kreditwürdigkeit der europäischen Banken sehr negativ beurteilen. Doch warum brauchen Banken im Euro-Land so viele US-Dollar-Kredite? Sie brauchen die US-Dollar, weil sie enorme Anlagen in US-Papieren halten, die sie refinanzieren müssen.

### Ursachen der Dollar-Klemme

Lange Zeit war es eine sichere Sache, eine US-Hypothekenanleihe mit hoher Bonität (z.B. AAA oder AA, Zinsanpassung variabel, 10 Jahre Gesamtlauzeit) zu kaufen und diese revolvingend über einen – von einer US-Geschäftsbank gewährten – 3-Monats-US-Dollar-Kredit zu refinanzieren. Man strich den kräftigen Mehrzins der Hypothekenanleihe ein und finanzierte – ebenfalls variabel – über den niedrigeren 3-Monats-Zins. Nach Ablauf von 3 Monaten beschaffte man sich wieder einen 3-Monats-US-Dollar-Kredit, was angesichts hochliquider Interbankenmärkte auch kein Problem darstellte. Zinsseitig fühlte man sich in einer neutralen Hedging-Position, da die Anleihe variabel verzinst war und die Finanzierung ebenfalls variabel erfolgte. Währungsseitig war man vordergründig ebenfalls gehedgt, da einer Milliarde US-Dollar-Anlage eine Milliarde US-Dollar-Kredit gegenüberstand. Und hinsichtlich der Bonität fühlte man sich aufgrund des AAA-Ratings ebenfalls sicher. Ein Perpetuum Mobile zur Gewinnkreation, das in Deutschland auch gerne von ehemals staatlichen Banken genutzt wurde.

Mit Ausbruch der US-Hypothekenkrise veränderte sich das Bild. Plötzlich mutierten die AAA-Hypothekenanleihen zu toxischen Schrottpapieren, die illiquide wurden und deren Marktwerte drastisch verfielen. Und plötzlich erhielt man selbst keinen US-Dollar-Kredit mehr, um die Anlagen in diesen Hypothekenspapieren zu refinanzieren. Die hektischen Bemühungen der europäischen Banken, sich US-Dollar-Kredite zu beschaffen, mündeten in rasant ansteigende Zinssätze für US-Dollar-Liquidität. Doch Europas Banken blieben von der Versorgung abgeschnitten. In dieser zunehmend bedrohlichen Situation wandten sich die EZB und die nationalen Notenbanken des Euroraumes an die amerikanische FED, die via Währungsswaps nun die EZB und die Notenbanken des Euroraumes mit US-Dollar-Linien versorgte. Mit dieser US-Dollar-Liquidität konnten dann die europäischen Geschäftsbanken versorgt werden. Dies ist der Hintergrund der explodierenden Währungs-Swap-Linien.

### Risiken für die EZB

Im Endeffekt schulden nun die europäischen Geschäftsbanken die US-Dollars der EZB oder ihren eigenen Notenbanken,



Der Euro wirkt verwundbarer.

während die EZB und die nationalen Notenbanken diese Beträge der FED schulden. Eine ernsthafte Problematik liegt in dem Umstand, dass der Wert der US-Dollar-Anlagen (toxische US-Hypothekenanleihen) der EU-Geschäftsbanken deutlich unter den Wert ihrer US-Dollar-Verpflichtungen gesunken ist. Damit sind sie nicht mehr in einer neutralen Hedging-Position. Vielmehr sind die EU-Geschäftsbanken short in US-Dollar, weil ihre US-Dollar-Verpflichtungen weit höher als ihre US-Dollar-Anlagen sind. Diese Short-Position könnte einen Run auf den US-Dollar provozieren und einen entsprechenden Euro-Verfall auslösen. Würde es im Extremfall nun zu Bankinsolvenzen – z.B. infolge der Wertlosigkeit der von den europäischen Banken gekauften Schrottanleihen – kommen, dann könnten die EU-Geschäftsbanken der EZB oder ihren nationalen Notenbanken den durchgereichten US-Dollar-Kredit nicht mehr zurückbezahlen. Für die EZB und die nationalen Notenbanken wäre dies ein Desaster, da sie selbst nach wie vor verpflichtet sind, der FED die von ihr geborgten US-Dollars zurückzugewähren. Hier hilft eigenes Geld drucken nicht weiter, da weder die EZB noch die nationalen Notenbanken des Euroraumes US-Dollar drucken können.

Einziger Weg ist die Rückzahlung durch Verwendung eigener Devisenreserven; gegebenenfalls zusätzlich der Verkauf von Notenbankgold zu – wahrscheinlich sehr tiefen – Preisen. Aufgrund der Dynamik und der Größenordnung der Währungsswapverpflichtungen könnten die EZB und die nationalen Notenbanken des Euroraumes erhebliche Teile ihrer Devisen- und Währungsreserven einbüßen. Dies würde umgehend am Währungsmarkt wahrgenommen und mit einem Absturz des Euro beantwortet. Ein Euro-Absturz wiederum würde es der EZB verbieten, die Zinsen weiter zu senken und die Geschäftsbanken mit Liquidität zu versorgen. Bail-outs von Banken können nur bei einer stabilen Währung erfolgreich organisiert werden.

### Fazit

Am Horizont signalisieren die explosionsartig angestiegenen Währungsswapgeschäfte somit eine zunehmende Verwundbarkeit des Euro. Die Feierlichkeiten zum Euro sind deshalb von negativen Entwicklungen überschattet, die bei einer weiteren Verschärfung der Finanzkrise zu einer ernsthaften Bewährungsprobe für den Euro führen könnten. Eine ausschließlich auf den Euro ausgerichtete Anlagepolitik ist deswegen riskanter, als vielfach angenommen wird. Möglicherweise liegt größere Sicherheit in den geschmähten Fremdwährungen, voran dem US-Dollar. ■





## „Der Euro steht vor einer Zerreißprobe“

*Smart Investor im Gespräch mit Prof. Joachim Starbatty über die Rolle des Euro als europäische Gemeinschaftswährung, die Gefahr falscher realer Wechselkurse und über die Zukunft der Europäischen Währungsunion.*

**Smart Investor:** Herr Prof. Starbatty, Sie gelten schon seit Einführung des Euros als großer Kritiker der europäischen Gemeinschaftswährung. Was stört Sie denn so am Euro?

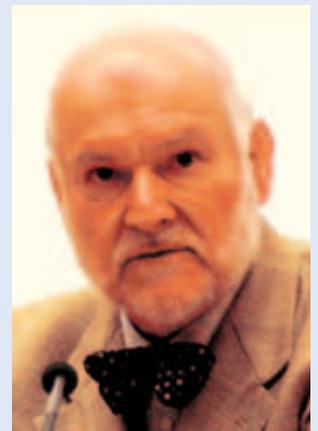
**Starbatty:** Das Manko des Euros ist, dass hinter der Gemeinschaftswährung eine gemeinschaftlich orientierte Politik der einzelnen Länder stehen müsste, also eine Politik, die nationale Interessen hinter gemeinschaftliche Pflichten zurückstellt. Tatsache ist aber, dass sich die reale Konvergenz, damit ist in erster Linie die nationale Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Länder gemeint, stark unterschiedlich entwickelt hat. Eine Ausgleichsmöglichkeit in Form von Wechselkursanpassungen zwischen den Mitgliedsländern der Währungsunion ist seit Einführung des Euro nicht mehr möglich. Das Wechselkursventil ist verstopft. Deswegen tickt unter dem Euro-Projekt eine Zeitbombe. Unsicher ist, wann sie hochgeht; dass sie hochgeht, ist jedoch sicher. Zwar ist es richtig, dass durch die Einführung des Euros die Informations- und Transformationskosten zwischen den Ländern wesentlich gesenkt werden konnten, aber der entscheidende Punkt liegt eben darin begründet, dass mit dem Euro etwas zusammengefasst wurde, was nicht zusammenpasst.

**Smart Investor:** Wie kann es denn zu falschen Wechselkursen kommen, wenn es doch innerhalb des Euro-Währungsraums gar keine Wechselkurse mehr gibt?

**Starbatty:** Deshalb habe ich von realen Wechselkursen gesprochen, die sich nach Maßgabe der nationalen Konkurrenzfähigkeit auseinander entwickelt haben.

**Smart Investor:** Unterscheidet sich denn diesbezüglich die Situation in den USA, welche ja auch große regionale Unterschiede

**Prof. Dr. Dr.h.c. Joachim Starbatty** (Jahrgang 1940) gilt als einer der bedeutendsten Euro-Kritiker in Deutschland. Zusammen mit Wilhelm Hankel, Wilhelm Nölling und Karl Albrecht Schachtschneider reichte er 1998 gegen die Einführung des Euro eine Klage beim Bundesverfassungsgericht ein. Die Klage wurde aber mit einer ausführlichen Begründung abgewiesen. Seit 2005 ist er Emeritus an der Universität Tübingen, wo er Vorlesungen in Volkswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Wirtschaftspolitik hält.



de aufweisen und mit dem US-Dollar über eine Einheitswährung verfügen, so von der europäischen? Oder stehen die USA gar vor einem ähnlichen Problem?

**Starbatty:** Die Situation in den USA ist eine andere. Im Wesentlichen aus zwei Gründen: Erstens ist die amerikanische Bevölkerung weitaus mobiler als die europäische, und flexible Arbeitsmärkte tarieren die Unterschiede aus. Zweitens haben in den USA die Finanzausgleichszahlungen eine größere Bedeutung.

**Smart Investor:** Aber Ausgleichszahlungen haben wir in Europa doch auch zur Genüge ...

**Starbatty:** Ja, das ist richtig. Aber viele dieser Zahlungen spielen sich innerhalb der jeweiligen Länder ab, so zwischen West- und Ostdeutschland und Nord- und Süditalien. Natürlich gibt

es auch EU-Subventionen für Problemregionen. Es ist allerdings im Maastricht-Vertrag ausdrücklich festgehalten worden, dass es keinen „Bailout“ für einzelne Länder gibt, d.h. laut Vertrag sind zentrale Rettungsaktionen für einzelne Länder bei Haushaltsnotlagen nicht vorgesehen.

**Smart Investor:** Steht der Euro vor einer Krise?

**Starbatty:** Ja, der Euro steht vor einer Zerreißprobe. Damit ist eine Situation gemeint, die im Grunde genommen nur drei Möglichkeiten zulässt. Erstens, es kommt tatsächlich zum „Bailout“ einzelner Staaten, was laut Vertrag eigentlich nicht erlaubt, aber faktisch nicht ausgeschlossen ist – nach dem Motto: Not kennt kein Gebot. Zweitens, die Länder mit einem hohen Abwertungsbedarf müssten verstärkt das tun, was sie bisher versäumt haben: die Lohn- und Sozialkosten nach unten drücken, also eine Austerity-Politik betreiben – eine Möglichkeit, die zugegebenermaßen in der momentanen Situation unzumutbar erscheint. Drittens, es kommt zu einem Auseinanderbrechen der Währungsunion mit der möglichen Neubildung eines Stark- und eines Schwach-Währungsblocks.

**Smart Investor:** Das sind ja nicht gerade rosige Aussichten. Wie ist vor diesem Hintergrund der Euro gegenüber dem Dollar zu sehen?

**Starbatty:** Das ist keine einfache Frage. Die wirtschaftliche Lage ist gegenwärtig sowohl in den USA als auch in Europa höchst unübersichtlich. Die Konjunkturpakete werden – insbesondere in den USA – in erster Linie durch die Notenpressen finanziert. Wie sich diese zunehmende Staatsverschuldung auf die reale Wirtschaft und damit auch auf die Währungen der einzelnen Länder auswirken wird, vermag momentan niemand verlässlich abzuschätzen.

**Smart Investor:** Dann lassen Sie uns an dieser Stelle noch auf die Lage der Banken eingehen. Welche Rolle spielt der Euro bei den gegenwärtigen Verwerfungen?

**Starbatty:** Mit der momentanen Implosion der Banken hat der Euro nicht direkt etwas zu tun. Indirekt hat der Euro aber zu der

Situation insofern mit beigetragen, als besonders in Irland und im Süden des Euro-Währungsraums die Geldpolitik der EZB lange Zeit falsche Anreize gesetzt hat. So waren die Zinsen in Spanien viel zu niedrig, was maßgeblich zur Bildung der dortigen Immobilienblase beigetragen hat. Dies ist eben eine Konsequenz der einheitlichen Geldpolitik, welche nicht die Unterschiede der einzelnen Mitgliedsländer berücksichtigen kann.

**Smart Investor:** Werden wir einmal visionär. Wie sieht Ihrer Meinung nach der europäische Währungsraum in fünf Jahren aus?

**Starbatty:** Ich könnte mir vorstellen, dass es bei einem Ausbleiben von „Bailout-Aktionen“ innerhalb der nächsten Jahre zu einer Spaltung der Euro-Währungsunion kommen kann. Nämlich zu jener Teilung, die ich zuvor schon unter dem Aspekt der Neubildung eines Stark- und eines Schwach-Währungsblocks angeschnitten habe. Das halte ich für die wahrscheinlichste und auch nachhaltigste Lösung. So könnten sich z.B. Deutschland, Österreich, die Niederlande und eventuell Frankreich, wenn es sich stark genug fühlt, zu einem Stark-Währungsblock zusammenschließen. Ansonsten könnte Frankreich den Schwach-Währungsblock anführen.

**Smart Investor:** Zum Abschluss des Gesprächs noch eine eher rhetorische Frage: Hätte man überhaupt das Projekt „Europa“ in Angriff nehmen dürfen?

**Starbatty:** Europa als eine Gemeinschaft, um grenzüberschreitende Probleme und Herausforderungen gemeinsam zu lösen, und als gemeinsamer Markt ist eine große und notwendige Idee. Die Einführung einer Gemeinschaftswährung in einem heterogenen Wirtschaftsraum habe ich dagegen immer für verfehlt gehalten. Damit sind wir wieder am Beginn unseres Gesprächs: Unterschiedliche nationale Politiken und eine gemeinsame Währung – das kann nicht gut gehen.

**Smart Investor:** Herr Prof. Starbatty, vielen Dank für dieses Gespräch. ■

*Interview: Ralf Flierl und Stephan Glatz*

Anzeige



NICHT ALLES, WAS MAN LIEST,  
KANN MAN GEBRAUCHEN!

Nehmen Sie uns deshalb  
jetzt unter die Lupe!

Bestellen Sie unser MINI-ABO unter

[www.traders-mag.com](http://www.traders-mag.com)

# Ausblick für die Edelmetalle

## Beste Voraussetzungen zum Abheben

Besonders in turbulenten und krisengeschüttelten Zeiten rücken die Edelmetalle wieder vermehrt ins Bewusstsein der Anleger. Dabei spielt neben dem Inflationsschutz die entscheidende Rolle der Geldcharakter, der vor allem dem Gold und Silber schon seit Jahrtausenden beigegeben wird. Diese Metalle vereinen die wesentlichen Geldfunktionen, wie anerkanntes Tauschmittel und Wertaufbewahrungsmittel aufgrund ihrer natürlichen Knappheit, in sich. Platin und Palladium sind primär Metalle für industrielle Anwendungen und wurden bisher nie als allgemein akzeptiertes Zahlungsmittel gesehen, weswegen der Geldcharakter so gut wie nicht existiert und Gold und Silber in unserer Betrachtung im Vordergrund stehen werden.

### Abgrenzung Geld zu Währung

Eine Währung ist ein vom Staat konzipiertes und per Gesetz ernanntes Zahlungsmittel. Das kann wie seit 1971 (Auflösung des Goldstandards) ein geschickt bedrucktes Stück Papier sein, solange das Vertrauen der Bevölkerung in dessen Geldcharakter existiert. Zweifelsohne scheint sich dies in Krisenzeiten, in denen man die Geldmenge und die Staatsdefizite fast beliebig aufbläht, immer mehr aufzulösen. Richtigerweise wird die Knappheit und damit die Wertaufbewahrungsfunktion immer mehr in Frage gestellt.

### Gold mit besten Voraussetzungen zum Krisenschutz

In der bisherigen Menschheitsgeschichte wurden gut 160.000 Tonnen Gold gefördert („above ground“), was lediglich einem Würfel mit 20m Kantenlänge entspricht. Die etwa 400 weltweit aktiven Minen produzieren jährlich knapp 2.500 Tonnen. Das entspricht einer jährlichen Ausweitung des Goldbestandes von knapp 1,6%. Demgegenüber wurden die wichtigen Währungen im hohen einstelligen oder sogar zweistelligen Prozentbereich ausgeweitet. Aktuell vermehren sich die Papierwährungen explosionsartig, um die Finanzkrise einigermaßen in den Griff zu bekommen.

Die jährliche Minenproduktion ist seit 2001 rückläufig. Vermutlich wurde zu diesem Zeitpunkt „Peak Gold“, d.h. das Fördermaximum, überschritten. Große Vorkommen (ab 5 Mio. Unzen) werden immer seltener entdeckt, und die Industrie schafft es daher nicht mehr, ihre schwindenden Reserven adäquat zu ersetzen. Das Angebot verhält sich sehr unelastisch zur Preisentwicklung, da in der Regel zehn Jahre von der Entdeckung bis zur Produktion vergehen. Bleibt festzuhalten, dass die Inflation des Goldes (verstanden als Ausweitung der Goldmenge) rückläufig und deutlich niedriger als die Inflation der Geldmenge ist.

### Zentralbanken und Recycling

Die Minenproduktion macht etwa 60% der Angebotsseite aus (jeweils betrachtet im 5-Jahresdurchschnitt 2003 bis 2007). Die Zentralbanken und internationale Organisationen halten knapp 20% der weltweiten Goldmenge und treten seit 1989 in Summe als Netto-Verkäufer auf, was etwa 14% des jährlichen Angebotes ausmacht. Dies könnte sich künftig deutlich abschwächen und im Trend sogar umkehren, wenn Zentralbanken, wie die chinesische, ihre gigantischen Währungsreserven (ca. 2 Bio. USD) ins Gold und Silber diversifizieren (derzeit macht der Goldbestand weniger als 1% aus). Wiedergewonnenes Gold (recycelt) aus Schrott, Zahngold etc. macht gut 25% der Angebotsseite aus. Hier liegt die größte Unsicherheit auf der Angebotsseite für die Goldpreisentwicklung. Es könnten aufgrund von zunehmenden Notsituationen immer mehr Schmuck und sonstige Goldbestände zurückgegeben werden, was tendenziell schon bei Händlern zu beobachten, aber im Vergleich zur hohen Nachfrage noch moderat ist. Per Saldo dürfte sich aber künftig das weltweite Goldangebot, bestehend aus diesen drei Teilsegmenten, rückläufig entwickeln.

### Nachfrageseite mit Dynamik

Entscheidende Impulse werden beim Gold von der Nachfrageseite kommen, die sich wie folgt aufteilt (Durchschnitt 2003-2007): Schmuck 68%, Industrie 13% und Investment 19%. In rezessiven Zeiten wird die Schmucknachfrage kaum wachsen oder sogar leicht abnehmen, da sich die Konsumenten bei Luxusgütern einschränken. Langfristig dürfte diese aufgrund des wachsenden Wohlstandes in Asien, dem Mittleren Osten und anderen aufstrebenden Märkten stark zulegen. Die Industrienachfrage wird weiterhin eine Nebenrolle spielen, auch wenn sich für Gold neue Anwendungsformen herauskristallisieren (siehe dazu [www.utilsegold.com](http://www.utilsegold.com)).

Mit Abstand die größte Dynamik und Wachstumspotenzial weist die Investmentnachfrage auf. Allein im Zeitraum 2003 bis Ende 2007 hat sich diese um 280% ausgeweitet. Die Einführung von Gold ETFs (Exchange Traded Funds) eröffnete den Anlegern einen leichten Einstieg ins Gold. Zudem wächst auch die direkte physische Nachfrage nach Goldbarren und -münzen seit 2008 rasant. Nach den letzten Zahlen des World Gold Council für das 3. Quartal 2008 machte die Investmentnachfrage bereits ein Drittel der Gesamtnachfrage aus (40% davon über ETFs). Eine Entwicklung, die künftig die entscheidende Rolle spielen wird, das Potenzial hat, die eher schwache Schmucknachfrage zu kompensieren.

ren, und gekoppelt mit einem rückläufigen Angebot zu deutlich höheren Goldpreisen führen wird.

**Silber wird dem großen Bruder nicht nachstehen**

Grundsätzlich hat Silber eine Zwitterstellung zwischen einem Edelmetall mit Geldcharakter und einem Industriemetall. Rund zwei Drittel der Nachfrageseite kommen von industriellen Anwendungen und Fotografie. Bemerkenswert ist, dass wegen der einzigartigen Eigenschaften von Silber die Industrienachfrage steigt und immer mehr neue Anwendungen erschlossen werden (siehe dazu: [www.silverinstitute.org](http://www.silverinstitute.org)). Deswegen ist auch Silber („above ground“) weniger vorhanden als Gold, da es oftmals nach der Anwendung verloren ist und nicht recycelt wird. Die Zentralbanken steuerten 2007 nur 5% durch Verkäufe zum Gesamtangebot hinzu.

Lediglich 30% des Angebotes kommen von „vorwiegend“ Silberproduzenten. Der Rest fällt als Bei-Produkt von Kupfer-, Zink/Blei- oder Goldminen an. Werden weiterhin viele Basismetallminen wegen einer schlechten Nachfragesituation geschlossen und steigt die Nachfrage nach Silber aufgrund seiner Geldfunktion, dann kommt es in dem sehr kleinen Silbermarkt zu einer explosiven Situation. Die Silbervorräte sind zudem mit unter 400 Mio. Unzen auf einem historischen Tiefstand (i.d.R. lagen die Bestände zwischen 1.200 und 2.000 Mio. Unzen).

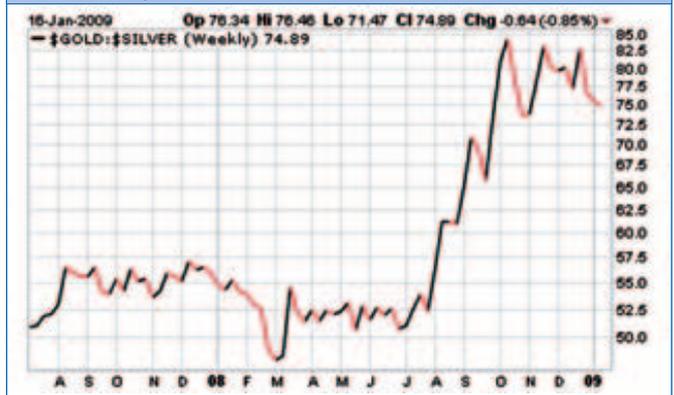
**Gold/Silber-Ratio mit Nachholpotenzial**

In Krisenzeiten bremst die teilweise Wahrnehmung des Silbers als Industriemetall die Performance, weswegen sich im Moment auch das Gold/Silber-Verhältnis mit einem Wert von rund 75 auf einem hohen Niveau befindet. Grundsätzlich hat Silber eine höhere Korrelation zum Gold als zu den Basismetallen. Ab 2006 wurden auch zahlreiche Silber-ETFs eingeführt, welche die Investmentnachfrage deutlich erleichtern. Der historische Durchschnitt der Gold/Silber-Ratio lag bei gut 50. Wegen der beschriebenen Knappheit, der starken Industrienachfrage und des fallenden sowie sehr unelastischen Angebotes sollte sich dieses Verhältnis wieder normalisieren und Silber sich überproportional zum Gold entwickeln.

**Platin und Palladium überzeugen kaum**

Hauptanwendung für diese beiden Edelmetalle sind jeweils Autokatalysatoren, weshalb in der nächsten Zeit kaum mit einer steigenden Nachfrage zu rechnen ist. Wenn schon ein Invest-

ABB. 2: GOLD/SILBER-RATIO



Künftig sollte die Gold/Silber-Ratio zugunsten des Silbers abnehmen. Quelle: StockCharts.com

ment in Platin oder Palladium, dann ist unseres Erachtens Platin zu bevorzugen, da die oft aufgeführten Substitutionsmöglichkeiten in das billigere Palladium in der Praxis kaum zu beobachten waren. Beide Märkte sind aber sehr eng, oligopolisiert und intransparent. Der Hauptimpuls könnte als Inflationsschutz kommen, was dann reale Werte wie Rohstoffe, Immobilien, Firmenanteile etc. ähnlich nach oben treiben dürfte.

**Der wesentliche Punkt**

Die Hauptmotive für die Investmentnachfrage nach Gold und Silber, welche entscheidend für die Performance sein wird, sind Renditegesichtspunkte und Vermögensschutz. Erstere Gruppe investiert, weil sie von der positiven fundamentalen Situation überzeugt ist. Besonders in wirtschaftlich schwierigen Zeiten, in denen überall der Warenabsatz wegbricht, gibt es kaum noch einen Sektor, der fundamental so überzeugt. Man sieht sein Geld gewinnbringend angelegt. In Krisenzeiten kommt aber vermehrt der Vermögensschutz zum Tragen. Hier geht es in erster Linie darum, einen sicheren Hafen für sein Vermögen zu finden, und nicht primär um gute Renditeaussichten.

**Gründe zur Vorsicht gibt es reichlich ...**

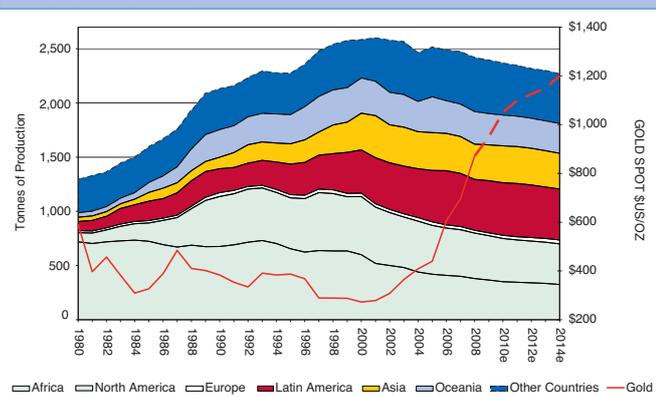
Das Misstrauen in den Staat und dessen Währung nimmt sprunghaft zu. Es werden immer abenteuerlichere Aktionen gestartet, um die Probleme in den Griff zu bekommen. Der neu gewählte US-Präsident stimmte sein Volk schon auf Billionendefizite für die kommenden Jahre ein, und wer weiß, was für „Leichen“ er noch findet, wenn er im Amt ist. Das offizielle „Congressional Budget Office“ schätzt das Staatsdefizit in den USA 2009 auf 1,2 Billionen USD. Normalerweise sind offizielle Angaben immer zu optimistisch, so dass mit einem Defizit von weit über 1,5 Billionen USD gerechnet werden kann. Einige Kommentatoren kommen jetzt schon mit all den bestehenden Verpflichtungen sowie geplanten Rettungspaketen und Stützungsmaßnahmen auf unglaubliche 2 bis 3 Billionen USD Staatsdefizit. Dabei sieht es in anderen Staaten nicht viel besser aus. Zudem werden die Geldmengen abenteuerlich aufgepumpt. Kein Wunder, dass das Vertrauen in die Solvenz des Währungshüters und die Knappheit bzw. Werthaltigkeit der Währung rasant schwindet.

**Inflation oder gleich Währungsreform?**

Die Staaten werden einen enormen Finanzierungsbedarf haben, um ihre Defizite zu decken. Die aufgetürmte Schuldenlast lässt



ABB. 1: PEAK GOLD



2001 wurde „Peak Gold“ erreicht, und selbst steigende Goldpreise führten nicht mehr zu einer höheren Fördermenge. Quelle: CIBC World Markets, GFMS, Company reports

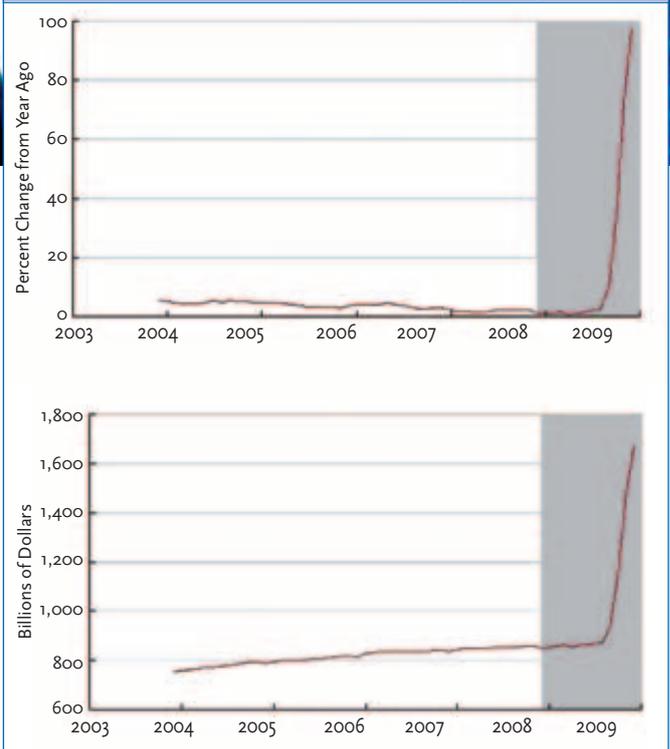
Foto: Heraeus

Staatsbankrotte immer wahrscheinlicher werden. Es ist schwer nachvollziehbar, wieso die Investoren scharenweise ihr Geld für niedrigste Zinssätze (real sogar negativ) den Staaten überlassen. Das impliziert, dass in dieser Kapitalanlage so gut wie kein Risiko gesehen wird. Dabei dürfte das die nächste Blase sein, die auf Sicht der kommenden fünf Jahre platzen wird. Das Schneeballsystem von Bernard Madoff wird dagegen dann wie ein harmloses „Kügelchen“ im Vergleich zu einer Lawine aussehen. Es ist kaum vorstellbar, dass auch künftig die Investoren ihr Geld für lächerliche Zinssätze zur Verfügung stellen werden.

**Warnsignale**

Kritisch wird es dann, wenn die Staaten immer mehr Probleme haben, Geld aufzunehmen, und der Schuldenberg bei steigenden Zinssätzen immer erdrückender wird. Einen Vorgeschmack bekamen die Deutschen schon am 8. Januar zu spüren, als vermeldet wurde, dass der Bund die Ausgabe von Silvester-Bonds

ABB. 3: ST. LOUIS ADJUSTED MONETARY BASE (AMBSL)



Shaded areas indicate US recessions as determined by the NBER. Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis; research.stlouisfed.org

**Cross Links**

**GoingPublic Magazin 2/2009**



- ◆ Infrastrukturinvestitionen: Anschub durch Konjunkturprogramme?
- ◆ Bilanzierung & Wirtschaftsprüfung: neue Herausforderungen durch die Finanzkrise
- ◆ Cold IPOs – Cool bleiben in heißen Zeiten
- ◆ M&A – Übernahmen mit US-Beteiligung werden komplizierter

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

**VentureCapital Magazin 2/2009**

- ◆ Mobile Geschäftsideen heben (endlich) ab!
- ◆ Executive Talk mit Peter Kowalsky, Geschäftsführer der Bionade GmbH
- ◆ Beteiligungskapital: Die deutsche „Hall of Fame“
- ◆ Wie Hightech-Gründer von erfahrenen Coaches profitieren können
- ◆ Fallstudie: Smava vermittelt private Kredite
- ◆ Sonderbeilage „Private Equity-Markt Schweiz“



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

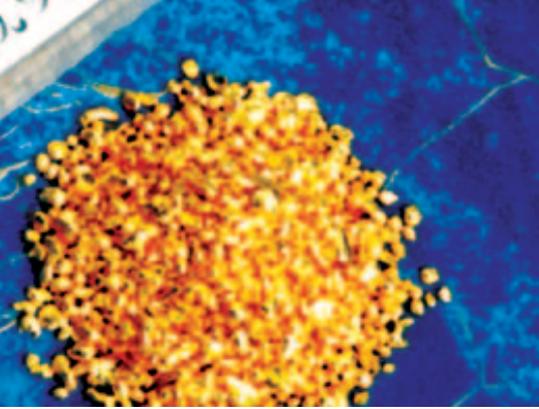
verpatzt hat. Von den ursprünglich vorgesehenen 6 Mrd. wurden lediglich 4,1 Mrd. EUR gezeichnet. Das sind erste Warnsignale, und Gold/Silber als sicherer Hafen dürften kaum zu halten sein, wenn sich diese weiterhin fortsetzen, wovon leider auszugehen ist.

**Rückblick**

Gold hat sich 2008 zwar gut als Wertaufbewahrungsmittel bewiesen, aber im Vergleich zu den enormen Verwerfungen im weltweiten Finanzsystem eher enttäuscht. Hauptgrund dafür war neben Zwangsliquidierungen bei vielen institutionellen Investoren, dass die Anleger den Fokus auf Deflation hatten und somit Bares horteten. Silber wurde seiner Zwitterfunktion gerecht und zeigte sich wie „schlechtes Gold“ oder „gutes Basismetall“. Platin und Palladium, denen kein Krisenschutz beigemessen wird, wurden förmlich geschlachtet. Sobald die massiven Geldinjektionen und Rettungsmaßnahmen durch das System sickern bzw. die fast „gelähmte“ Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wieder anspringt, wird sich eine Tsunami-ähnliche Inflation aufbauen, die Edelmetalle als Inflationsschutz sehr begünstigen wird.

**Ausblick**

Es dürfte also nur eine Frage der Zeit sein, bis die Deflationsängste schwinden und wahre Werte wie Gold und Silber dann so richtig Flügel bekommen. Egal, ob es die Staaten diesmal noch schaffen, das bestehende Finanzsystem mit immer größeren Papiergeld- und Schuldenbergen über die Zeit zu retten oder ob noch größere Verwerfungen aufgrund einer misslungenen Re-Inflationierung kurz bevorstehen: Gold und Silber sollten in jedem Szenario zu den Gewinnern zählen. In Zeiten einer



## Märkte

galoppierenden Inflation können alle Edelmetalle, ausgedrückt in immer wertloser werdendem Papiergeld, in ungeahnte Höhen schießen. Auch wenn nicht eins zu eins vergleichbar, ist die Analogie der deutschen Mark in den 20er Jahren nicht ganz von der Hand zu weisen, da das Grundproblem damals ebenfalls in ausufernden Geldinjektionen bestand: Konnte man im Januar 1919 noch eine Unze Gold mit 170 Mark erwerben, so musste man im November 1923, also nicht einmal fünf Jahre später, sage und schreibe 87.000.000.000.000 Mark über den Tresen reichen. Würden die USA ihre Staatsschulden mit ihren bestehenden Goldreserven hinterlegen, dann müsste der Goldpreis bereits beim gegenwärtigen Stand auf rund 41.000 USD pro Unze fixiert werden.

### Fazit

Gold und Silber als sicherer Hafen und Inflationsschutz sollten gegenüber allen Währungen künftig zu den Gewinnern zählen. Seit einigen Monaten schwächt sich auch schon die negative Korrelation zum USD ab. Währungsprognosen sind mit großer Unsicherheit behaftet, und es ist künftig eine Frage des „Stärksten unter allen Schwachen“, weswegen Gold und Silber als nicht beliebig vermehrbare Werte immer mehr glänzen sollten. Wenn wir mal ausblenden, dass Gold- und Silberpreise manipuliert werden (wofür es sicherlich starke Anhaltspunkte gibt),

dann müsste sich Gold noch dieses Jahr über 1.000 USD pro Unze etablieren und in der Spitze auch Werte von über 1.500 USD erreichen können. Selbst Manipulation würde diesen Anstieg nur hinauszögern und langfristig das Gegenteil erreichen, wenn dann der „Deckel mal durch den hohen Druck wegfliegt“. Silber sollte sich dann bei einer abnehmenden Ratio (gegen 60 hin) über 15 USD etablieren und in der Spitze Kurse über 20 USD erreichen können. Platin und Palladium profitieren nur bei anspringender Inflation und/oder Konjunktur, aber nicht bei schwindendem Vertrauen und größerer Skepsis gegenüber dem Finanzsystem. Über das Jahr 2009 geht Smart Investor von noch deutlicheren Steigerungen bei allen Edelmetallen aus.

Smart Investor empfiehlt, einen Teil der Käufe physisch in Form von Barren und Münzen vorzunehmen, um größtmögliche Sicherheit in turbulenten Zeiten zu haben. Normalerweise ist Eigentum und nicht der Besitz entscheidend. Bei schweren Krisen kann sich dies unter Umständen umdrehen. Empfehlenswerte Händler sind z.B. pro aurum oder Westgold. Eine Übersicht über aktuelle Schalterkurse findet sich auf [www.bullionpage.de](http://www.bullionpage.de). Eine ausführliche Darstellung der Erwerbsmöglichkeiten von physischen Edelmetallen findet sich im Heft 12/2008 ab S. 35.

Dennoch sind ETFs eine bequemere und kostengünstigere Art zu investieren und auch durch die tatsächliche physische Hinterlegung relativ sicher. ETFs, wie der von der Zürcher Kantonalbank (ZKB), verbrieft das Recht zur physischen Auslieferung, und es werden alle Edelmetalle angeboten: [www.zkb.ch/fonds](http://www.zkb.ch/fonds). Ebenfalls empfehlens-

wert und mit vergleichbaren Sicherheiten ist Xetra-Gold von der Deutsche Börse Commodities GmbH (WKN: A0S 9GB). Eine regelmäßige Berichterstattung zu Edelmetallen und Edelmetallaktien findet ab dem kommenden Heft in einer eigenen zweiseitigen Rubrik statt. ■

Bernhard Schmidt

ABB. 4: GOLD MIT SI-PROGNOSE



**ERA**  
RESOURCES

Investieren in Rohstoffe.  
Mit den Experten.

## Erfolgsstoff Rohstoff

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

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



ERA Resources GmbH  
Am Silbermannpark 1b  
86161 Augsburg

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

# Afrika

## Wann kommt die schwarze Perle endlich auf die Beine?

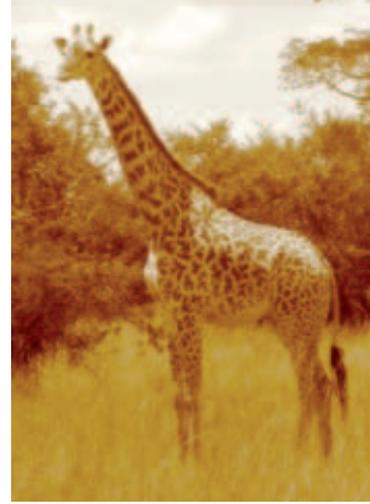
Der Leadsänger der Rockgruppe U2, Bono, forderte EU-Kommissionspräsident José Manuel Barroso einstmals auf, mehr Entwicklungshilfe für Afrika bereit zu stellen. So gut gemeint die Geste war, Afrika will sich aber vermutlich am liebsten selbst helfen.

### Falsche Herren

Die Argumentation der Europäer, das Verhältnis zu Afrika sei historisch gewachsen, klingt im Unterton wie Hohn. Als Kolonialherren teilten sie ab 1881 Afrika unter sich auf. Grenzen wurden willkürlich gezogen, ganze Stämme getrennt. Das Schema Ober- und Unterschicht hielt Einzug, gewachsene Traditionen damit unterjocht. Die Folgen sind bis heute sichtbar. Zum Beispiel führen Eisenbahnlinien meist von Bergbauminen zu Häfen, nicht aber von Stadt zu Stadt. Nach dem Zusammenbruch der Kolonialreiche und dem Ende des Zweiten Weltkrieges wurde Afrika zur Spielwiese von Stellvertreterkriegen zwischen den USA und der Sowjetunion. Entsprechend experimentierten afrikanische Regierungen mit allem, was die Ideologie-Kiste hergab: Sozialismus, Afro-Marxismus, Sambischem Humanismus, teilweise Demokratie. Als prägend für



Fotos: Deutsch-mosambikanische Botschaft (links), Tobias Karow



das schlechte Bild Afrikas nach außen waren vor allem die Despoten wie „Der Schlächter von Afrika“ Idi Amin (Uganda), Mobuto (Kongo) oder auch der äthiopische Militärdiktator Menigstu, von dem es heißt, die DDR-Führung unter Honecker hätte dessen „Roten Terror“ gedeckt.

### Mit Geld allein entwickelt der Westen Afrika zugrunde

Europäer und Amerikaner verschlossen vor den zahllosen Menschenrechtsverletzungen die Augen und tragen hierfür Verantwortung. Wenn diese jedoch so aussieht, Afrika mit immer frischen Milliarden finanziell zu „pampern“, dann macht es sich der Westen zu einfach. Entwicklungshilfe oder auch Strukturanpassungsdarlehen, wie es im Beamtendeutsch heißt, machen für sich genommen keinen Sinn, wenn sie überwiegend Korruption fördern. Pro Jahr verbrennt Afrika auf diese Weise 160 Mrd. USD, etwa ein Fünftel seines BIP. Gleichwohl zeigt der Doing Business Report der Weltbank, dass afrikanische Staaten bei der Korruptionsbekämpfung zuletzt die größten Fortschritte gemacht haben.

#### HANDS ON RUANDA – AFRICAN DEVELOPMENT CORP.

Seit Ende 2007 ist die Altira Group über ihre Tochter African Development Corporation (ADC) als unternehmerischer Investor in Ruanda aktiv. Das Land durchlebte 1994 mit dem Genozid einen der wohl schlimmsten Völkermorde der jüngeren afrikanischen Geschichte. Dem Massaker fielen schätzungsweise 1 Mio. Menschen zum Opfer.



#### Aktive Aufarbeitung

Das Genocide-Memorial in Kigali erinnert auf drastische Art und Weise an die damaligen Gräueltaten, arbeitet diese auf und ist damit auch ein Symbol für einen Neuanfang. Das mittelafrikanische Land wird heute regiert von Präsident Paul Kagame, der mit seiner Vision Ruanda 2020 den Menschen Hoffnung gibt. Ob jedoch der Friede ewig hält, ist fraglich. Gerade die Geschehnisse im Kongo, in die Kagame im Hintergrund involviert sein soll,

sorgen einstweilen für Verunsicherung. Altira eröffnete nach anfänglichen Bedenken eine Repräsentanz in Ruanda. Von außen wird dem ADC-Team um Dirk Harbecke, der vor Ort agiert, und Christian Angermayer ein klarer Fokus bescheinigt. ADC kümmert sich um seine Beteiligungen und deckt Defizite etwa in der Corporate Governance auf.

#### IT, Kaffee, Finanzen

ADC ist unter anderem an Simtel beteiligt, einem Spezialisten für vereinfachten elektronischen Zahlungsverkehr. Acht von neun

Ruandern haben kein Konto, das Land ist damit praktisch „unbanked“. Bei Bourbon Coffee, einer Kaffeehauskette samt Rösterei, überzeugen Qualität und Ambiente. Das Flagship-Geschäft in Kigali, in dem die Tasse Kaffee freilich nicht für jeden Ruander erschwinglich ist, könnte so auch in Mailand oder Düsseldorf zu finden sein. Mit der Banque Rwandaise de Development ist auch eine Mittelstandsbank im Portfolio. Die Risiken der Investments liegen auf der Hand: Zunächst müssen Euro in den Ruanda-Franc getauscht werden, woraus ein Währungsrisiko resultiert. Außerdem ist mit den Beteiligungen ein ordentliches Maß an Hoffnung verbunden, denn niemand weiß genau, ob sich die Renditeerwartungen erfüllen. Im Rahmen eines Privatangebots lag die Mindestsumme für Anleger bei gut 50.000 EUR, ein Börsengang der ADC würde die Schwelle für Ruanda-Investments erheblich reduzieren. ■





als 20 Kriege in Afrika geführt, die 300 Mrd. USD Dollar kosteten (entspricht der in der gleichen Zeit gewährten Entwicklungshilfe) und bei denen die verwendeten Waffen zu 95% aus Europa, Amerika und Asien stammten. Während eines bewaffneten Konflikts schrumpften die Volkswirtschaften durchschnittlich um 15%. Auch hier trägt der Westen eine Verantwortung. In Teilen nimmt er sie inzwischen sogar wahr. In der kenianischen Hauptstadt Nairobi wird mit westlicher Hilfe ein Mautstraßennetz geplant, in Nigerias Schmelzriegel Lagos bereits realisiert.

Der Bau von Wasserkraftwerken in Ruanda oder auf Madagaskar soll den Energiemangel bekämpfen. In Kenia ist es ein von der Deutschen Entwicklungsgesellschaft (DEG) gefördertes Projekt zum Rosenanbau. Heute sind drei Viertel der hierzulande erhältlichen Rosen aus afrikanischem Anbau. Die DEG, die unternehmerisches Engagement fördert, wird in diesem Fall bestätigt, hohe ökologische und soziale Standards gesetzt zu haben. Mittlerweile sind 1.000 Mitarbeiter in der Blumenzucht beschäftigt.

## „Afrika ist mit China nicht vergleichbar“

Smart Investor im Gespräch mit **Jens Schleuniger**, Fondsmanager des DWS Invest Africa, über Schwierigkeiten bei Afrika-Investments und seine favorisierten Branchen.

**Smart Investor:** Was muss man als Fondsmanager in Afrika anders machen?

**Schleuniger:** In meinen Augen erfordert es eine tiefere Art der Analyse, weil Sie häufig nicht die geeigneten Daten bzw. Broker-Studien für eine herkömmliche Analyse bekommen. Dabei sind die Standards in Afrika nicht wesentlich geringer als in anderen Emerging Markets, das Problem ist aber, dass Zahlen meist nur einmal im Jahr veröffentlicht werden.

**Smart Investor:** Dazu existiert ja mit Südafrika eigentlich nur ein wirklich liquider Aktienmarkt.

**Schleuniger:** Da müssen Sie stärker differenzieren. Mit Ägypten und Marokko gibt es im Norden noch zwei relativ große und liquide Aktienmärkte. Nigeria hatte Anfang vergangenen Jahres eine Marktkapitalisierung von gut 100 Mrd. USD, der Umsatz betrug 100 bis 150 Mio. USD am Tag. Inzwischen hat sich die Marktkapitalisierung in etwa halbiert, das Handelsvolumen ebenso. Andere Märkte sind natürlich sehr klein, etwa Kenia mit seinen 20 Mio. USD Tagesumsatz. Hier konzentriert sich der Handel zudem meist auf die Top-Fünf-Werte. Wenn Sie etwa in Ghana einen guten Rohstoffwert kaufen, dann kann es sein, dass Sie diesen nicht mehr verkaufen können. Mangels Liquidität.

**Smart Investor:** Womit wir bei Ihren Branchen-Favoriten wären.

**Schleuniger:** Wir haben momentan Telekommunikationswerte übergewichtet. Hier haben wir eine gewisse Visibilität bezüglich der künftigen Erträge. Die Durchdringungsrate im Mobilfunk liegt noch deutlich unter dem Durchschnitt der Emerging Markets. Vom Wachstum her ist der Telekomsektor in Afrika aber einer der stärksten der Welt. Bei den Rohstoffen haben wir einen differenzierten Blick. Gold und Platin, vor allem die Unternehmen aus Südafrika, gefallen uns recht gut. Die Problematik bei Kupfer ist einerseits die Konjunktur, andererseits die politische Unsicherheit vor allem im Kongo.

**Smart Investor:** Gerade die Unruheherde lassen Afrika ja immer in einem eher schlechten Licht erscheinen?

**Schleuniger:** Das ist schon richtig, aber Unruhen im Nigerdelta zum Beispiel wird es wohl auch in Zukunft immer mal wieder geben. Nur ist mir die Berichterstattung da zu einseitig. Nigeria hat

2008 beim Korruptionsindex die meisten Plätze gut gemacht und schneidet besser ab als so manches osteuropäische Land. Botswana und Südafrika stehen bei der Reformfreudigkeit sogar vor Italien. Ob das nachhaltig ist, wird sich zeigen müssen. Ich wurde in diesem Zusammenhang mal gefragt, ob ich China mit Afrika vergleichen kann. In meinen Augen kann man das nicht, denn Afrika hat 53 verschiedene Länder mit noch mehr unterschiedlichen Ethnien. Vieles wird in Afrika einfach nicht so schnell gehen können wie in China. Hinzu kommt die weltwirtschaftliche Lage, von der sich Afrika einfach nicht abkoppeln kann. ■



Jens Schleuniger

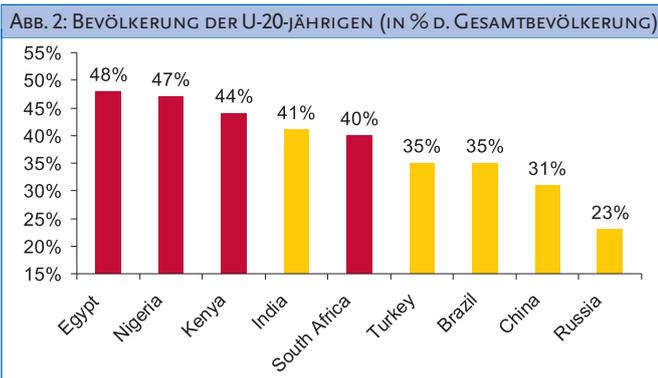
### AFRIKANISCHE AKTIENMÄRKTE



Quelle: BBG, DWS Investments; Stand: November 2008

### Unternehmertum gefragt

Allerdings ist Unternehmertum in Afrika nicht gleich bedeutend mit afrikanischem Unternehmertum. Denn dieses ist im Inneren des Kontinents ein noch ganz kleines Pflänzchen, auch demographisch bedingt. Durch AIDS, Malaria oder Tuberkulose ist die Lebenserwartung geringer als auf allen anderen Kontinenten. Der daraus resultierende Fachkräftemangel ist vielerorts ersichtlich. Andererseits ist die Schicht jüngerer Menschen unter 20 so groß wie nirgends sonst, die Demographie-Pyramide also intakt. Nur fehlt es diesen jungen Afrikanern an Erfahrung und Ausbildung. Die Demographie ist damit Afrikas Fluch und Segen zugleich.



Stand: 2008; Quelle: Merrill Lynch, EFG Hermes, DWS

Kann Afrika den Teufelskreis des Hungers durchbrechen und durch eigene Anstrengungen seine jungen Nachkömmlinge ernähren, ihnen eine solide Bildung mit auf den Weg geben und für ein Mindestmaß an gesundheitlicher Versorgung gerade stehen, Afrika stünde an der Schwelle zu einem Baby-Boom. Auf dieser optimistischen Grundannahme fußend, eingerahmt vom dennoch schwierigen Umfeld, sollten Afrika-Investments gesehen werden. Zweifelsohne kann sich Afrika dem De-Leveraging nicht entziehen, die Börsen haben wie alle Emerging Markets-Börsen massiv verloren. Ganz gleich ob die Bewertungen nun günstig sind oder nicht, erst wenn die Risikobereitschaft der Investoren zurückkehrt, dürften die Börsen Afrikas wieder anziehen. Dann aber haben sie die Chance, zu den Besserperformern unter den Schwellenbörsen zu gehören. Beispielsweise wachsen ägyptische Mobilfunkkonzerne wie Orascom Telecom noch auf Jahre hinaus zweistellig, eine erste Sättigungstendenz dürfte sich ab 2011/2012 abzeichnen, wenn die Mobilfunk-Penetrationsrate in Ägypten auf über 80% gestiegen sein dürfte (heute ca. 55%)

AFRIKA-INVESTMENTS				
FONDS	WKN	PERF. 1J.	VOL.*	FOKUS
DWS INVEST AFRICA**	DWS OQM	-43,60%	3,9	KONTINENT
JULIUS BAER NORTHERN AFRICA	A0M UVG	-41,70%	49,2	NORDAFRIKA
MAGNA AFRICA	A0H OMA	-54,73%	43,2	KONTINENT
LYXOR ETF JSE SOUTH AFRICA TOP 40	LYX 0BY	-36,26%	30,4	SÜDAFRIKA
WALLBERG AFRICAN ALL STARS***	A0N JUH	-20,30%	4,2	KONTINENT

\*) in Mio. EUR, \*\*) Auflage am 10.07.2008, \*\*\*) seit Auflage am 25.06.2008

AKTIEN	WKN	BRANCHE	MCAP*	KGVO9E
MTN [SA]	897 024	TELEKOM	13,3	7,9
ORASCOM TELECOM [EC]	940 174	MOBILFUNK	3,5	6,2
SASOL [SA]	865 164	ENERGIE	12,6	6,8
STANDARD BANK [SA]	A0N EF6	BANK	8,4	10,1

\*) in Mrd. EUR

### Mehrheitlich in Phase 1

Auch Unternehmen wie der südafrikanische Ölproduzent Sasol, der Bergbaukonzern Anglo American, die Standard Chartered Bank oder auch die vorwiegend in London gehandelte Addax Petroleum aus Nigeria sind nicht uninteressant, gehören aber doch eher in die Kategorie „Spekulation“. Zu gering ist teilweise die Liquidität, zu schlecht der Informationsfluss. Mit Afrika-Fonds fahren Anleger da schon besser. Fondsmanager wie Jens Schleuniger (s. Interview) verfügen genau über die Informationskanäle und schaffen es womöglich eher, an den ineffizienten Afrika-Börsen interessante Chancen zu finden und zu nutzen. Die Emerging Market-Boutique Charlemagne legt in ihrem Magna Africa Fund breit gestreut in Afrika an, die Hälfte der Mittel entfällt auf Südafrika, ein weiterer Schwerpunkt ist Ägypten. Der Rest verteilt sich auf Algerien, Kongo, Kenia, Mosambik, Sambia und Nigeria. Peter Leger wiederum, Lenker des Wallberg African All Stars, ist der Meinung, mit Ausnahme Südafrikas und Ägyptens befänden sich alle Länder in einer frühen Phase der ökonomischen Entwicklung. Diese Aussage könnte angelehnt sein an das Phasenmodell der Contrarian-Legende Marc Faber. Für ihn sind fast alle Staaten in Phase eins von insgesamt sechs Entwicklungsstufen. Für Leger ist zudem die Zeit verantwortungsloser Herrscher mit Ausnahme von Simbabwe Robert Mugabe vorbei, wodurch zusammen mit Schuldennachlässen ein Entwicklungs- und Wachstumsschub entstanden sei.

### Aktive Konzepte lohnenswert

Fonds wie diesen dürfte es gelingen, in einer Haussephase Outperformance für den Anleger zu generieren, weil afrikanische Aktienbörsen im Vergleich weitgehend ineffizient im Hinblick auf Information und damit Preisbildung sind. Aktives Management kann sich lohnen, wie gesagt, das globale Makrobild muss hier mitspielen. Allerdings gibt es auch einen ETF von Lyxor auf den FTSE JSE Top 40-Index. In der Kaprepublik hängt die Börse Johannesburg maßgeblich an der Verfassung der Rohstoffe. Diese zeigen teilweise ein extrem überverkauftes Niveau, wo offenbar auch positive Effekte der Konjunktur-Stimulierung rund um den Globus nur unzureichend eingearbeitet sind. Damit stehe Johannesburg sozusagen im Startblock, meint Walter Tissen vom mittlerweile auf ganz Afrika ausgerichteten „Südafrika-Brief“. Allerdings wird auch immer wieder die Sicherheitslage in Südafrika diskutiert, vor allem im Vorfeld der im kommenden Jahr stattfindenden Fußball-Weltmeisterschaft. Pro Tag werden in Südafrika 50 Menschen ermordet, insgesamt werden 12.000 Autofahrer Opfer des berüchtigten Carjackings. Diese negativen Elemente dominieren immer wieder die Berichterstattung, auch zum Nachteil des Kapitalmarktes, der auf Vertrauen so dringend angewiesen ist.

### Fazit

Afrika tickt anders, jedes Dorf ist ein kleiner Mikrokosmos für sich. Der Westen muss von seinem hohen Ross herunter. Mit Entwicklungshilfeschecks zu wedeln und schnelle Erfolge zu erwarten, ist nicht seriös. Afrika braucht aber unser Know-how, nur eben nicht um den Preis permanenter Bevormundung. Daher sollten Projekte im Kleinen wie jener Rosenanbau unterstützt und mit Anreizen zur Arbeit versehen werden. Was im Kleinen gedeiht, kann zu etwas Großem heranwachsen. Und spätestens dann wäre Afrika für Anleger das neue Asien.

Tobias Karow

# Renten – Die nächste Blase?

Rentenmärkte, EUR/USD und Gold aus technischer Sicht

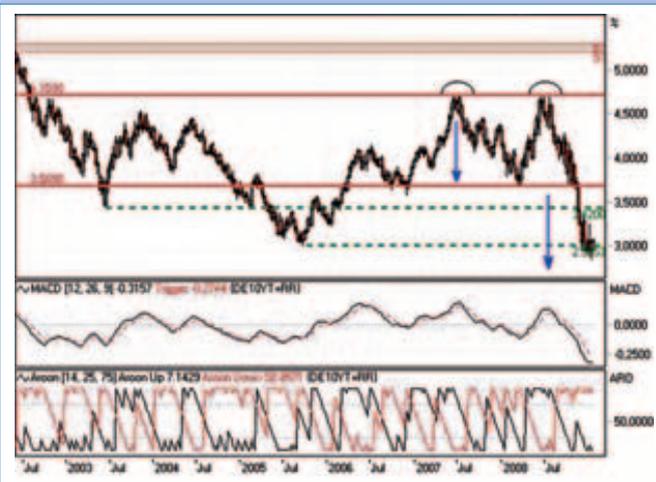
Gastbeitrag von Jörg Scherer, Technischer Analyst bei HSBC Trinkaus & Burkhardt

„Märkte können viel länger irrational sein, als man selber liquide ist.“ In einer etwas neueren Fassung lautet dieses Zitat von John Maynard Keynes: „Etablierte Trends tragen häufig sehr viel weiter, als sich das die meisten Marktteilnehmer vorstellen können!“ Unter diesem Motto sehen wir die Rentenmärkte im Jahr 2009. Insbesondere das im November 2008 komplettierte Doppeltop im Chart der 10-jährigen Rendite lässt perspektivisch auf neue Renditetiefs schließen (Abb. 1). Das kalkulatorische Kursziel – abgeleitet aus der beschriebenen oberen Umkehr – lässt sich auf 2,7% beziffern. Mit dem Renditetief vom Dezember 2008 bei 2,91% dürfte also noch keinesfalls das Ende der Fahnenstange erreicht sein. Der spiegelbildliche Doppelboden im Wochenchart des Euro-BUND-Future führt hier zu einem rechnerischen Target, das im Bereich der Marke von 127 anzusiedeln ist. Jenseits des rechnerischen Kursziels von rund 127 fallen zwei verschiedene Fibonacci-Projektionen bei 130,31/70 als mögliche weitere Anlaufzone ins Auge.

## Übertreibungsphase eingeläutet?

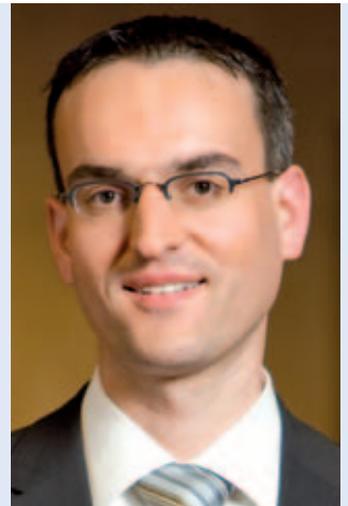
Insbesondere mit Blick auf den US-T-Bond-Future drängt sich derzeit allerdings die Frage auf, ob am Rentenmarkt aktuell die nächste Blase entsteht und wann diese angestoßen wird. Diese Frage führt unmittelbar zu dem noch im Sommer 2008 heiß diskutierten Inflationsszenario, das 2009 aber keine Rolle spielen dürfte. Die Inflation ist allerdings niemals wirklich tot! Vielmehr gehen wir davon aus, dass das im Sommer 2008 vielfach skizzierte Inflationsszenario nicht zu den Akten gelegt werden muss,

ABB. 1: 10-JÄHRIGE RENDITE



Quelle: www.tradesignal.com

**Jörg Scherer**, 32, ist Diplom-Kaufmann und Certified Financial Technician. Als Technischer Analyst zeichnet er u.a. für den täglich erscheinenden Newsletter „HSBC Daily Trading“ verantwortlich. Darüber hinaus ist er regelmäßiger Interviewpartner für Presse und Fernsehen sowie Gewinner des VTAD-Awards 2007. Den vollständigen Jahresausblick finden Sie in der Januarausgabe der Monatspublikation „Marktbeobachtung“, die unter [www.hsbc-zertifikate.de](http://www.hsbc-zertifikate.de) abrufbar ist.



sondern lediglich auf der Zeitachse in die Zukunft verschoben wurde. Zyklische Argumente unterstreichen diese Sichtweise. So lässt der 30-jährige Inflationszyklus nach 30 Jahren mit fallenden Renditen ab 2010 auf eine untere Zinswende schließen. Untere Zinswenden brauchen zudem vor allem eines: viel Zeit! Ab der Dekadenwende dürfte auch dieses Kriterium für eine tragfähige Trendwende erfüllt sein.

## Abschluss des bullischen Keils als Zinswendesignal

In diesem Zusammenhang sollten Anleger ab 2010 ganz besonders intensiv auf den Chart der 10-jährigen Rendite in Deutschland achten (Abb. 2). Zunächst muss hier ein intakter, seit Anfang der 80er Jahre bestehender Basisabwärtstrend konstatiert werden. Das ist aber nur die eine Seite der Medaille! Die andere ist eine drohende Keilformation (obere Begrenzung akt. bei 4,48 %), die im Falle eines Ausbruchs nach oben auf eine nachhaltige Zinswende und damit stark steigende Zinssätze schließen lässt.

## EUR/USD: Nur ein Pullback

Das Jahr 2008 zeichnete sich auch an den Devisenmärkten durch eine sehr hohe Volatilität aus. Der Schlusspurt des Euro zum US-Dollar sorgte allerdings dafür, dass sich im Vergleich zum Jahresschlusskurs des Vorjahres (1,4589 USD) nur eine geringe Veränderung ergab. Das ist aber nur die eine Seite der Medaille; die andere findet im dazwischen liegenden neuen Rekordhoch vom Juli (1,6038 USD) und im Jahrestief vom Oktober (1,2328 USD) seinen Niederschlag. Letztlich brachte die Jahresendrallye

ABB. 2: 10-JÄHRIGE RENDITE DEUTSCHLAND (MONATSSCHLUSSKURSE; IN %)



Quelle: Reuters EcoWin

der Einheitswährung aber lediglich einen Pullback an die fallende 200-Tages-Linie (akt. bei 1,4485 USD) bzw. den alten Basisaufwärtstrend seit Februar 2002 (auf Monatsbasis akt. bei 1,4768 USD). Für „mehr“ müsste dem Euro die Rückeroberung der angeführten Trendlinie gelingen.

### USD-Index als Orientierungshilfe

Diese Einschätzung bestätigt aktuell der Chart des USD-Index, der die Entwicklung des US-Dollars gegenüber sechs anderen Hauptwährungen (EUR, GBP, JPY, CHF, CAD, SEK) misst. Hier wurde jüngst die Schlüsselunterstützung aus den zyklischen Tiefpunkten der Jahre 1991, 1992, 1995 und 2005 bei 80/78 Punkten und dem ehemaligen Abwärtstrend seit Dezember 2002 (akt. bei 78 Punkten) „zurückgetestet“ (Abb. 3). Einem Bruch dieser Kreuzunterstützung messen wir Signalcharakter zu. Für den USD-Index dürfte eine solche Weichenstellung einen Test des Rekordtiefs vom März 2008 bei 71 Punkten implizieren, während spiegelbildlich beim Euro in diesem Fall das Allzeithoch knapp oberhalb der Marke von 1,60 USD wieder auf die Agenda kommt. Anders ausgedrückt: Ein Abgleiten des USD-Index unter die oben genannte Haltezone ist die notwendige Bedingung für eine weitere Dollarschwäche. Bleibt diese Weichenstellung aus, muss 2009 eher von einer volatilen Seitwärtsbewegung ausgegangen werden.

### Rohstoffe: Gold glänzt weiter – Öl vor Pullback an den alten Aufwärtstrend?

Eine wahre Achterbahnfahrt legten die Rohstoffnotierungen im abgelaufenen Jahr auf das Börsenparkett. Zunächst gab es im-

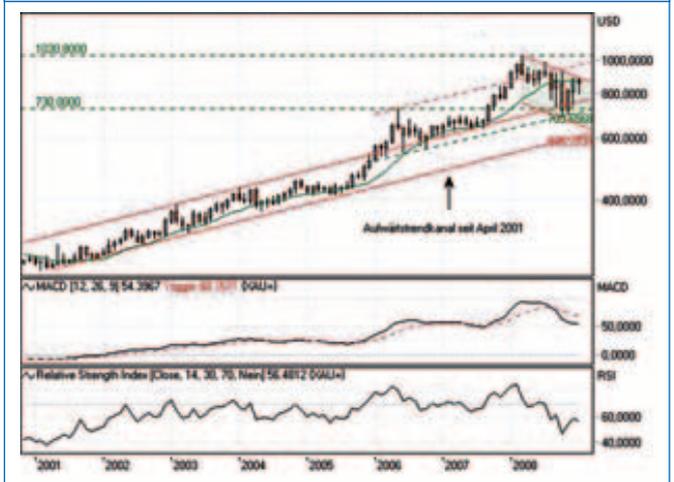
ABB. 3: USD-INDEX



Quelle: www.tradesignal.com

mer neue Hochkurse, bevor die Notierungen anschließend fast ins Bodenlose stürzten. Ab Sommer 2008 kam dabei ein Charakteristikum der Rohstoffmärkte deutlich zum Vorschein: Während untere Trendwenden sehr viel Zeit benötigen, werden Topbildungen selten „sauber“ ausgeprägt. Vielmehr enden Haussextrends an den Rohstoffmärkten häufig in Form von „Abrisskannten“. Dieses Phänomen verdeutlicht beispielsweise der Langfristchart des Ölpreises. Im Gegensatz zum CRB-Index und zum Ölpreis hat beim Gold der übergeordnete Aufwärtstrend seit 2001 (akt. bei 604 USD) keinen Schaden genommen (Abb. 4). Vielmehr konnte auf Basis der Monatsschlusskurse bereits die Unterstützungszone aus dem Hoch vom Mai 2005 bei 730 USD und einer weiteren Aufwärtstrendlinie (akt. bei 703 USD) der Korrektur Ein-

ABB. 4: GOLD



Quelle: www.tradesignal.com

halt gebieten. Im Vergleich zu vielen anderen Rohstoffcharts glänzt Gold also durch „relative Stärke“. Wir sehen gute Chancen dafür, dass sich die seit März 2008 laufende Konsolidierungsbewegung im Verlauf des Jahres 2009 als (aufwärts-)trendbestätigende Flagge entpuppt. Hierzu müsste der Goldpreis den mittelfristigen Korrekturtrend (akt. bei 891 USD) überspringen. Im Erfolgsfall dürfte das bisherige Rekordhoch bei 1.031 USD nur ein Etappenziel auf dem Weg zu neuen Kurshöhen darstellen. Jenseits des genannten Allzeithochs ergeben sich aus unterschiedlichen Fibonacci-Projektionen der jüngsten Korrektur die nächsten Anlaufmarken bei 1,165 USD bzw. 1,247 USD.

### Niveau des Gold-Silber-Ratios interessant

Wer antizyklisch denkt, sollte derzeit einen Blick auf das Gold-Silber-Ratio werfen. Mit Werten im Dunstkreis der Marke von 80 notiert das Verhältnis zwischen beiden Edelmetallen auf historisch hohem Niveau. Lediglich Anfang der 90er Jahre wurden temporär noch höhere Levels verzeichnet. Langfristige Mittelwerte – von beispielsweise 45 bis 1990 bzw. 57 seit 1973 – werden aktuell deutlich überschritten. Berechnet man einen klassischen Oszillator, wie den RSI auf das Gold-Silber-Ratio, so weist dieser auf deutlich überkaufte Marktzustände hin. Gleichzeitig liegen die beiden Linien des MACD sehr weit auseinander, was für einen gewissen Konsolidierungsbedarf spricht. Relativ gesehen dürfte 2009 demnach die Underperformance von Silber im Vergleich zum Gold zu Ende gehen, so dass wir Silber 2009 per Saldo positives Überraschungspotenzial zubilligen.

# „Die Sterne deuten weiterhin auf eine hohe Volatilität hin“

Die Zukunft liegt bekanntermaßen in den Sternen – zumindest sprichwörtlich. *Smart Investor* sprach deshalb zu Beginn des Jahres mit dem amerikanischen Börsenastrologen und Zyklenganalysten **Ray Merriman**, um sich seine Sichtweise für 2009 erläutern zu lassen.

**Smart Investor:** Mr. Merriman, vor rund zwei Jahren (SI 3/2007) führten wir schon einmal ein Interview mit Ihnen. Seitdem hat sich die Situation an den Finanzmärkten weltweit erheblich verändert. Wie ist diese Entwicklung mit der Börsenastrologie zu erklären?

**Merriman:** Wie ich praktisch in fast jedem meiner astrologischen „Forecast“-Bücher seit 1995 dargestellt habe, ist vier bis sieben Jahre nach 2008 mit derselben „kardinalen Spitze“ zu rechnen, wie wir sie zuletzt 1929 bis 1934 erlebt haben. Eine solche kardinale Spitze gibt es nur alle 80 bis 90 Jahre, wenn Saturn, Uranus und Pluto<sup>1</sup> ein sogenanntes T-Quadrat zueinander bilden. Unter dieser Signatur gab es in der Vergangenheit schon häufig große Krisen an den Finanzmärkten.

**Smart Investor:** Müssen wir unter diesen Vorzeichen mit einer weiteren Verschlimmerung der Krise rechnen?

**Merriman:** Uranus und Saturn bilden bis Juli 2010 fünf Mal eine Opposition. Diese Konstellation der Sterne deutet weiterhin auf eine hohe Volatilität hin. Jupiter, Uranus und Neptun befinden sich 2009 ebenfalls in einer sehr seltenen Anordnung. Da Jupiter das Symbol für Extreme und Übertreibungen ist, könnte sich die Lage an den Finanzmärkten durchaus nochmals zuspitzen. Gleichwohl ist kurzfristig immer wieder mit schnellen, starken Kursanstiegen zu rechnen, die aber von plötzlichen und schockierenden Rückgängen jäh beendet werden dürften. Ich sehe die Kursverluste erst beendet, wenn die meisten Aktienindizes 77% bis 93% unter ihren Allzeithochs von 2007 stehen.

**Smart Investor:** Damit hätten die Aktienmärkte ja noch ein großes Abwärtspotenzial. Ganz anders war Ihre Vorhersage hingegen bei unserem letzten Interview im Jahr 2007 ...

**Merriman:** Ja, das stimmt. Ich dachte damals, dass der Vierjahres-Zyklus höchstwahrscheinlich spätestens Mitte 2007 seinen Boden finden würde, was in der Folge auf einen längeren Bullenmarkt hingedeutet hätte. Das ist aber nicht passiert, und deshalb habe ich meine Zyklenzählung mittlerweile auch deutlich verändert.

**Smart Investor:** Wie sieht diese jetzt aus?

**Merriman:** Im Allgemeinen haben Vierjahres-Zyklen drei spezifische Charakteristiken: a) der Boden wird alle 36 bis 56 Monate gebildet (Häufigkeit 85%); b) es gibt einen Rückgang von mindestens 20% vom Hoch (Häufigkeit 85%); c) der Markt fällt unter seinen 23-Monats-Durchschnitt. Da es nun in meinem damals prognostizierten Zeitfenster keinen Boden gemäß den gerade erwähnten Charakteristika gab, ist davon auszugehen, dass ein

höherer Zyklus mit hineinspielt – es gab also eine Zyklensaberration. Das heißt etwas verkürzt dargestellt, dass wir gerade dabei sind, die Tiefs des 72- und/oder des 90-Jahre-Zyklus zu bilden, welche idealerweise im Zeitraum 2011 bis 2016 fällig sind.

**Smart Investor:** Wie sieht vor diesem Hintergrund Ihre kurzfristige Prognose für die Aktienmärkte aus?

**Merriman:** Gemessen vom Tief im Oktober 2005 sollte das nächste Vierjahres-Tief im Zeitraum Oktober 2008 bis Juni 2010 erfolgen.

Das Minimalkriterium wurde bereits mit dem Tief am 21.11.2008 erfüllt. Jedoch kann der Markt in dieser Periode auch immer noch tiefer fallen, solange wir nicht über dem 23-Monats-Durchschnitt schließen.

**Smart Investor:** Werfen wir noch einen Blick auf die Zinsmärkte. Haben wir hier das Tief schon gesehen?

**Merriman:** Die Zinsen können nicht mehr tiefer gehen. Sie können eigentlich nur einen Weg einschlagen: sie bleiben für eine Weile auf 0%, und während der Konjunktion von Jupiter und Neptun im Mai bis Dezember 2009 werden die Zinsen wahrscheinlich steigen. Tatsächlich sollten sie sogar deutlich nach oben gehen, da wir bis 2020 in der Abwärtsphase des Saturn-Pluto-Zyklus sind, eine Zeit, in der die privaten und öffentlichen Schulden ebenso wie Zinsen und Steuern deutlich steigen sollten.

**Smart Investor:** Werden die Notenbanken dann die Zinsen wieder stark anheben?

**Merriman:** Wenn die Wirtschaft wieder in Fahrt kommt, wird es schwer sein, steigende Preise und Budgetdefizite ohne abrupte Zinserhöhungen zu stoppen. Wahrscheinlich passiert das im Zeitraum November 2009 bis August 2010, wenn Saturn (Regierungsentscheidungen) im Quadrat zu Pluto (Schulden und Steuern) steht.

**Smart Investor:** Ray, vielen Dank für den Blick in die Sterne! ■

Interview: Manfred Zimmer



Ray Merriman

<sup>1</sup>) Kardinale Zeichen sind Widder, Krebs, Waage und Steinbock.

# 2009

## 2009 – Das Jahr der Wende(n)

Eine Analyse mit Hilfe des KID – Konjunktur-Indikator Deutschland

Gastbeitrag von Thomas A. Spoerer, Konjunktur- und Finanzanalyst

Ein Bild sagt mehr als viele Worte – bei der ersten Grafik erkennt man sofort den langfristig hochgradig parallelen Lauf von Aktienmarkt (DAX) und Konjunktur (Bruttoinlandsprodukt, BIP). Wie sollte es auch anders sein, die Gewinne der deutschen Unternehmen sind schließlich auch die Gewinne der Aktionäre. Die Grafik hat leider nur einen gravierenden „Fehler“: Das BIP des jeweils laufenden Quartals wird immer erst mit rund fünf Monaten Verzögerung publiziert. Um am zyklischen Auf und Ab von Konjunktur und Aktienmarkt erfolgreich teilzunehmen, braucht es also einen zuverlässigen Konjunktur-Indikator, der alle wichtigen Trendwenden frühzeitig genug anzeigt.

### Die Krise der Prognose bei der Prognose der Krise

Die etablierte deutsche Konjunkturforschung ist 2008 heftig in die Kritik geraten, MdB Peter Struck (SPD) forderte gar die sofortige Abschaffung des Sachverständigenrats der „Fünf Weisen“ wegen erwiesener Unfähigkeit. In der Tat waren die Wirtschaftsfor-

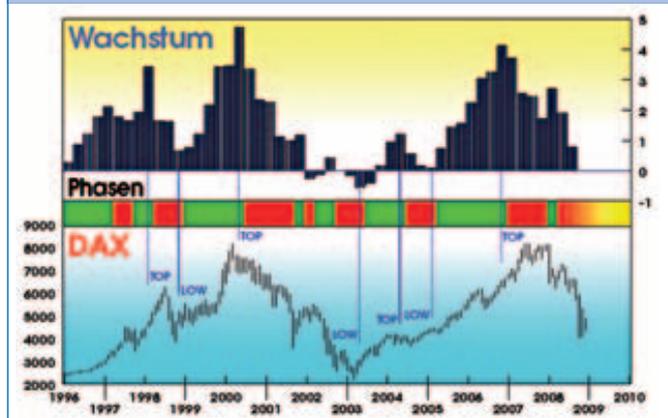
*Thomas A. Spoerer, Unternehmer, Autodidakt, ist seit Mitte der 80er Jahre Praktiker auf fast allen Märkten (Renten, Devisen, Aktien/Indices, Edelmetalle/Rohstoffe, Derivate). Seit Mitte der 90er entwickelte er vernetzte Datenbank-, Analyse- und Handelssoftware sowie Tools für langfristige Markt- und Konjunkturanalysen, wie den KID. 1998-2007 Mitglied im VTAD – Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands.*



schungsinstitute mit ihren Prognosen schon monatelang vor der Krise immer mehr ins Schleudern und dauerndes Revidieren der Revisionen ihrer Vorhersagen geraten. Trotz weltweit aufziehender dunkler Wolken am Konjunkturhimmel, trotz seit Jahren bekannter Probleme mit der brisanten Spekulationsblase am US-Immobilienmarkt und komplex verbrieften „Subprime“-Kreditderivaten, trotz gewaltigem außerbilanziellen Engagement auch deutscher Banken in „Conduits“ und hochriskant auf Zinsdifferenzen refinanzierten Zweckgesellschaften ohne wirtschaftliches Eigenkapital, sangen sie unverdrossen das Hohelied eines ewig wählenden Aufschwungs mit maximal „kleiner Delle“ und sahen deutsche Banken bis ganz zuletzt als „nicht nennenswert betroffen“ – um dann, als Krise und Abschwung mehr als unübersehbar waren, von der zuvor übertriebenen Euphorie direkt in ebenso übertrieben finstere Zukunftsdepressionen zu verfallen. Wie konnte es dazu kommen?

Zum einen ist das Bestreben der meisten Prognosen allein auf Vorhersage der absoluten Höhe eines zukünftigen BIPs ausge- >>

ABB. 1: KORRELATION BIP-D MIT DAX UND RESULTIERENDE INVESTMENTPHASEN



Stand: 10.12.2008; Quelle: Thomas A. Spoerer



richtet. Dieses ist aber per se schon eine schwammig relative Größe, die zunächst geschätzt veröffentlicht und später im Zeitlauf über Jahre mehrfach, teils erheblich, statistisch revidiert wird. Zum zweiten tragen Interpretation und Kommentierung vieler Experten Züge von typischer „später Trendfolge“. Sie gleichen damit unerfahrenen Anlegern: Ein Trend wird spät erkannt, dafür bleibt man ihm dann aber emotional um so länger verhaftet bis weit über den Wendepunkt hinaus, um anschließend heftig enttäuscht und deprimiert zu reagieren und den nächsten Trend deshalb auch zu verpassen. Zum dritten hat sich der Ablauf der wirtschaftlichen Zyklen seit dem 11. September 2001 real nachhaltig verändert. Prof. van Sumtum bezeichnete dies trefflich als eine „Wellblech-Konjunktur“. Ihr Wesen liegt, anstelle eines regelmäßigen glatten Zyklusverlaufs, in einem Wellenmuster mit vielen kleinen Zwischenkorrekturen, ergo auch permanent kurzzeitigen Richtungswechseln. Ein prozyklisch trendfolgendes Prognosemodell kommt darin naturgemäß von selbst völlig aus dem Tritt und liefert keine verlässlich brauchbaren Ergebnisse mehr. Bestätigt wird dies durch die Aussage von Prof. Ullrich Heilemann in SI 1/2009, S. 24: „Vor allem wenn die Konjunktur an einem Wendepunkt angekommen ist, liegen Wirtschaftswissenschaftler oft daneben.“

Schlimmer noch als diese Trendfolgerei ist aber das resultierend hemmungslose „Trend-Fortschreiben“. Den oberen Wendepunkt der Konjunktur hat praktisch die gesamte Zunft verpasst und ist statt dessen frohen Sinnes optimistisch mitten in die Krise geschlittert. Hier erst drehte die Expertenstimmung ins Negative und schrieb erneut den Abwärtstrend vehement fort bis ins andere Extrem. Beides fügt Unternehmen, Verbrauchern und Politik unmittelbar Schaden zu, da ein völlig falscher Eindruck der jeweiligen Risiken und Chancen vermittelt wird: Vor der Krise bestand zyklisch hohes Risiko, das in Euphorie nicht erkannt wurde. In der Krise lagen zyklische Chancen, die in Panik ebenfalls nicht bemerkt wurden. Ähnlich amateurhaft schädlich funktionieren die „Zukunfts-Simulationen“ der sog. Klima-Experten. Die natürliche, komplexe Zyklik der Sonnenaktivität wird schlicht ignoriert, ein laufender Erwärmungstrend linear endlos fortgeschrieben – schon ist die Katastrophe absolut sichere Erkenntnis. Wer im Januar feststellt, dass Lebkuchen, Marzipan und Gänsebraten sein Gewicht im Dezember um dramatische zwei Kilo erhöht haben, kann mit konsequenter Trendfortschreibung heute schon gewiss sein, in zehn Jahren zweihundertvierzig Kilo mehr auf die Waage zu bringen. Im Vergleich dazu haben sich Verbraucher, Unternehmen und Aktionäre in der Krise sehr vernünftig verhalten.

### Was ist der KID? – Eine Indikatoren-Beschreibung

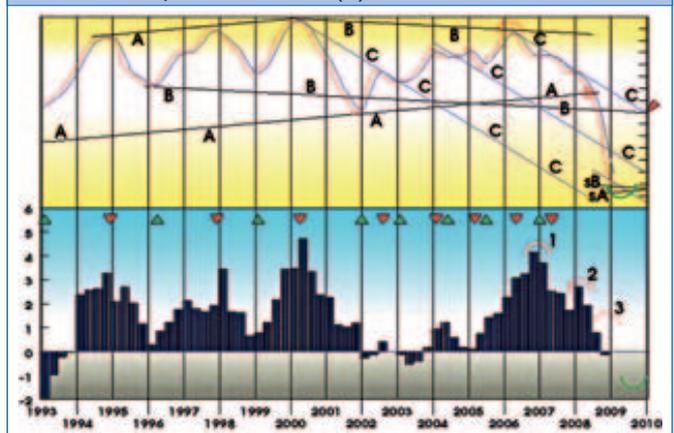
Das im April 2004 schon im Smart Investor vorgestellte, inzwischen knapp zehn Jahre bewährte Konzept des KID Konjunktur-Indikators versucht, vornehmlich Wendepunkte der deutschen Konjunktur frühzeitig anzuzeigen. Vergleichsmaßstab ist das BIP in prozentualer Veränderung zum Vorjahresquartal auf

Basis von Zahlen der Deutschen Bundesbank. Da Trendwendepunkte, Trendrichtung und Trendstärke viel mehr Bedeutung haben als die reine Schätzung einer möglichen zukünftigen BIP-Höhe, lag das Schwergewicht bei der Optimierung auf Geschwindigkeit und Richtung, weniger in absoluter Höhe des Indikators. In die Berechnung fließen zahlreiche Datenreihen ein, meist in daraus zusätzlich errechneten Ableitungen. Die eingezeichneten Signale entstehen durch Schnitt des Indikators mit seinem 5-Monats-Mittelwert im Folgemonat, sind durch die erreichte Glättung aber oft früher erkennbar. Neue Zahlen fließen fast täglich in die Berechnung, so dass die jeweils vorliegende Abbildung stets nur eine Momentaufnahme des aktuellen Standes darstellt. Wer den Indikator im Zeitlauf verfolgt, stellt fest, dass „am harten rechten Rand“ oft muntere Bewegung herrscht. Außer durch neue Daten wird dies durch die übliche Revision von Zahlen der vergangenen ein bis drei Monate bewirkt.

### Fuzzy Logic: Unscharfe Informationen liefern scharfe Bilder

Das Grundprinzip des Indikators entspricht „Fuzzy Logic“: Aus vielen bekannten, für sich allein aber „unscharfen“ Einzelinformationen wird versucht, durch Filterung, Bearbeitung und Kombination eine neue, nun aber „scharfe“ Information zu gewinnen. Dies geschieht in der Form, dass aus den einzelnen Zeitreihen zunächst die „relevanten Schwingungen“ als nutzbare Information betrachtet werden. Daraus entstehen im nächsten Schritt zusammengefasste Einzelkomponenten, die wiederum optimiert und kombiniert den Indikator bilden. Anders als bei üblichen Modellen existiert für den KID keine „spezielle Formel“, er entsteht durch ein Geflecht relativer Einzelinformationen. Dies entspricht prinzipiell der Funktionsweise des menschlichen Gehirns bei der Informationsverarbeitung und steht damit im Widerspruch zur digitalen Informationsverarbeitung des Computerzeitalters. Die einzelne Information oder Korrelation wird nicht als „wahr“ oder „falsch“ (digital 0 oder 1) kategorisiert – stattdessen wird versucht, eine Vielzahl von differenzierten Abstufungen zu erkennen, zu relativieren und weiter zu verarbeiten. Aus vielen „unscharfen“ einzelnen und

ABB. 2: 2009 – JAHR DER WENDE(N)?



oben: KID Konjunktur-Indikator Deutschland, AM 5 Monate; unten: BIP Deutschland Veränderung in % zum Vorjahres-Quartal; Quelle: Thomas A. Spoerer



Egal, ob Transport, Bau, Automobil oder IT – das Jahr 2009 könnte hier und da durchaus positiv überraschen.



## Hintergrund

scheinbar in sich chaotischen Schwingungen wird damit eine erkennbare Bewegung mit Trendrichtung, Dynamik und natürlich mit wichtigen Wendepunkten.

Als bildhafter Vergleich eignet sich das Meer, wo aus einer Unzahl von kleinen, mittleren und großen Bewegungen erkennbare Wellenmuster, Wellenfolgen und letztendlich auch Zyklen wie Ebbe und Flut entstehen. Dies bedeutet in der praktischen Konsequenz, dass es beim KID z.B. relativ schwer festzustellen wäre, wie viel Prozent einer einzelnen Ausgangsdatenreihe tatsächlich im jeweils aktuellen Indikatorstand enthalten sind. Zusätzlich gibt es noch eine weniger geglättete Version, den „harten KID“, der ausschließlich aus „harten“ realwirtschaftlichen Basisdaten besteht. Er ermöglicht den Quervergleich zum KID, in dem auch ein Anteil „weicher“, also stimmungsabhängiger Daten enthalten ist. Außerdem gibt es vier „Vorlaufkomponenten“, ausgekoppelte Anteile, die einen zeitlich größeren Prognosevorlauf zeigen, der aber stets mit etwas Unsicherheit behaftet ist und nur gelegentlich in die Kommentierung einfließt. Der KID beinhaltet insgesamt ein etwas anderes Grundkonzept, nicht bloß „eine neue Formel“. Am einfachsten lässt sich dies nachvollziehen, wenn man den Indikator im Zeitlauf verfolgt – es handelt sich beim KID um einen „Fortsetzungsroman“.

Er wurde seit 2001 auf verschiedenen Webseiten publiziert. Heute findet man ihn regelmäßig zur Monatsmitte (Termine siehe Veröffentlichungskalender) auf der international anerkannt besten und umfangreichsten deutschen Markt-, Chart- und Konjunkturdaten-Webseite: [www.markt-daten.de](http://www.markt-daten.de). Hier finden Interessierte neben Hintergrundinformationen zum KID mit Archiv weitere regelmäßige Analysen bekannter Autoren, einen hoch frequentierten Wirtschaftsdatenkalender, Wirtschaftslexikon Englisch/Deutsch, Beschreibungen und Charts zahlreicher internationaler Wirtschaftsdatenreihen mit Fokus USA, eine Menge an verschiedensten Marktdaten mit Langfristcharts, interessante Fakten und Informationen zu zahlreichen handelbaren Assets, von Industrierohstoffen bis Soft Commodities. Relativ neu ist der Markt-Daten-Blog, in dem aktuellste Informationen zusammengetragen und kommentiert sowie Meinungen dazu ausgetauscht werden.

Hinterher sind bekanntlich immer alle schlauer gewesen – der KID hat aber tatsächlich den krisenverstärkten Abschwung, wie auch vorherige zyklische Auf- und Abschwünge in Konjunktur und Aktienmärkten, verlässlich und vor allem früh angekündigt, siehe dazu die „Performance“ in den Headlines der Monatsanalysen im Archiv auf [markt-daten.de](http://markt-daten.de):

- 1.) „Zurück zum Mittelmaß“ – bereits März/April 2007 ein sehr frühes Warnzeichen für Konjunktur und Aktienmarkt direkt nach dem Höhepunkt des letzten Wirtschaftsaufschwungs;
- 2.) „Zweiter Konjunktur-Absturz in Sicht“ – per November 2007 und rechtzeitig einige Wochen vor dem ersten kräftigen DAX-Absturz zum folgenden Jahreswechsel;

3.) „Die dritte Abwärtswelle rollt“ schließlich im Mai 2008 bei einem DAX-Stand von damals immer noch über 7.000 Punkten und vor allgemeiner „Bewusstwerdung“ der Krise.

Damit war der Leser, egal ob Investor, Unternehmer oder Politiker, mehrfach rechtzeitig vorgewarnt, um entsprechend Vorsicht walten zu lassen, Vorsorge zu treffen, ggf. Risiken zu reduzieren und als Anleger Gewinne mitzunehmen, Bestände abzusichern oder verlustbegrenzende (mentale) Stoppsmarken zu setzen.

### Die Krise selbst

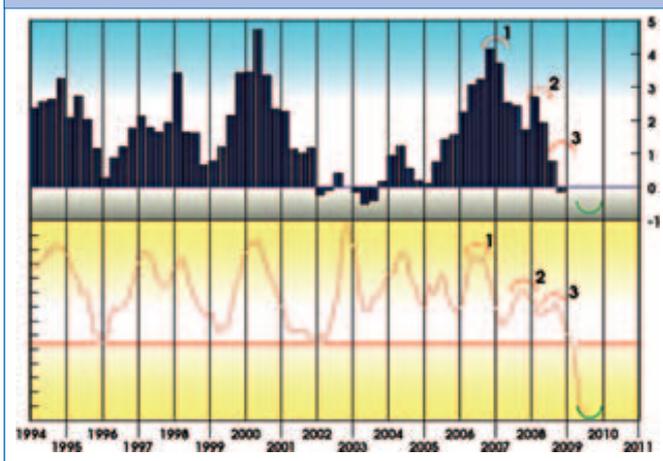
... soll hier nicht noch weiter erörtert werden. Interessierte finden reichlich Stoff dazu in den umfangreichen KID-Kommentaren und Markt-Daten-Blog-Beiträgen der letzten Monate. Wichtiger, aufschlussreicher und zielführender ist die Suche nach dem möglichen nächsten zyklischen Wendepunkt. Er kündigt sich bereits an, in Form einer bevorstehenden Stimmungswende: Bei extrem schlechter Stimmung liegt das Überraschungspotenzial stets auf der Positivseite.

So fiel das Weihnachtsgeschäft in Deutschland mitten in der Krise derart stabil positiv aus, dass die Kaufleute diesmal sogar ihr traditionelles „Lied des Jammerns“ vergaßen. Auch der GfK-Konsumklima-Index für Januar blieb stabil. Den ersten Neujahrsknaller lieferte der Sentix-Konjunktur-Index ([www.sentix.de](http://www.sentix.de)) am 5. Januar mit dem stärksten Anstieg seit August 2005. Damals löste die Nachricht über vorgezogene Bundestagsneuwahlen zunächst einen heftigen Stimmungsumschwung aus, beendete die allgemeine Lethargie und leitete die folgende DAX-Hausse ein. In Folge sollten ZEW (20.1.) und ifo-Index (27.1.) die Experten mit einer ebenso kräftigen Wende nach oben überraschen. Beim ifo ([www.cesifo.group.de](http://www.cesifo.group.de)) ist im Chart bereits jetzt die seit Jahren vor jeder zyklischen Wende zu beobachtende Annäherung von Lage-, Klima- und

>>

Anzeige

ABB. 3: KID OSZILLATOR



Quelle: Thomas A. Spoerer

Erwartungskomponente im Ansatz zu erkennen. Der ZEW zeigt bereits klare Bodenbildung. Auch der Index des US-Verbrauchervertrauens (Uni Michigan) verwirrte die Experten: Statt des im Konsens erwarteten weiteren Einbruchs zeigte er gleich zweimal in Folge kräftige Anstiege. Die Stimmung dreht.

2008 veröffentlicht. Sie erlaubt ansatzweise Rückschlüsse auf das vierte Quartal 2008. Die Sensationspresse titelte dazu: „Wirtschaft rast auf den Abgrund zu“ bzw. „Deutsche Wirtschaft schrumpft dramatisch“.

Das ist ebenso kontraproduktiv, schädlich wie grundfalsch. Etwas Prozentrechnung sollte man schon voraussetzen: Schrumpfen tut nicht etwa die Wirtschaft selbst, sondern nur ihre aktuelle Wachstumsrate. Das ist tatsächlich ein großer Unterschied. Die volkswirtschaftliche Gesamtleistung (BIP), ausgedrückt in Mrd. Euro anstelle von relativen Prozentsätzen im Vorjahresvergleich, rast ebenfalls nicht in den Abgrund, sondern würde selbst beim schlimmsten Expertenszenario eines negativen Gesamtjahreswachstums von minus 3% in der Summe nur auf den Stand von Mitte 2007 zurückfallen. Volkswirtschaftsexperten und Sensations(fach)presse bilden hier eine fast unheilige Allianz und geben sich redlich Mühe, mit dummen Kommentaren die „Great Depression“ von 1929 möglichst wieder herbeizurenden. Eine Rezession ist wirtschaftswissenschaftlich exakt definiert – die Depression dagegen ein psychologischer Zustand, den man mit entsprechend viel Angst- und Panikmache aber durchaus provozieren und verstärken kann. Die langjährige Marktstatistik zeigt hingegen, dass Rezessionsjahre oft sehr viel versprechende Börsenjahre werden, weil sie am Boden be-



Bei aller Tristesse gibt es konjunkturell für 2009 durchaus Hoffnung.

### Stimmung zieht Realwirtschaft

Auftragseingang, Produktion und Export lieferten zuletzt sehr schwache Werte. Sie sorgten damit dafür, dass der KID noch nicht mit einem positiven Signal ins Neue Jahr startete. Doch diese im Januar veröffentlichten Zahlen stammten vom November 2008, spiegeln also die unmittelbar nach dem „Schocktober“ herrschende Verunsicherung wider. Die Monatsschwankungen sind hierbei stark, so dass eine Korrektur, spätestens mit dem Stimmungsumschwung dann eine grundsätzliche Verbesserung ansteht. Das erste Quartal 2009 wird mit ziemlicher Sicherheit schwache BIP-Werte liefern. Daraus sollte man aber nicht trendfortschreibend auf ein schwaches Gesamtjahr schließen. Kürzlich wurde die erste Schätzung zum Jahres-BIP

reits antizyklisch die Chancen des nächsten möglichen Aufschwungs nutzen. Der KID-Oszillator startet mit einem klaren, inzwischen zweimonatigen „Hoffnungshäkchen“ ins Jahr 2009:

### Inflation: Zweimal nacheinander Totgesagte leben doppelt länger

Ohne Zweifel befinden wir uns momentan krisenbedingt mitten in der Deflation: Die Verbraucher freuen sich über stark rückläufige Preissteigerungsraten, dazu Rabatte und Sonderangebote auf breiter Front. Angesichts dieser Entwicklung haben Experten und Volkswirte die Inflationsgefahr unisono schon wieder dauerhaft ad acta gelegt. Doch wir erinnern uns: Nur wenige Monate nach der letzten sinngemäß gleichlautenden Er-

klärung stöhnten die Verbraucher in Deutschland plötzlich unter real zweistellig steigenden Lebenshaltungskosten im Alltagskonsum von Lebensmitteln, Benzin und Energie. Wiederholt sich damit bald die Geschichte, ohne dass expertenseits aus ihr gelernt wurde?

Eins haben wir auf jeden Fall schon kurzfristig gelernt: Im Falle eines Falles – Vater Staat errettet alles! Noch ist es zwar völlig unmöglich, dazu eine ansatzweise realistische Kalkulation tatsächlicher Kosten und Folgekosten der Krise aufzumachen. Jedoch steht heute schon fest: Das wird teuer! Und es wird deswegen, volkswirtschaftlich nachvollziehbar, am Ende garantiert wieder auf mehr „Teuerung“ (= Inflation) hinauslaufen. Alle Staatsgarantien, Kapitalspritzen, Rettungs- und Konjunkturpakete sind keine Geschenkpackchen aus Utopia, sondern prinzipiell „Anleihen auf die Zukunft“, um die Krise der Gegenwart zu überbrücken – ergo Rettung auf Pump, zusätzlich zu bereits über 1.500 Mrd. EUR bis heute aufgelaufener Staatsverschuldung. Anleihen aber müssen bedient und zurückgezahlt werden. Kredit fördert Wachstum. Kredit fordert aber auch Wachstum, um die zusätzlich verursachten Zinskosten aufbringen zu können. Dieses Prinzip funktioniert üblicherweise in der Wirtschaft vortrefflich, solange man die Schraube der Gesamtverschuldung im Verhältnis zum erzielbaren Mehrertrag nicht überdreht. Sonst droht die dynamisch selbstlaufende Schuldenspirale und am Ende der Bankrott. Zum 15. Januar 2009 hat der Steuerzahlerbund seine bekannte „Bundes-Schulden-Uhr“ bereits auf höhere Drehzahl umgestellt. Damit sind höhere direkte und indirekte Steuern und Abgaben mit selbstverständlich preistreibender Wirkung praktisch schon jetzt vorprogrammiert.

Der Staat als „Investor“ wendet heute fast die Hälfte seines Haushalts für „Arbeit und Soziales“ auf – und nur einen Bruchteil dessen für die Bereiche „Bildung“, „Wissenschaft“ oder „Forschung“. Er investiert damit absolut gegenwarts- bzw. sogar schon überwiegend vergangenheitsorientiert. Die hochverschuldeten und durch die Krise zukünftig noch höher verschuldeten westlichen Staaten befinden sich längst im postindustriellen Zeitalter. Der „Kampf gegen

FUTURES-KURSE FÜR ÖL	
LIEFERMONAT FEB 2009:	36.51 USD/BARREL
LIEFERMONAT MAR 2009:	42.57 USD/BARREL
LIEFERMONAT DEC 2009:	57.55 USD/BARREL
LIEFERMONAT DEC 2010:	64.59 USD/BARREL
LIEFERMONAT DEC 2012:	70.49 USD/BARREL
LIEFERMONAT DEC 2014:	73.85 USD/BARREL
LIEFERMONAT DEC 2017:	78.10 USD/BARREL

Quelle: futuresource.quote.com

die (Massen-)Arbeitslosigkeit“ scheint daher völlig aussichtslos, solange er lediglich mit dem Mittel der Umverteilung von Kapital „von oben nach unten“ geführt wird. Er wäre nur noch mit einer massiven Umverteilung von Bildung, Wissen und fachlicher

Höherqualifikation, also in der Breite von unten nach oben, zu gewinnen. Davon ist aber in den Haushaltswürfen herzlich wenig zu sehen. Fragen Sie sich bitte selbst, ob unter diesen Voraussetzungen eine Investition in Anleihen der „Deutschland AG“ wirklich zukunftssicher und auf Dauer gewinnbringend erscheint. Und ob, verschärft noch durch die Weltfinanzkrise, die langfristig hohe Bonität dieses „Unternehmens“ mitsamt vergleichsweise niedrigen Zinsen tatsächlich gegeben ist. Falls die Antwort negativ ausfällt, sollte man sich langfristig auf garantiert höhere Zinsen und parallel höhere Inflationsraten einstellen. Gibt es darüber hinaus wirklich heute noch keinerlei Anzeichen für eine zukünftig wieder stark anziehende Inflation?

### Der real existierende „Super-Contango“

Vorab zur Erklärung für alle, die sich mit dem Futures-/Terminhandel nicht auskennen: Beim Rohöl, wie bei vielen anderen Märkten auch, gibt es jeweils einen Spot- bzw. Kassa-Preis für den aktuell folgenden Liefermonat, gleichzeitig aber auch fortlaufend aktuelle Tagespreise für den Kauf heute und die Lieferung erst in der Zukunft (Futures). Liegen die zukünftigen Terminkurse über den aktuellen Preisen, spricht man von „Contango“, im Gegensatz zur „Backwardation“, die bei Rohstoffen wegen Schwund, Zins- und Lagerkosten relativ selten vorkommt. Die Aufstellung zeigt einen Auszug der gehandelten Schlusskurse für Light Crude Oil vom Freitag, 16. Januar. Einen derart riesigen Contango hat es in der Geschichte bislang noch nie gegeben: Er steht für die „Fleisch gewordene Rückkehr der Inflation“ in aktuellen Zahlen auf absehbare Zukunft! ■

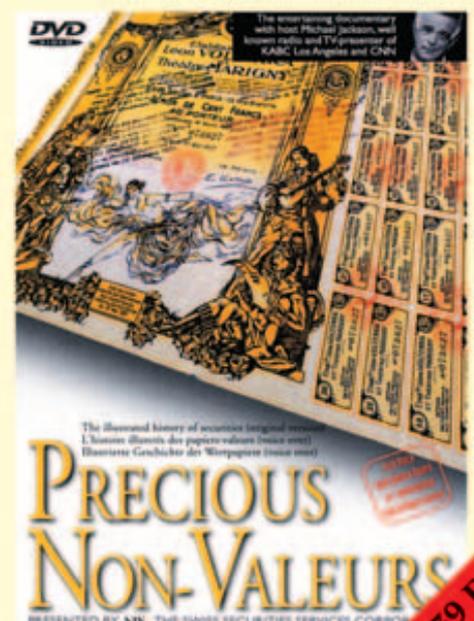
Anzeige

## Die Geschichte des Wertpapiers

Bestellen Sie jetzt die packende DVD\* zur Geschichte des Wertpapiers. Erleben Sie Finanz- und Wirtschaftshistorie in 13 spannenden Kapiteln.

Bestellen Sie Ihre DVD für nur 39 Euro:  
 E-Mail: [schmitt@hwph.de](mailto:schmitt@hwph.de)  
 Telefon: 08106 - 24 61 86  
 Fax: 08106 - 24 61 88

\*Der Film ist in drei Sprachen auf der DVD enthalten:  
 Englisch (Originalton), Deutsch und Französisch als Voice Cover



Angebot gültig, solange Vorrat reicht.

nur 39 Euro

# „Die USA werden zunehmend die militärische Karte spielen“

*Smart Investor sprach mit William Engdahl über die zukünftigen Aussichten der US-Politik nach Ende der Bush-Ära, geopolitische Krisenherde und über die Rolle Zbigniew Brzezinskis als außenpolitischer Berater des neuen Präsidenten Barack Obama.*

**Smart Investor:** Mr. Engdahl, Sie haben schon sehr früh vorausgesagt, dass Obama der kommende US-Präsident wird, und damit auch Recht behalten. Welche Veränderungen im Politikstil können wir von Obama, gerade auch im Gegensatz zu Bush, erwarten?

**Engdahl:** Inhaltlich wird sich die Politik von Obama nicht erheblich von der seines Vorgängers unterscheiden. Was sich aber ändern wird, ist in erster Linie die Außendarstellung. Anders als Bush, ist Obama wesentlich besser in der Lage, der breiten Öffentlichkeit seine Politik glaubhaft zu verkaufen. Gerade seine herausragenden rhetorischen Fähigkeiten, seine vermeintliche Unbefangenheit und sein Image als großer Veränderer werden dabei hilfreich sein.

**Smart Investor:** Aber Obama steht doch außen- wie innenpolitisch unter großem Erwartungsdruck, auch inhaltliche Veränderungen herbeizuführen.

**Engdahl:** Das kann schon sein, aber Obama wird keine fundamentale Kehrtwende vollziehen. Ich sehe inhaltlich keine wesentliche Abkehr von der Politik der Bush-Administration. Er wird versuchen, der Öffentlichkeit die versprochenen Veränderungen zu suggerieren, aber hinter der Fassade wird sich wenig ändern.

**Smart Investor:** Was können wir vor diesem Hintergrund wirtschaftlich von den USA erwarten?

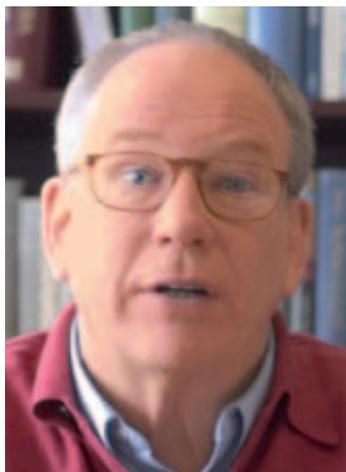
**Engdahl:** Nicht sehr viel. Aufgrund des überaus großen Budgetdefizits von geschätzten rund 1,2 Bio. USD 2009 ist der zukünftige Handlungsspielraum stark eingeschränkt. Die Rolle des US-Dollars als weltweite Leitwährung wird sich wandeln. Ausländische Investoren, insbesondere die Öl produzierenden Staaten des Mittleren Ostens und China, werden ihr Verhältnis zum Dollar neu definieren. Mit der Konsequenz, dass er zunehmend an Bedeutung verlieren wird.

**Smart Investor:** Sie erwarten also eine Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro?

**Engdahl:** Kurzfristig mag es durchaus eine gegenläufige Entwicklung geben, aber langfristig sehe ich keine andere Möglichkeit.

**Smart Investor:** Wir wollen nochmals auf die Außenpolitik der USA zurückkommen. Sehen Sie unter Obama denn wirklich keine positiven Veränderungen?

**Engdahl:** Kurz gesagt: NEIN. Um das zu verstehen, muss man sich vergegenwärtigen, dass die weltweite Vormacht der USA im Wesentlichen auf zwei zentralen Säulen basierte: erstens die fi-



Der Amerikaner **F. William Engdahl**, Jahrgang 1944, ist Verfasser des Buches „Mit der Ölwanne zur Weltmacht“ (Kopp Verlag, 2006). Mit seiner Firma Engdahl Strategic Risk Consultants berät er institutionelle Kunden unter Berücksichtigung geostrategischer Aspekte. Mehr Infos unter: [www.engdahl.oilgeopolitics.net](http://www.engdahl.oilgeopolitics.net)

nanzielle Vormachtstellung mit dem Dollar als Weltleitwährung und New York als

Weltfinanzzentrum. Diese Zeiten sind jedoch vorbei. Bleibt also nur noch die zweite Säule, nämlich die militärische Vormachtstellung. Was also wird außenpolitisch passieren? Die USA werden zunehmend die militärische Karte spielen, um ihren Machtanspruch zu manifestieren bzw. zu verteidigen. In dieser Hinsicht weist die aktuelle Lage übrigens große Parallelen zu der „New Deal“-Politik von Roosevelt während der 30er Jahre des letzten Jahrhunderts auf.

**Smart Investor:** Ist der Konflikt zwischen Israel und der Hamas in Gaza also ein Vorgeschmack auf das, was uns in den nächsten Jahren erwartet?

**Engdahl:** Ja, in gewisser Hinsicht schon. Die USA sind an diesem Konflikt zwar nicht unmittelbar beteiligt, aber ohne die US-amerikanische Rückendeckung könnten die Israelis diesen Feldzug nicht in dieser Art und Weise führen. Auch ein Präsident Obama wird hier keine grundsätzliche Umkehr vollziehen.

**Smart Investor:** Da fragt man sich natürlich, wie es in anderen Regionen weitergehen wird ...

**Engdahl:** Neben Afghanistan beinhaltet vor allem Pakistan weiteres Krisenpotenzial. Die Terrorattacken im indischen Mumbai sind ein aktuelles Beispiel dafür. Die Spannungen zwischen Indien und Pakistan sind offensichtlich, aber auch die Beziehung zwischen Afghanistan und Pakistan ist kritisch zu sehen.

**Smart Investor:** Vize-Präsident Joe Biden hatte sich bereits im letzten Oktober, also noch vor der Wahl, als Prophet versucht und eine dramatische außenpolitische Krise vorhergesagt, im Zuge derer Obamas Zustimmungswerte fast auf null sinken wer-

den. Er sprach von „Augias-Ställen“, die endlich ausgemistet werden müssen. Diese Krise soll sich innerhalb der ersten Monate von Obamas Amtszeit ereignen. War das schon eine Anspielung auf die zukünftigen Krisenherde Gaza, Afghanistan und Pakistan?

**Engdahl:** Wenn wir uns genau die Umstände der jüngsten Ereignisse in Gaza, Pakistan, Indien und Afghanistan vor Augen führen, so können wir in jedem Fall erkennen, dass die unsichtbare Hand Washingtons diese Krisen „gemacht“ hat. Ich weiß nicht, was sich Biden bei seinem Statement im letzten Oktober gedacht hat. Jedoch ist klar, dass alle diese Regionen exakt in die strategische Aufgabenstellung Washingtons und des Pentagons im weiteren Mittleren Osten passen, übrigens genau so, wie ich in meinem Buch „Apokalypse jetzt!“ beschrieben habe. Dabei ist das Ziel, via Verwicklung des eurasischen Beckens in lang andauernde Konflikte die militärische Kontrolle über die größten Ölvorräte der Welt zu bekommen. Biden sprach eine große Krise während der ersten 100 Tage der Präsidentschaft Obamas an. Vielleicht weiß er etwas, was wir nicht wissen. Wenn wir aber Biden wörtlich nehmen, dann muss man seine Worte als einen Hinweis auf ein dramatisches Ereignis innerhalb der USA deuten, in Folge dessen es dann zur Ausrufung des Kriegsrechts oder ähnlichem kommen wird.

**Smart Investor:** Unabhängig davon, ob Biden nun mit seinem Krisen-Forecast recht bekommen wird oder nicht: Woher will bzw. kann er denn ein solches Vorauswissen haben? Ist am Ende in der Außenpolitik sehr viel mehr geplant, als sich das der normale Bürger vorstellen kann?

**Engdahl:** Große weltweite Krisen passieren selten nur „zufällig“, zumindest nicht während der letzten 100 Jahre. Es ist eine uralte Methode, durch einen forcierten Schock einen Vorteil gegenüber Rivalen zu erlangen. Amerikas größtes Problem heutzutage ist, dass sich seine Finanzmacht über die Welt aufzulösen beginnt. Wir dürfen sicher sein, dass sich mächtige und einflussreiche Menschen vom Schlage eines Henry Kissinger oder Zbigniew Brzezinski derzeit darüber Gedanken machen, mit welchen militärischen Aktionen man die weltweite Machtverteilung wieder mehr zugunsten der USA beeinflussen könnte.

**Smart Investor:** Lassen Sie uns noch kurz auf die potenziellen Mitglieder der neuen US-Regierung eingehen.

**Engdahl:** Ich muss gestehen, dass mich keine einzige Nominierung von Obama bisher positiv überrascht hat. Sehen Sie sich

Ist das Militär wirklich Amerikas letzter Trumpf?



die Wieder-Nominierung von Robert Gates an, einem engen Vertrauten der Bush-Familie. Oder Hillary Clinton, die auch beste Verbindungen zur Bush-Familie hat, Tom Vilsack, ein ehemaliger Monsanto-Manager, oder Rahm Emanuel, zukünftiger Stabschef im Weißen Haus und bekannter Hardliner. Alles in allem keine Personalentscheidungen, die einen echten Politik-Wandel nahe legen würden.

**Smart Investor:** Also könnte man sagen, dass es sich bei der Regierungsmannschaft des designierten US-Präsidenten Obama vor allem um eine inhaltliche Um-, aber keinesfalls um eine Neubesetzung handelt ...

**Engdahl:** Exakt so ist es. Es gibt zwar durchaus neue Gesichter, aber im Grunde genommen sind sie mit derselben inhaltlichen Agenda ausgestattet wie die Vorgänger-Regierung.

**Smart Investor:** Welche Rolle spielt dabei Zbigniew Brzezinski, ein bedeutender Unterstützer von Obama während des Wahlkampfes und zukünftig sein außenpolitischer Berater?

**Engdahl:** Brzezinski ist zweifelsfrei einer der einflussreichsten Strategen für die US-amerikanische Außenpolitik. Er war bereits unter dem früheren US-Präsident Jimmy Carter Leiter des Nationalen Sicherheitsrates. Zentrale Aspekte seiner geopolitischen Strategie gehen auf die Konzepte von Halford Mackinder zurück. Dabei geht es für die USA, vereinfacht dargestellt, darum, Russland territorial einzukreisen und gleichzeitig für stetigen Unfrieden zwischen Westeuropa, Russland und China hinsichtlich Eurasiens zu sorgen.

**Smart Investor:** Sind vor diesem Hintergrund die verärgerten Reaktionen Russlands auf die US-Politik nicht nachvollziehbar?

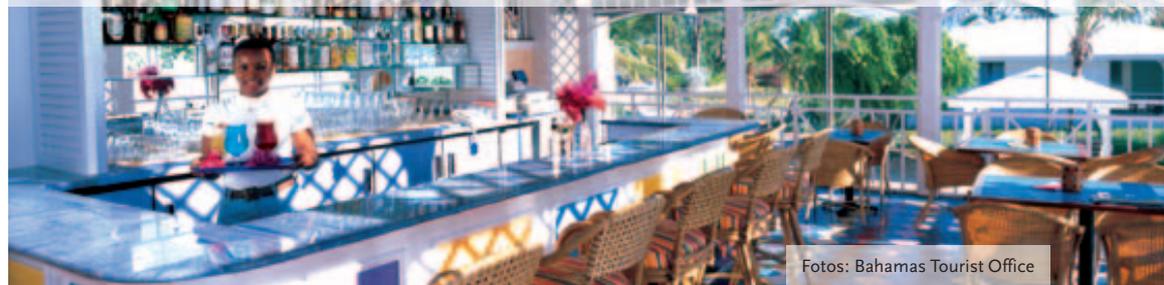
**Engdahl:** Na klar! Russland sieht sich einer zunehmenden Bedrohung ausgesetzt! Gerade das geplante US-Raketenabwehrsystem, welches in Polen und Tschechien installiert werden soll, stellt für Russland eine nicht hinnehmbare Situation dar. Dabei handelt es sich entgegen allen öffentlichen Bekundungen nicht um eine Defensivwaffe, sondern ganz im Gegenteil, primär um eine potenzielle Offensivwaffe. Russland hat vor diesem Hintergrund bislang noch relativ gemäßigt reagiert. Inwiefern sich diese Haltung aufrechterhalten lässt, bleibt abzuwarten. In jedem Falle sollten sich die europäischen Regierungschefs darüber im Klaren sein, dass sie sich bei einer Verwirklichung der US-amerikanischen Pläne der zunehmenden Gefahr aussetzen, zum Schauplatz eines möglichen Atomkrieges zu werden.

**Smart Investor:** Mr. Engdahl, vielen Dank für dieses hochinteressante, wenngleich schockierende Interview. ■

*Interview: Ralf Flierl und Stephan Salzmann*



„Apokalypse Jetzt! – Washingtons geheime Geopolitik“, F. William Engdahl, Kopp Verlag, 2007, 288 Seiten, 19,95 EUR



Fotos: Bahamas Tourist Office

# Bahamas

## Inselreich nicht nur für Reiche

Im 007-Spektakel Feuerball bekam James Bond den Auftrag, in Kanada zu ermitteln. Allerdings bat der Superagent höflichst, in Nassau, der Hauptstadt der Bahamas, eingesetzt zu werden. Was außer Wassersport würde ihn auf die Bahamas ziehen, fragte ihn sein Vorgesetzter M. Steuerliche Anreize jedenfalls dürften es bekanntermaßen nicht gewesen sein...

### Ein echtes Paradies

Damit dürfte es sich bei James Bond anders als bei vielen Privatpersonen verhalten, die die steuerlichen Rahmenbedingungen der Bahamas für eine Ansiedlung nutzen. Für ausländische Residenten gibt es zahlreiche Steuerbelastungen schlichtweg gar nicht: Abgaben auf Einkommen, Vermögen, Erbschaften oder Kapitalerträge existieren auf den Inseln nicht. Daher vielleicht der Titel Inselparadies. Wer sich auf den Bahamas niederlassen und eine Immobilie kaufen möchte, der zahlt zwischen 0,5 und 1,5% an Grundsteuer, jedoch besteht auch hier die Möglichkeit, sich ganz oder teilweise von dieser Belastung befreien zu lassen. Der Immobilienkauf zahlt sich insofern aus, als dass zusätzliche Vermögensnachweise nicht mehr erforderlich sind. Ansonsten ist ein Daueraufenthalt an Referenzen zweier Banken geknüpft ist. Sechsstellig sollte die Summe, die auf den Konten zur Verfügung steht, demnach schon sein. Wer nun eine Immobilie für mehr als eine halbe Mio. USD kauft, dessen Aufenthaltsgenehmigung ist binnen sechs Monaten erteilt. Ansonsten kann dies durchaus zumindest ein Jahr dauern. Gleichwohl sind die Behörden recht streng, wenn es um Arbeitserlaubnisse geht. Hier wurden die Auflagen für hochqualifizierte Fremdarbeiter zwar gelockert, aber nach einem Jahr läuft jede Arbeitsgenehmigung ab und wird nicht automatisch verlängert. Eine Aufenthaltsgenehmigung (am besten eine dauerhafte „permanent residence“) beinhaltet jedoch eine Arbeitserlaubnis.

### Bunte Mischung

Wo die Behörden auf den Bahamas für ihre Verhältnisse ebenfalls sehr strikt auf eine Einhaltung der Regularien pochen, ist die Kapitalverkehrssteuer. Diese beläuft sich bis 500.000 USD auf 1%, oberhalb dann nur mehr 0,5% des eingebrachten Kapitals. Inzwischen aber wird laut über eine höhere Grenze von 1 Mio. USD nachgedacht. Sicherlich lockt die günstige steuerliche Lage viele Menschen auf die Bahamas, jedoch könnte es auch das Leben an sich sein. Die Bahamas erstrecken sich von Florida bis hin zu Haiti und bestehen aus 700 Inseln, von denen

nur ganze 30 bewohnt sind. Dazu scheint angeblich an 370 Tagen im Jahr die Sonne – was nicht stimmen kann, denn zwischen Ende Juli und Oktober ziehen häufig mächtige Hurrikane über die Eilande. Die Bahamas sind unabhängig, ihr Staatsoberhaupt ist aber die britische Queen. Insgesamt leben auf den Bahamas gut 300.000 Menschen, die Bevölkerung wächst pro Jahr um 1,7%. Gut 85% der Einwohner sind afrikanischer Abstammung, 12% haben europäische Wurzeln. Der Rest kommt aus Asien bzw. Lateinamerika. Doch die Insulaner bleiben nicht unter sich, der Reiselust sei Dank. Pro Jahr landen hier 4 Mio. Touristen, vorwiegend Amerikaner, die meist per Kreuzfahrtschiff die karibische Idylle erkunden. Mancher kommt vielleicht gar, um ein Konto auf den Bahamas zu eröffnen.

### Gestärkte Regulierung

Doch seit dem Jahr 2000 gilt ein neues Zentralbankgesetz, das die Überwachungsfunktion der Banken stärkt. Einfach anonym ein Konto einrichten und beliebige Transaktionen ausführen: Diese Zeiten sind vorbei. Dies kontrolliert die eigens eingerichtete Financial Intelligence Unit (FIU), die verdächtiges Daten- und Kontomaterial an ausländische Behörden aushändigen kann. Auch Briefkastenfirmen bzw. -banken wird auf diese Weise praktisch der Garaus gemacht. Dafür sind seit 2004 Stiftungen generell möglich, angelehnt an in Europa gängige Konstruktionen. Insgesamt verwalten Finanzdienstleister auf den Bahamas etwa 900 Mrd. USD an Kundenvermögen, die steuerfrei gemehrt werden können. Seit 2001 müssen im Rahmen des International Business Companies Act Unternehmenslenker ihre Identität sowie die Adresse und Eigentumsverhältnisse am Unternehmen in ei-



## INTERESSANTE LINKS ZU DEN BAHAMAS

<a href="http://www.bahamas.de">www.bahamas.de</a>	Touristeninformationen
<a href="http://www.bahamas.com">www.bahamas.com</a>	Offizielle Landesseite
<a href="http://www.bfsb-bahamas.com">www.bfsb-bahamas.com</a>	Finanzaufsicht
<a href="http://www.junkanoo.com">www.junkanoo.com</a>	Karneval-Informationen

nem Zentralregister hinterlegen. Mit Schritten wie diesen haben es die Bahamas geschafft, von der Schwarzen Liste der OECD für unkooperative Staaten gestrichen zu werden.

**Gebühren statt Steuern**

Aber immer noch agieren viele international vernetzte Unternehmer von den Inseln aus. Etwa der russische Oligarch Viktor Vekselberg, eine seiner auf dem Inselparadies ansässigen Beteiligungen hält zum Beispiel ein 21,4%iges Paket an der schweizerischen OC Oerlikon. Unbedingt gern gesehen ist dies auf Schweizer Seite nicht. Auch gehören die Bahamas seit 1976 zu jenem Club der Länder, unter deren Billigflagge Schiffe laufen können. Die weitgehende Steuerfreiheit für Unternehmer zieht freilich auf anderem Gebiet die Notwendigkeit nach sich, Staatsausgaben zu finanzieren. Auf den Bahamas gibt es einen dichten Dschungel von Gebühren. Für die Gründung eines Unternehmens, meist einer International Business Company (IBC), schlägt zum Beispiel eine Stempelsteuer in Höhe von 1,28% zu Buche bei einem Kapital bis zu 5.000 Bahama-Dollar (umgerechnet 3.885 EUR). Für darüber liegendes Firmenkapital fallen dann nur mehr 0,3% an. Weiterhin sind eine Anmeldegebühr, eine Jahresgebühr, Lizenzgebühren, Formalitäten-Gebühren oder ähnliche „Kleinigkeiten“ zu entrichten. Dadurch finanziert sich der Staat, so ist es ihm möglich, Steuersätze genull laufen zu lassen. Überhaupt haben die Bewohner der Bahamas ein sehr entspanntes Verhältnis zu Geld: Während in Deutschland der Disput zwischen Finanzbeamten und Steuerberatern aufgrund der Komplexität des Steuersystems und der Vielzahl an Steuerschlupflöchern vorprogrammiert ist, verabreden sich beide Seiten auf den Bahamas zum Segeltörn oder aber zum Tauchausflug. Oder man besucht gemeinsam den

Junkanoo (Karneval), der am 26. Dezember beginnt und ursprünglich – so zumindest die Überlieferung – von schwarzen Sklaven mitgebracht wurde, um in traditioneller afrikanischer Art außerhalb der Heimat feiern zu können. Fakt ist: Der Junkanoo ist ein gesellschaftliches Highlight und führt auch Zugezogene zu den Wurzeln der Bahamas zurück.

**Fazit**

Die Bahamas sind in der Tat ein Inselparadies, landschaftlich, kulinarisch und auch geschäftlich. Unternehmen gründen sich einfach, die Belastung ist erträglich. Wer jedoch erwartet, die Bahamas seien eine biegbare Steueroase, der wird sich täuschen. Nach dem Jahr 2000 sind viele Gesetze verschärft worden. Langfristig dürfte sich dies als vorteilhaft für die Bahamas erweisen. ■

*Tobias Karow*



Blaues Meer und weiße Weste – auf den Bahamas passt dies immer häufiger zusammen.

Anzeige

## So schützen Sie Ihr Geld!

Das Börse Online Anlegerforum bietet Ihnen eine Abendveranstaltung zum Thema Kapitalschutz.  
25.03. München • 26.03. Stuttgart • 01.04. Hamburg • 02.04. Düsseldorf

**VORTRAGSTHEMEN**

- Die aktuelle Situation an den Finanzmärkten – wo Ihr Geld sicher ist
- Finanzmarktkrise – und jetzt? Unter neuen Rahmenbedingungen erfolgreich anlegen
- In der Krise volltanken – warum die Anlage in Öl eine intelligente Lösung ist

Begrenzte Teilnehmerzahl – Anmeldung erforderlich – Teilnahmegebühr: 25 Euro  
Durch den Abend führt Börse Online.

Weitere Informationen und Anmeldung unter [www.boerse-online.de/kapitalschutz](http://www.boerse-online.de/kapitalschutz) oder telefonisch unter 05521/855 348

Jetzt anmelden!  
[www.boerse-online.de/kapitalschutz](http://www.boerse-online.de/kapitalschutz)

Sponsoren



Mitveranstalter



**Aus Gerüchten  
werden Nachrichten.**

**WIR SIND BÖRSE:**

[www.wallstreet-online.de](http://www.wallstreet-online.de)

Insiderwissen  
von über 400.000  
Finanzexperten bei  
wallstreet:online



**wallstreet:online**

Deutschlands größte Finanz-Community

# Grüne Rettung durch die Krise?

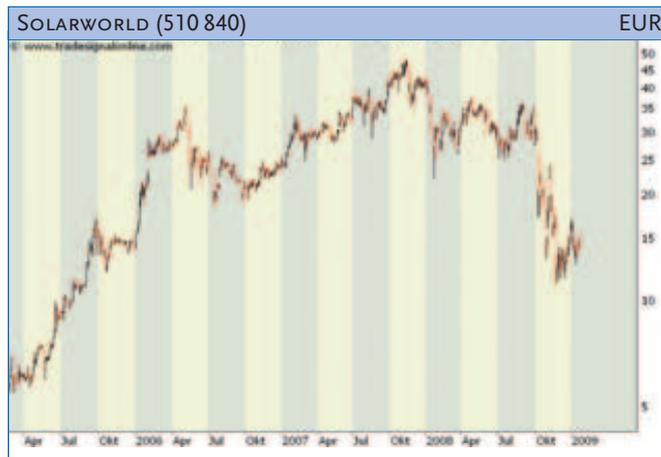
*Gegenwärtig addieren sich die Krisenherde Klima und Finanzen. Aus der brisanten Gemengelage muss rasch ein Ausweg gefunden werden. Welche Aktien profitieren von einer Lösung der Probleme?*

Mit milliardenschweren Konjunkturpaketen wollen viele Regierungen die Weltwirtschaftskrise bekämpfen. Doch wenn Staaten im Wesentlichen in alte Strukturen und Produkte investieren, die nach Durchschreiten der Talsohle kaum noch Chancen haben, auf den Weltmärkten zu bestehen, beschreiten sie einen Irrweg, der uns teuer zu stehen kommen wird. Die globale Ökonomie ist nicht nur mit dem drohenden Zusammenbruch des Weltfinanzsystems, sondern auch mit hohen Klimarisiken konfrontiert. Es ist daher zwingend notwendig, die Lösung dieser beiden Krisen zu verbinden und auf einen grünen Investitionszyklus zu setzen. Doch die langfristige Veränderung einer Gesellschaft mit der kurzfristigen Belebung der Wirtschaft zu verbinden, ohne beide Ziele zu gefährden, gleicht einem Spagat.

Zahllos sind die klimaschädlichen Vorschläge, die im Zusammenhang mit staatlichen Konjunkturpaketen sprießen. Da werden neue Autobahnen und Kohlekraftwerke oder Unternehmenssubventionen ohne jede Konditionierung vorgeschlagen, so als gäbe es das Kriterium Nachhaltigkeit gar nicht. Leider ist auch das zweite Konjunkturpaket der Bundesregierung keine passende Antwort auf die Wirtschafts- und Finanzkrise. Es wirkt mutlos und schafft in einigen Bereichen falsche Anreize. Eine Maßnahme wie etwa die nur für ein Jahr geltende Abwrackprämie für Altfahrzeuge wird schnell verpuffen. Das „Geschenk“ vom Staat trägt zudem nicht zu einer nachhaltigen Erneuerung der Wirtschaft bei, da auch Autos mit hohem CO<sub>2</sub>-Ausstoß begünstigt werden. Ohnehin verlangsamten Subventionen nur einen dringend notwendigen Strukturwandel.

## Energie- und Verkehrssysteme radikal umbauen

Doch nicht der Staat allein sorgt für Umweltschutz. Weltweit erkennen immer mehr Unternehmen und Konsumenten den Wert von stabilem Klima und Umwelt und berücksichtigen deren wahr-



ren Preis in ihren Entscheidungen. Der Erhalt von Arbeitsplätzen und die Bewahrung einer gesunden Umwelt dürfen nicht länger gegeneinander ausgespielt werden. „Green Collar Jobs“ müssen das wachsende Segment des Arbeitsmarktes werden und durch umwelt- und klimafreundliche Produkte bzw. Dienstleistungen die Gewinnentwicklung der Unternehmen vorantreiben. Diese Einschätzung wird auch durch die vom Umweltprogramm der Vereinten Nationen (UNEP) veröffentlichte Studie „The Economics of Ecosystems and Biodiversity“ bestätigt.

„Von einer Weltwirtschaftskrise können wir keine Änderung der globalen Temperaturentwicklung erwarten“, sagt Reimund Schwarze, Experte für internationale Klimapolitik am Helmholtz-Zentrum für Umweltforschung (UFZ) in Leipzig. Im Gegenteil: Es sind umfangreiche Investitionen in die Infrastruktur nötig, um die gefährlichen klimatischen Veränderungen zu begrenzen und sich darauf einzustellen. Jetzt besteht die Chance, weltweit das Energie- und Verkehrssystem radikal umzubauen. So müssen etwa Energieleitungen dringend modernisiert oder erneuert werden. Ökonomie und Ökologie passen sehr gut zusammen: Die Unternehmensberatung Roland Berger schätzt den globalen Markt für umweltfreundliche Technologien schon heute auf 1.400 Mrd. EUR – Tendenz stark steigend. Investitionen in Klimaschutz und erneuerbare Energien sind ebenso zukunftsweisende Optionen wie nachhaltige Mobilität. Eine große Bedeutung kommt auch der Energieeffizienz in Gebäuden zu. Smart Investor stellt im Folgenden diese vier Segmente mit einigen chancenreichen Aktien vor.

## Wind und Sonne bleiben unverzichtbare Optionen

In der Windbranche sind große Aufträge vorerst kaum zu erwarten, da Banken den Investoren nicht die notwendigen Kredi-



te geben. Doch wenn sich die Kreditklemme wieder lockert, ist die Aktie des Windturbinenherstellers Vestas erste Wahl. Der dänische Weltmarktführer sollte neben der deutschen Nordex von Barack Obamas New Energy-Plänen profitieren, da es keinen nennenswerten reinen US-Windkraftanlagenbauer gibt.

Solarfirmen werden in Zukunft die hohen Margen der Vergangenheit nicht mehr erreichen können, der Wettbewerb wird zunehmen und die Konsolidierung voranschreiten. Muss jedoch der soeben vereidigte neue US-Präsident an seinem Versprechen, in den nächsten zehn Jahren rund 150 Mrd. USD in grüne Technologien zu investieren, keine massiven Abstriche machen, sollten beim US-Hersteller von Dünnschichtmodulen, First Solar, die Kassen klingeln. Die Produkte haben zwar einen geringeren Wirkungsgrad als herkömmliche Module, sind aber in der Produktion viel günstiger. Dünnschichtmodule spielen ihre Vorteile bei großen Freiflächen aus – und die gibt es in den USA ja reichlich. Ins Blickfeld rückt auch die Solarworld AG. Der Bonner Konzern betreibt in Oregon die größte Solarzellenproduktion der USA. Die Jahreskapazität von derzeit 100 Megawatt (MW) soll in den nächsten drei Jahren auf 500 MW ausgeweitet werden.

#### Auf der Solarthermie ruhen große Hoffnungen

Solarthermische Kraftwerke können dank Wärmespeichern Tag und Nacht Strom erzeugen – und das deutlich günstiger als die Photovoltaik. In sonnenreichen Regionen spielen sie ihre Vorteile besonders gut aus. „Gerade im Bereich der solarthermischen Kraft-

werke werden die USA stark aufrüsten“, sagt Wolfgang Seeliger, Analyst bei der Landesbank Baden-Württemberg. Von einer grünen Erneuerung in den USA sollte der Erlanger Entwickler für Parabolrinnen-Kraftwerke Solar Millennium profitieren.

Da wegen der Finanzkrise allerdings auch in diesem Sektor Projektverschiebungen drohen, erscheinen die Papiere des breiter aufgestellten Mischkonzerns Abengoa aussichtsreicher. Die Spanier errichten gerade in den USA das größte Solarthermie-Kraftwerk der Welt mit einer Leistung von 280 MW. Der Anbieter von Umwelttechnologie-Infrastruktur ist in den Feldern Konstruktion und Engineering, Recycling und Umweltservice, Informationstechnologie, Bioenergie und Solarenergie tätig. Seit 2004 wachsen Umsatz und Gewinn mit zweistelligen Raten. In nächster Zeit dürfte Abengoa allerdings wegen des Konjunkturabschwungs langsamer wachsen.

#### Bei der Mobilität auf intelligente Lösungen setzen

Die Weltwirtschaftskrise trifft die Verkehrsbranche hart. Profitieren werden künftig Unternehmen mit Konzepten und Technologien, die auch den Klimaschutz berücksichtigen. Dazu zählen Gesellschaften, die innovative Lösungen anbieten oder dafür sorgen, dass Verkehr vermieden wird. Schon heute setzen immer mehr Städte im In- und Ausland in ihren Bussen und Bahnen auf die Leitsysteme der Karlsruher Init AG (SI 12/08, S. 6f.). In der Kommunikationstechnik sind Aktien von Tandberg, einem norwegischen Anbieter maßgeschneiderter Lösungen für Video- >>

Anzeige

<http://www.boerse-go.de/themen/automobile>

## Die Automobilbranche steckt in der Krise. Erfahren Sie auf BoerseGo.de, wie es weiter geht.

In den USA stiegen die Ausgaben für Öl vom Jahr 1999 bis 2007 von 80 auf 900 Milliarden US-Dollar – dies entspricht quasi einer Erhöhung der Besteuerung für alle Bevölkerungsschichten um 33 Prozent.

Erdöl ist Auslöser der Kreditkrise.

Verbraucher kaufen keine neuen Autos mehr.

Wie die Autokonzerne darauf reagieren erfahren Sie auf der neuen Webseite zur Autokrise auf:

<http://www.boerse-go.de/themen/automobile>



PROFITEURE EINES GRÜNEN „NEW DEALS“							
UNTERNEHMEN	BRANCHE	WKN	KURS*	MCAP**	EPA 10E	KGV 10E	DIV. REND. 10E***
ABENGOA [ESP]	UMWELT-TECHNOLOGIE	904 239	12,67	1.146,2	1,73	7,3	1,3
FIRST SOLAR [USA]	SOLARMODULE	A0L EKM	108,90	8.830,7	7,15	15,2	-
INIT [D]	VERKEHRS-TELEMATIK	575 980	5,32	53,4	0,82	6,5	4,7
JOHNSON CONTROLS [USA]	AUTOBATTERIEN	857 069	12,07	7.172,0	1,39	8,7	4,1
mitsui osk lines [JAP]	REEDEREI	862 503	4,58	5.524,9	0,68	6,7	3,9
NATIONAL EXPRESS GROUP [GB]	EISENBAHN	888 871	4,59	701,6	0,97	4,7	10,7
PANASONIC CORP. [JAP]	AUTOBATTERIEN	853 666	9,65	23.671,4	0,61	15,8	3,7
SCHUTLHESS [CH]	WÄRME- UND KÄLTETECHNIK	A0M QH9	28,92	307,3	2,71	10,7	3,7
SHIMANO [JAP]	FAHRRAD-KOMPONENTEN	865 682	28,84	2.768,7	2,11	13,7	1,8
SOLAR MILLENIUM [D]	SOLARTHERMIE-KRAFTWERKE	721 840	12,85	160,6	2,44	5,3	-
SOLARWORLD [D]	SOLARTECHNIK	510 840	14,38	1.606,5	1,97	7,3	1,9
TANDBERG [NOR]	KOMMUNIKATIONS-TECHNOLOGIE	874 743	9,00	1.031,2	1,02	8,8	2,0
UNION PACIFIC [USA]	EISENBAHN	858 144	29,38	14.878,0	4,22	7,0	3,6
VESTAS WIND [DK]	WINDTURBINEN	913 769	40,09	7.424,8	3,79	10,6	0,9

\*) in EUR; \*\*) in Mio. EUR; \*\*\*) in %; Schlusskurse Frankfurt vom 20.1.2009

konferenzen, aussichtsreich. Experten schätzen, dass die Verkaufszahlen für Videokonferenz- und Telepräsenzsysteme in den nächsten fünf Jahren um jährlich mehr als 20% wachsen werden.

Im Vergleich zur Luftfracht weist der Langsam- und Schiffsverkehr die eindeutig bessere Klimabilanz auf. Hier rücken zwei japanische Gesellschaften ins Blickfeld: Mitsui OSK Lines – der Schiffsriesen profitiert von steigenden Frachtraten – und Shimano, der weltweit größte Hersteller von Fahrradkomponenten (SI 1/09, S. 54f.). Gesellschaften wie Valeo (Frankreich) oder Johnson Controls (USA) können durch neue Werkstoffe oder Antriebstechnologien dazu beitragen, dass Autos weniger Treibhausgase emittieren. Johnson Controls hält aufgrund seiner starken Batterieproduktion eine Sonderstellung in der aktuell stark leidenden Autozuliefererbranche. Das Unternehmen hat wenig Schulden und sich eine relativ hohe Marge bewahren können. Interessant sind auch japanische Hersteller sehr leistungsstarker Lithium-Ionen-Batterien (SI 12/08, S. 40) wie Panasonic oder NEC Tokin, die vom Elektroauto profitieren würden.

Firmen aus dem Bereich des öffentlichen Güterverkehrs bilden einen weiteren Schwerpunkt im Mobilitätssektor. „Eisenbahngesellschaften vermeiden Staus und verbrauchen beim Transport ein Drittel weniger Energie als Lastwagen“, weiß Christian Zimmermann, Manager des Fonds Pioneer Global Ecology. Ein Zug in den USA entspreche 250 Lastwagen auf der Straße. Daher dürften viele Staaten künftig verstärkt in die Ausweitung und Erneuerung der Schienennetze investieren. Ein Nutznießer in den USA ist der Marktführer Union Pacific. In Großbritannien ist die National Express Group sehr gut aufgestellt. Der spanische Transport-Tycoon Jorge Cosmen hat kürzlich rund 1,26 Mio. Anteilsscheine im Wert von gut 6,1 Mio. EUR erworben. Die Aktie besticht durch eine außerordentlich hohe Dividendenrendite.

### Hohe Wachstumsraten im Renovierungsmarkt

Die Regierungen wären gut beraten, wenn sie in der Krise mehr Mittel für die Altbausanierung bereitstellten und dem Einsatz alternativer Energien in privaten und öffentlichen Gebäuden durch finanzielle Anreize einen noch höheren Stellenwert einräumten. In Deutschland wirkt bei der Isolierung und Wärme-

dämmung von Häusern schon heute die zunehmende staatliche Regulierung als Umsatztreiber. Firmen, die in diesem Bereich tätig sind, sollten zweistellige Wachstumsraten erzielen können. Das Unternehmensfeld allein im europäischen Renovierungsmarkt ist breit gefächert. Bei der schweizerischen Schult Hess Group ist die Geschäftssparte Wärme-

und Kältetechnik der größte Wachstumstreiber. Die Nachfrage nach Wärmepumpen dürfte hoch bleiben. Dämmexperten wie Steico oder größere Bauzulieferer wie Geberit (SI 9/08, S. 62f.), Pfeleiderer und Sto (SI 12/08, S. 68) kommen ebenfalls als Anlage in Frage.

### Fazit

Die sich addierenden Krisen Klima und Finanzen machen deutlich, dass wir es an zwei Fronten mit einem stark gewachsenen Nichtwissen über die Konsequenzen unseres Handelns zu tun haben. Wir erleben, wie ein exzessiver Wirtschaftsliberalismus von staatlichem Interventionismus abgelöst wird, der nicht nur in der Wirtschafts- und Finanzpolitik, sondern auch in der Klimapolitik alles auf den Kopf stellt, was vor wenigen Jahren noch als Gewissheit galt. Wir werden mit schwer wiegenden Problemen konfrontiert, für die es noch keine Lösungen gibt, obwohl uns die Klimaforscher nur noch wenig Zeit zum Umsteuern geben. Daraus ergibt sich anstelle bisher betriebener Flickschusterei schon vor dem Ende der Weltwirtschaftskrise die Notwendigkeit eines grundlegenden politischen Richtungswechsels. Doch nur Anleger, die davon überzeugt sind, dass sich der Wind rasch drehen wird, sollten schon jetzt bei ihren Investments das Signal auf Grün stellen. ■

Michael Heimrich



# Interdependenzen zwischen Eigen- und Fremdkapital

## Über das Ungleichgewicht am Aktien- und Anleihenmarkt

Wissen Sie eigentlich noch, warum Private Equity (PE)-Unternehmen bis vor gut einem Jahr so erfolgreich waren? Nun, überspitzt dargestellt schlichtweg deshalb, weil sie sich günstig und ohne große Hürden Fremdkapital leihen und dieses Geld am Markt für Eigenkapital zu einer wesentlich höheren Rendite anlegen konnten. Potenziert mit einem gewissen Hebel (Leverage) konnten so verhältnismäßig leicht zweistellige Renditen erzielt werden. Lassen wir einmal die von PE-Häusern häufig genannten Faktoren für die Wertsteigerung des Zielunternehmens (wie z.B. Steigerung der operativen Ergebnisse) beiseite, so basiert das PE-Erlösmodell zu einem gewissen Teil auf dem Ausnutzen von Ungleichgewichten auf den Eigen- und Fremdkapitalmärkten. Ziel dieses Artikels ist es, dieses fundamentale Gleichgewichtsprinzip zu erläutern und einen Bezug zwischen der Theorie und der gegenwärtigen Praxis an den Finanzmärkten herzustellen.

### Das Gleichgewichtsprinzip an Eigen- und Fremdkapitalmärkten

Unternehmen können sich unter normalen Umständen zu einem gewissen Kostensatz verschulden, d.h. sich Fremdkapital am Markt leihen. Dies geschieht üblicherweise über Banken in Form von Krediten oder über den Kapitalmarkt durch Verkauf von Anleihen. Insbesondere große Unternehmen und der Staat nutzen die Refinanzierungsmöglichkeit über den Kapitalmarkt. Käufer derartiger Anleihen können über die Laufzeit hinweg mit einer Rendite in Höhe der jeweiligen Umlaufrendite rechnen. Etwas anders stellt sich die Renditeberechnung auf den Eigenkapitalmärkten dar. Hier kann die Rendite als Kehrwert des Kurs/Gewinn-Verhältnisses (KGV) ausgedrückt werden. Ein hohes KGV bedeutet also eine geringere Rendite, während ein niedriges KGV eine höhere Rendite für den Investor liefert – soweit zumindest die Theorie. Im Prinzip ist deshalb davon auszugehen, dass sich Eigen- und Fremdkapitalmärkte im Gleichgewicht befinden, d.h. die Rendite identisch ist. Sollte dies nicht der Fall sein, würden Investoren in einem effizienten Markt schnell für eine Angleichung sorgen.

### Momentane Situation an den Finanzmärkten

Wie stellt sich das oben dargestellte Prinzip nun aktuell an den Finanzmärkten dar? Die Umlaufrendite einer 10-jährigen deut-

schen Staatsanleihe beträgt gegenwärtig rund 3%. Die Unternehmensanleihen sind, stark abhängig vom jeweiligen Rating, mit einer zusätzlichen Risikoprämie von einigen Prozentpunkten versehen. Im Falle einer aktuellen Emission von Deutsche Telekom-Anleihen beträgt die Umlaufrendite beispielsweise rund 6%. Werfen wir nun einen Blick auf den Aktienmarkt am Beispiel des DAX. Dieser weist auf Basis der Gewinnschätzungen für 2009 gegenwärtig ein KGV von etwa 8 auf, was einer Renditeerwartung von rund 12,5% entspricht.

### Analyse der Ergebnisse

Bei nüchterner Betrachtung der Zahlen bleibt festzustellen, dass der DAX gegenüber den Anleihen deutlich besser rentiert bzw. dadurch massiv unterbewertet ist. Anders ausgedrückt könnte man natürlich auch sagen, dass Anleihen gegenüber Aktien stark überbewertet sind. Wie kann es also gemäß der Gleichgewichtstheorie weitergehen? Grundsätzlich gibt es zwei Stoßrichtungen. Entweder die Aktienrenditen gehen massiv nach unten (was einer Erhöhung der KGVs, d.h. bei gleich bleibenden Gewinnen, einer starken Aktienkurssteigerung entspricht), oder aber die Anleihenrenditen steigen an (was wiederum Kursverlusten bei Anleihen entspricht). In einem dynamischen Prozess können sich natürlich beide Szenarien auch gleichzeitig ereignen. Entscheidend ist lediglich, so die Theorie, dass sich beide Renditen im Gleichgewicht zueinander befinden. Ist dem nicht so, könnte man sich, rein hypothetisch, am Fremdkapitalmarkt billig verschulden und am Eigenkapitalmarkt investieren. Diese Art von Arbitrage entspräche übrigens ganz dem Geschmack der eingangs erwähnten PE-Häuser und Hedgefonds.

Smart Investor geht davon aus, dass sich das derzeit herrschende Ungleichgewicht dadurch in den kommenden zwei bis drei Jahren in Richtung Gleichgewicht auflösen wird, indem die Aktienkurse deutlich steigen, die Unternehmensgewinne moderat zulegen (Crack-up-Boom; s. „Das große Bild“) und die Zinsen tendenziell auf tiefem Niveau verharren werden. ■

Stephan Glatz

# Währungen und Edelmetalle

Von schwankenden Devisen und sicheren Häfen

## Bewegung an den Devisenmärkten

Über mangelnde Bewegung an den Devisenmärkten brauchten sich tradingaffine Anleger in den vergangenen Wochen nicht beklagen. Das Bestreben der Notenbanken, die Zinsniveaus auf immer neue historische Tiefs zu senken, sorgte auch für Bewegung an den Devisenmärkten. So stieg der Euro vom 11.12. bis zum 18.12.2008 von 1,2998 bis auf 1,4714 USD. Aber auch bei den Währungspaaren EUR/GBP und EUR/JPY war einiges an Bewegung zu verzeichnen. Gehebelt lässt sich beispielsweise mit einem Knock-out-Produkt an einer Aufwärtsbewegung des Euro gegenüber dem GBP verdienen. Ein Open End-Turbo Bull auf die Währungsparität EUR/GBP aus dem Haus Sal. Oppenheim (WKN: SEL 1TH) weist aktuell einen Basispreis von 0,72 GBP auf. Bei 0,72 GBP liegt auch die Knock-out-Schwelle. Das Papier bietet momentan einen Hebel von knapp 4,5. Für einen Euro müssen zurzeit 0,9255 GBP bezahlt werden, so dass mit einem plötzlichen Knock-out nicht zu rechnen ist.

## Währungen im Korridor und mit Power

Von der Commerzbank gibt es auf unterschiedliche Währungspaare wie z.B. auf EUR/JPY und EUR/USD Inline-Optionsscheine. Der Investor bekommt zur Fälligkeit des Scheins eine maximale Auszahlung von 10 EUR, vorausgesetzt die Währungskurse bewegen sich innerhalb eines Kurskorridors. Die Scheine sind allerdings nur für risikobewusste Käufer geeignet, da sie bei Berühren der oberen oder unteren Kursschwelle wertlos verfallen. Dies ist auch außerhalb der Handelszeiten der Scheine möglich, da Währungen quasi rund um die Uhr gehandelt werden. Der EUR/JPY-Inline-Warrant der Commerzbank (WKN: CB7 13H) wird am 17.02.2009 fällig. Wenn das Devisenpaar während der gesamten Laufzeit zwischen 111 und 134 JPY notiert, erhält der Anleger 10 EUR. Aktuell notiert der Euro bei 120,57 JPY. Mit einem Power-Optionsschein können Anleger auch konservativere Strategien umsetzen. Ein Power-Warrant von HSBC Trinkaus & Burkhardt (WKN: TB2 N5J) weist einen Basispreis von 1,26 USD und eine Kursobergrenze von 1,30 USD auf. Anleger können zum Laufzeit-



ende am 14.09.2009 maximal 16 USD erzielen, wenn der Euro bei 1,30 USD oder darüber notiert. Da sich der Auszahlungsbetrag in USD berechnet, trägt der Anleger das Währungsrisiko.

## Edelmetallinvestments

Goldbullen gehen davon aus, dass das Edelmetall, das als sicherer Hafen gilt, bald wieder im vierstelligen Bereich bei über 1.000 USD notieren wird. Da Gold in USD notiert, müssen Anleger das Wechselkursrisiko beachten. Zur Vermeidung von Währungsverlusten können Anleger in Quanto-Zertifikate investieren und damit gegen Gebühr das Währungsrisiko ausschalten. Ein solches Quanto-Zertifikat auf Gold bietet beispielsweise die Commerzbank (WKN: CB2 458). Hohe Kursverluste gab es im vergangenen Jahr bei Platin zu verzeichnen. Von über 2.200 USD ging es auf unter 750 USD im Oktober 2008 steil nach unten. Von diesem niedrigen Kursniveau konnte sich Platin wieder bis auf über 1.000 USD erholen. Eine Möglichkeit, von einer Seitwärtsbewegung des Platinpreises zu profitieren, bietet ein Capped-Bonus-Zertifikat der RBS (WKN: AA1 DUS). Die Barriere des Zertifikats liegt bei 600 USD, der Bonuslevel bei 1.100 USD und der Cap bei 1.400 USD. Das Bezugsverhältnis des Papiers beträgt 10:1, Laufzeitende ist am 18.12.2009. Berührt der Platinpreis während der Laufzeit die Barriere von 600 USD nicht und notiert der Basiswert zum Laufzeitende bei 1.100 USD oder darunter, bekommt der Anleger 110 USD ausgezahlt. Der Investor partizipiert an Kursgewinnen des Edelmetalls über 1.100 USD allerdings nur bis zum Cap. Somit liegt der maximale Auszahlungsbetrag bei 140 USD.

DEISEN UND EDELMETALL-ZERTIFIKATE					
EMITTENT	WKN	BEZEICHNUNG	BASISWERT	LAUFZEIT	SPREAD
<b>Devisenprodukte</b>					
SAL. OPPENHEIM	SEL 1TH	TURBO BULL	EUR/GBP	OPEN END*	0,24%
COMMERZBANK	CB7 13H	INLINE-OPTIONSSCHEIN	EUR/JPY	17.02.2009*	6,42%
HSBC TRINKAUS & BURKHARDT	TB2 N5J	POWER-CALL-OPTIONSSCHEIN	EUR/USD	14.09.09	2,18%
<b>Edelmetallprodukte</b>					
COMMERZBANK	CB2 458	TRACKER-ZERTIFIKAT	GOLD	OPEN END	0,48%
RBS	AA1 DUS	CAPPED-BONUS-ZERTIFIKAT	PLATIN	18.12.09	0,68%

\* falls das Papier nicht ausgeknockt wird

Christian Bayer

# Offene und geschlossene Immobilienfonds

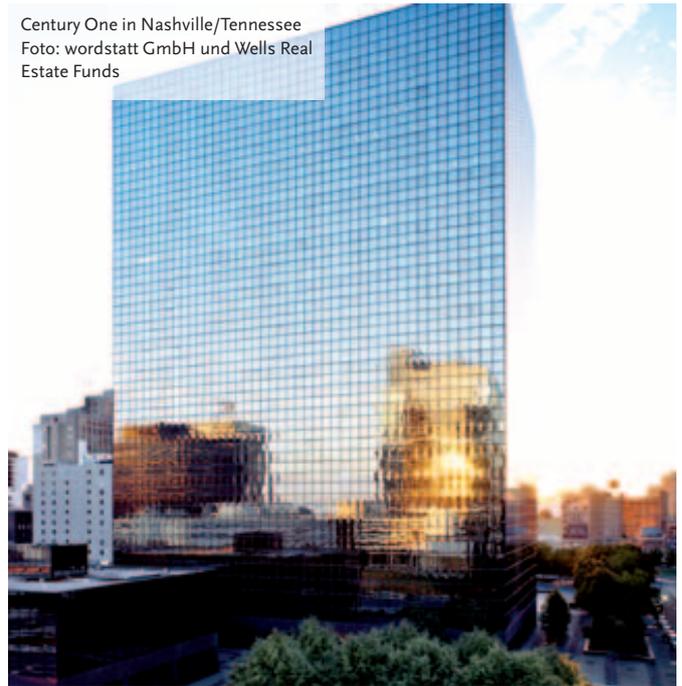
## Unterschiedliche Chancen und Risiken bei Immobilieninvestments

Mit einem breit gefächerten Investmentangebot können Investoren mittlerweile rund um den Globus in Immobilien investieren.

### Lange Tradition

Seit Jahrzehnten hatten offene Immobilienfonds in Deutschland gerade bei konservativen Anlegern, die Wert auf Kapitalerhalt und geringe Schwankungen legen, einen guten Ruf. Mittlerweile herrscht allerdings Unruhe unter den Investoren. Mehrere Fondsgesellschaften haben Ende Oktober des vergangenen Jahres für zunächst drei Monate die Rückgabe der Immobilienfondsanteile ausgesetzt. Drei der betroffenen Fonds, CS Euroreal (WKN: 980 500), Morgan Stanley P2 Value (WKN: A0F 6G8) und TMW Immobilien Weltfonds (WKN: A0D J32) haben jetzt bekannt gegeben, dass die Gesellschaften die Anteilrücknahme für weitere neun Monate ausgesetzt haben. Ursache für die Aussetzung war die Tatsache, dass Großinvestoren wie beispielsweise Dachfonds hohe Summen in offene Immobilienfonds angelegt haben. Diese Positionen wurden dann kurzfristig wieder aufgelöst. Dadurch entstand die Situation, dass die Liquiditätsreserven der Fonds nicht ausreichen, um die Großinvestoren auszuzahlen. Die Folge ist, dass die Fondsgesellschaften die Rücknahme der Fondsanteile ausgesetzt haben. „Die Aussetzungen der Anteilrücknahme bei offenen Immobilienfonds haben leider gezeigt, dass hohe Anteilrückgaben einzelner ‚Großanleger‘ in kurzer Zeit ein Problem darstellen, vor dem die bisher existierenden Mechanismen keinen Schutz bieten. Über eine Lösung, ob im Sinne einer Selbstverpflichtung oder einer gesetzlichen Regelung, befinden wir uns mit Gesetzgeber und Aufsicht im Dialog. Ziel ist in jedem Fall der Schutz des ‚typischen‘ Privatanlegers“, erläutert Felix Fortelka vom Bundesverband Investment und Asset Management (BVI).

Century One in Nashville/Tennessee  
Foto: wordstätt GmbH und Wells Real Estate Funds



### Keine Alternative zum Tagesgeld

Durch fehlerhafte Beratung beim Verkauf der offenen Immobilienfonds wurden bei den Privatanlegern falsche Erwartungen geweckt. So hat man die Fonds mit der täglichen Verfügbarkeit und stabilen Wertentwicklung teilweise als Alternative zum Tagesgeldkonto beworben. Anders als beim Tagesgeldkonto kommen z.B. Ruheständler, die sich die Rente mit Auszahlplänen

>>

### Die Fondsrubrik wird Ihnen präsentiert von:



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



[www.gp-ag.de](http://www.gp-ag.de)



[www.davinci-invest.ch](http://www.davinci-invest.ch)

Wertpapierhandelshaus  
Driver & Bengsch

[www.d-b.de](http://www.d-b.de)



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



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



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



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



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



[www.universal-investment.de](http://www.universal-investment.de)

Mit freundlicher  
Unterstützung von:



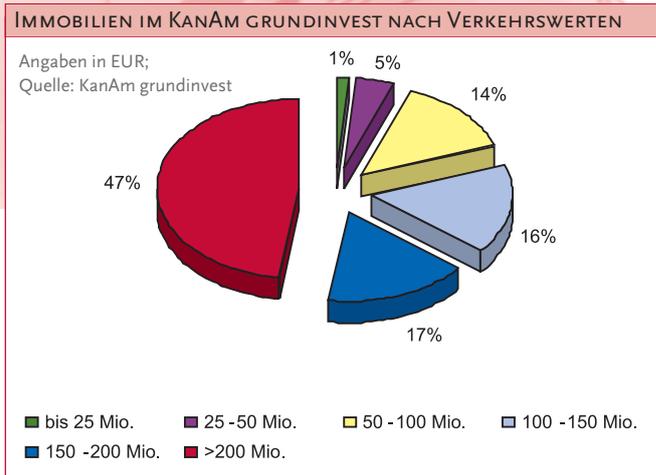
Verband unabhängiger Vermögensverwalter  
Deutschland e.V.

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

aus offenen Immobilienfonds aufbessern wollten, gegenwärtig nicht an ihr Geld. „Offene Immobilienfonds sind mittel- bis langfristige Investments. Die Tatsache, dass täglich Anteile zurückgegeben werden können, widerspricht der Grundidee dieser Anlageklasse. Deshalb kann eine Lösung nur so aussehen, dass beispielsweise unter Einhaltung halbjährlicher Kündigungsfristen einmal im Jahr Anteile zurückgegeben werden können“, so Stefan Loipfinger, unabhängiger Fondsanalyst und Buchautor. Entgegen der sonst üblichen Praxis, die Depotanteile an den Emittenten zu verkaufen, besteht derzeit die einzige Möglichkeit darin, die Fonds über die Börse zu verkaufen. Dabei müssen Anleger allerdings Abschläge von über 5% auf den von der Fondsgesellschaft veröffentlichten Preis akzeptieren.

**Droht Wertberichtigung?**

Neben der Liquiditätsproblematik beunruhigt Anleger auch eine eventuell drohende Wertberichtigung bei offenen Immobilienfonds. Als böses Omen sah die Branche die Abwertung des Immobilienvermögens im Euro Impropfil (WKN: 982 001). Der Fonds gehört zwar nicht zum oberen Qualitätssegment, trotzdem werden die Wertanpassungen nach unten als Menetekel für die Branche gesehen. Offene Immobilienfonds wie der P2 Value von Morgan Stanley, die erst wenige Jahre am Markt sind, dürften hinsichtlich der Wertberichtigung vermehrt Probleme haben, da sie zu den sehr hohen Preisen der vergangenen Jahre investiert haben. Anleger sollten nicht nur auf die in der Vergangenheit erzielten Renditen achten, sondern auch auf die Risiken, die das Fondsmanagement eingeht. Dazu gehört eine starke Fokussierung auf einzelne Boommärkte wie UK. Der hohe Großbritannien-Anteil im hausinvest Europa (WKN: 980 701) ist beispielsweise durch die Reduzierung der Beteiligung am Londoner Einkaufszentrum „Westfield“ vermindert worden. Für den langfristigen Erfolg ist eine gute Risikodiversifikation durch das Management unerlässlich. Daneben spielt die Laufzeit der Mietverträge eine wichtige Rolle. Gerade in schwierigen Zeiten lassen sich bei Neuverhandlungen höhere Mieten häufig nicht durchsetzen. Eine überzeugende Wertentwicklung konnte in der Vergangenheit der SEB Target Return (WKN: 980 231) vorweisen, der aber erst ab Anlagesummen von 500.000 EUR verfügbar ist. Zu



den erfolgreichen Produkten gehört auch der KanAm grundinvest Fonds (WKN: 679 180). Offene Immobilienfonds werden von der Ratingagentur Scope beurteilt. Dabei fließen mehrere Kriterien wie die Immobilien- und Managementqualität sowie die Finanzstruktur in die Bewertung ein. Scope hat vorläufig für die Fonds, deren Anteile von der Fondsgesellschaft nicht zurückgenommen werden, das Rating ausgesetzt. „Im Februar wird Scope wieder Ratings auch zu den offenen Immobilienfonds veröffentlichen, die zurzeit keine Fondsanteile zurücknehmen. In diesem Zusammenhang wird nicht nur das Verhältnis von Rendite und Risiko bewertet, sondern erstmals auch Kriterien wie die Liquidität der Fondsgesellschaften“, erläutert Sonja Knorr, Analystin für offene Immobilienfonds bei Scope.

**Vorsicht, Risiken!**

Grundsätzlich risikoreicher als das Kaufen von Fondsanteilen offener Immobilienfonds ist die Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds. Geschlossene Beteiligungen bergen unternehmerische Risiken, die zu einem Totalverlust des eingesetzten Kapitals, eventuell sogar zu Nachschusspflichten führen können. Vielen Anlegern ist die Pleite der Falk-Fonds in Erinnerung, bei der viele Anleger ihr eingesetztes Kapital verloren haben. Schon die juristische Beteiligungsform kann Auskunft über die potenziellen Risiken geben. Im Regelfall erfolgt die Beteiligung bei geschlossenen Fonds als Kommanditist. In diesem Fall ist die Haftung auf das eingesetzte Kapital begrenzt. Beteiligungen in Form einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts beinhalten ein ungleich höheres Risiko, da hier der Gesellschafter mit seinem gesamten Privatvermögen haftet. An amerikanischen Fonds erfolgt die Beteiligung meist in Form einer Limited Partnership (L.P.), die der Beteiligung als Kommanditist ähnelt. Grundsätzlich sollten Investoren davon ausgehen, dass Fondsanteile bis zum Laufzeitende des Fonds gehalten werden. Mittlerweile hat sich aber auch ein Zweitmarkt für geschlossene Fonds an der Börse Hamburg etabliert, der die Veräußerbarkeit der Fondsanteile ermöglicht.

**Betongold in Deutschland und USA**

Bei dem weitgehend unregulierten Markt der geschlossenen Fonds ist ein Blick auf die Ratings der Agenturen besonders hilfreich. Die Beteiligungsgesellschaft Immovation AG platziert in Kürze ihren Immobilienfonds „2. KG“. Von der Ratingagentur Scope wird das Management positiv bewertet. Die Immobilien

INFORMATIONEN IM NETZ

**Websites Anbieter geschlossene Immobilienfonds**

- [www.immovation-ag.de](http://www.immovation-ag.de)
- [www.jamestown.de](http://www.jamestown.de)
- [www.wellsgermany.de](http://www.wellsgermany.de)

**Websites des Verbandes geschlossene Fonds und der Schlichtungsstelle**

- [www.vgf-online.de](http://www.vgf-online.de) (Verband geschlossene Fonds)
- [www.ombudsstelle-gfonds.de](http://www.ombudsstelle-gfonds.de) (Ombudsstelle geschlossene Fonds)

## OFFENE IMMOBILIENFONDS

	WKN	PERF. 1J.	PERF. 3J.	VOLUMEN**	TER
AXA IMMOSELECT	984 645	4,04%	15,52%	3,6 MRD.	0,88%
CS EUROREAL	980 500	5,00%	14,13%	6,3 MRD.	0,70%
DEKA-IMMOBILIEN EUROPA	980 956	3,92%	15,56%	7,2 MRD.	0,66%
DJE REAL ESTATE*	A0B 9GC	-1,04%	7,16%	880 MIO.	1,38%
EURO IMMOFIL	982 001	-3,49%	-3,01%	1,3 MRD.	0,56%
HAUSINVEST EUROPA	980 701	5,23%	17,34%	8,5 MRD.	0,61%
HAUSINVEST GLOBAL	254 473	5,49%	17,15%	1,8 MRD.	0,84%
KANAM GRUNDINVEST FONDS	679 180	5,58%	18,80%	4,1 MRD.	0,69%
MORGAN STANLEY P2 VALUE	A0F 6G8	4,27%	16,10%	1,7 MRD.	0,87%
SEB IMMOPORTFOLIO TARGET RETURN	980 231	7,11%	24,11%	518 MIO.	1,20%
TMW IMMOBILIEN WELTFONDS	A0D J32	5,05%	17,03%	1 MRD.	0,88%
WESTINVEST 1	980 140	2,49%	9,60%	1,7 MRD.	0,70%

\*) Der Dachfonds enthält auch Immobilienaktien; \*\*) in EUR

für diesen Fonds werden ausschließlich in Deutschland erworben. Vom Management wird vor allem auf den möglichst günstigen Einkauf der Immobilien geachtet. Steuerliche Vorteile, die bei Immobilien nur noch im Bereich der Baudenkmalär möglich sind, werden in den Fonds der Innovation AG ebenfalls genutzt. Eine Möglichkeit, sich an einem US-amerikanischen Immobilienfonds zu beteiligen, gibt es beispielsweise mit dem „Jamestown Co-Invest 5“, in den Anleger ab 40.000 USD investieren können. Da der Fonds noch bis September 2009 Geld einsammelt, könnte das der richtige Zeitpunkt für Neuinvestitionen sein. Unter Druck geratene Immobilieneigentümer oder Finanzierungsgeber sind immer mehr zu erheblichen Preiszugeständnissen bereit: „Liquidität hat derzeit einen besonders hohen Wert. Der Fonds verfügt mit seiner Eigenkapitalstärke und der Expertise des Managements über die besten Voraussetzungen, Immobilien zu sehr attraktiven Konditionen zu erwerben und damit von der Krise zu profitieren“, so Markus Derkum, Geschäftsführer der Jamestown Immobilien GmbH. In nächster Zeit wird auch die deutsche Tochter des Fondsanbieters Wells geschlossene Immobilienfonds für deutsche Investoren anbieten. In den USA ist Wells seit knapp 25 Jahren erfolgreich im Be-

reich Gewerbeimmobilien tätig. Auch Waldinvestments werden von der Gesellschaft angeboten. „Amerikanische Investoren verhalten sich sehr flexibel. Nach den starken Kursverlusten an den Aktienmärkten sind Investitionen in Hard Assets wie Immobilien und Forstinvestments gefragt“, erläutert Steve Franklin, Vorstand Vertrieb und Entwicklung Wells Real Estate Funds.

### Immobilienfonds und Steuer

Die unterschiedliche Art der Beteiligung an Immobilien durch offene und geschlossene Fonds führt auch zu unterschiedlichen steuerlichen Auswirkungen für die Anleger. „Bei offenen Immobilienfonds fallen Einkünfte aus Kapitalvermögen an. Diese unterliegen der Abgeltungsteuer. Steuerliche Vorteile für Immobilienvermögen im Ausland kann es durch Doppelbesteuerungsabkommen geben. Bei geschlossenen Immobilienfonds fallen Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung an, in speziellen Fällen können es auch Einkünfte aus Gewerbebetrieb sein. Verkauft der Fondsmanager von offenen Immobilienfonds nach 10 Jahren Haltdauer Immobilien, sind die Erträge aus dem Verkauf steuerfrei, sofern diese an die Anleger ausgeschüttet werden. Die Frist gilt auch bei geschlossenen Fonds, sofern Erträge aus Vermietung und Verpachtung anfallen. Bei gewerblich geprägten Fonds besteht die Steuerpflicht auch nach dem Ablauf der 10-Jahres-Frist“, so Udo Delp, Steuerberater und Kapitalmarktexperte.

### Immobilienaktien

Eine weitere Möglichkeit von Immobilieninvestments sind Immobilienaktien. Börsennotierte Immobilienunternehmen können

&gt;&gt;

Anzeige

**FINANCIAL.DE**  
information you can trust

**Alles Wichtige aus der Welt der Rohstoffe  
und Small Caps erhalten Sie jetzt rund um die Uhr.**

Das Investor Relations-Portal [www.financial.de](http://www.financial.de) informiert Sie täglich aktuell mit exklusiven Rohstoffnews, Marktstudien, Nachrichten, TopStories, Analysen und vielem mehr. Klicken Sie rein und holen Sie sich Ihren Informationsvorsprung! [www.financial.de](http://www.financial.de)

DER MADOFF-SKANDAL

**Schneeballsystem geschmolzen**

Der 50-Milliarden-Dollar-Betrug von Bernard Madoff hat der krisengeschüttelten Finanzwelt einen weiteren herben Schlag versetzt. Madoff galt als alter Hase, der viele Jahrzehnte im Geschäft war und als ehemaliger Chef der Technologiebörse Nasdaq einen großen Vertrauensvorschuss genoss. Das Management versprach Anlegern Renditen von 8% p. a. ohne nennenswerte Schwankungen durch eine Hedgefondsstrategie. Offensichtlich wurden die Renditen nicht erwirtschaftet, sondern nur vorgegaukelt. Auszahlungen wurden mit frischem Geld bestritten. Einen besonders schlechten Beigeschmack bekommt der Betrugsfall dadurch, dass die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC mehrfach bei Madoff geprüft hat, aber offensichtlich nichts Wesentliches zu beanstanden hatte. Nicht nur Großbanken wie UBS und Banco Santander wurden durch Madoff geschädigt. Der bisherige Erfolg der (offensichtlich nicht vorhandenen) Strategie hat auch Dachfondsmanager überzeugt und damit Investments veranlasst. Beispielsweise nahm der Fondsmanager Bernd Greisinger Madoff-Produkte in seine Dachfonds auf. Da die Madoff-Anteile de facto wertlos sind, wurde die Preisfeststellung der Teilfonds ausgesetzt und die Rücknahme der Fondsanteile ausgesetzt.

**Depotbanken in der Pflicht**

Die in den Rechenschaftsberichten aufgeführten Vermögenswerte der Madoff-Fonds sind tatsächlich nicht vorhanden. Eine Schlüsselstellung als Depotbanken der Fonds nehmen irische und luxemburgische Töchter der HSBC ein, die für die Verwahrung und Prüfung des Fondsvermögens zuständig sind. Diese Aufgaben wurden an Dritte weitergegeben, was durchaus branchenüblich ist. Bernd Greisinger sieht allerdings die Aufsichtspflicht der Depotbanken verletzt: „Wenn die Depotbanken Aufgaben an Dritte übertragen, haften sie trotzdem für die ordnungsgemäße Ausführung der Aufgaben. Aus diesem Grund müssen Depotbanken wie HSBC die vom Madoff-Betrug betroffenen Anleger entschädigen. Fonds als Sondervermögen genossen bislang hohes Vertrauen bei den Anlegern. Dieses Vertrauen droht nachhaltig Schaden zu nehmen, wenn auch seitens der Politik nicht mit entsprechenden Regularien Druck ausgeübt

**Seinerzeit, mitten in der Frühstückspause, überkam Bernie Madoff eine grandiose Geschäftsidee....**



wird, die Anleger umgehend zu entschädigen.“ Deutsche Anwälte bereiten Sammelklagen in den USA vor. Ob und wann geschädigte Anleger tatsächlich ihr Geld wiedersehen, steht zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch in den Sternen. Da nach dem Aufdecken des Madoff-Betruges bereits ein weiteres Schneeballsystem im Hedgefondsbereich aufgefliegen ist, stellt sich die Frage, ob Madoff nur die Spitze des Eisbergs ist. ■

*Christian Bayer*

80 Park Plaza in Newark/New Jersey  
Foto: wordstatt GmbH und Wells Real Estate Funds



nen u.a. als steuerbegünstigte REITs (Real Estate Investment Trust), als sogenannte non-REITs und als LPTs (Listed Property Trusts) strukturiert sein. Schwankungsfreudiger als herkömm-

liche offene Immobilienfonds sind Immobiliendachfonds, die auch Immobilienaktien beimischen. Dazu gehört der DJE Real Estate (WKN: A0B 9GC). Im vergangenen Jahr haben die Verluste bei den Immobilienaktien ihre Spuren auch in diesem Fonds hinterlassen. Der Fonds liegt auf Jahressicht knapp im Minus. Eine Möglichkeit, in Immobilienaktien-Indizes zu investieren, bieten ETFs. iShares hat dazu Produkte, die unterschiedliche Regionen und Indizes aus dem Immobiliensektor abbilden, im Angebot. Auf den DJ Stoxx Real Estate 600-Index gibt es auch von Comstage einen ETF (WKN: ETF 074).

**Fazit**

Die Wirtschaftskrise hinterlässt auch bei offenen Immobilienfonds ihre Spuren. Bei einem Langfristszenario mit hoher Inflation sind Sachwerte wie Immobilien eine solide Stütze im Depot. Investoren mit entsprechenden finanziellen Mitteln können durch sorgfältig ausgewählte Beteiligungen über geschlossene Fonds das Portfolio sinnvoll diversifizieren. ■

*Christian Bayer*

# CAPTURA – Directors' Dealings

Gastbeitrag von Marcus Blask, Unabhängiger Finanzberater und Partner der [pma:] concept München GmbH.

## FONDS-SNAPSHOT

WKN: A0N EKY  
 Manager: PEH-Team  
 Volumen: 1,6 Mio. EUR  
 Aufgagedatum: 03.07.2008  
 Typ: Aktienfonds

„Niemand kennt das eigene Unternehmen besser als das eigene Management.“ Diesen Leitspruch macht sich der Captura Directors' Dealings Fonds (WKN A0N EKY) zu Nutze. So ergibt sich das Anlageuniversum des Fonds durch die laufende Auswertung von Insiderkäufen.

### Fondskonzept „Gewinne wie die Insider“

Das Konzept des Captura Directors' Dealings Fonds basiert auf der Erwartung einer überdurchschnittlichen Rendite durch Analyse, Auswertung und Nutzung von meldepflichtigen Directors' Dealings im Rahmen des Investmentprozesses. So ergibt sich das Anlageuniversum auf Basis der Erhebung und Auswertung von Directors' Dealings, die Einzeltitelauswahl anschließend durch einen fundamentalen „Stockpicking-Ansatz“. Das Fondsmanagement investiert also nicht mechanisch nach Insiderkäufen, sondern analysiert grundsätzlich auch die fundamentale Situation der Zielunternehmen. Der Fonds investiert dabei fast ausschließlich in Wertpapiere deutscher Aktiengesellschaften, eine Fokussierung auf Indizes besteht nicht.

### Empirische Studien weisen Überrendite nach

In den USA beschäftigen sich Finanzmarktforscher bereits seit rund 40 Jahren mit dem Phänomen der Überperformance nach Insiderkäufen. Dabei belegen verschiedene Studien, dass Investmentstrategien, die auf der Auswertung von Insidergeschäften basieren, Erfolg versprechend sind. Es lässt sich folglich gegenüber dem Gesamtmarkt eine um 8% bessere Rendite erzielen. Für den deutschen Kapitalmarkt wies z.B. die Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt a.M., in einer Untersuchung aus dem Jahre 2004 für einen Zeitraum von 6 Monaten eine um 9,4% bessere Rendite nach.

### Laufende Auswertung durch die GBC AG

Der Subanlageberater des Fonds, das Augsburger Researchhaus GBC AG, wertet laufend gemeldete Directors' Dealings aus. Zudem erfolgt eine Bewertung der Insiderkäufe nach dem Motto „Insiderkauf ist nicht gleich Insiderkauf“. Es werden z.B. häufige Käufe von Vorständen, die keinem Muster folgen, aussortiert, kauft ein Vorstand erstmalig, so wird dieser Transaktion hingegen ein besonderes Augenmerk zuteil. Eine besondere Indikatorfunktion wird Transaktionen von Aufsichtsräten testiert. Zum Markt-timing berechnet GBC zudem einen eigenen Insiderindikator. Anschließend erfolgt die Bewertung und Einzeltitelselektion anhand der klassischen Fundamentalanalyse.



**Marcus Blask, Dipl.-Kfm.,** ist seit 2003 unabhängiger Finanzplaner und -berater sowie Partner der [pma:] concept München GmbH ([www.pma-bayern.de](http://www.pma-bayern.de)). Zuvor war er Aktienanalyst und schließlich Vermögensberater bei einer bayerischen Großbank. Sein Schwerpunkt innerhalb eines ganzheitlichen Beratungsansatzes liegt in der Portfolio-Optimierung.

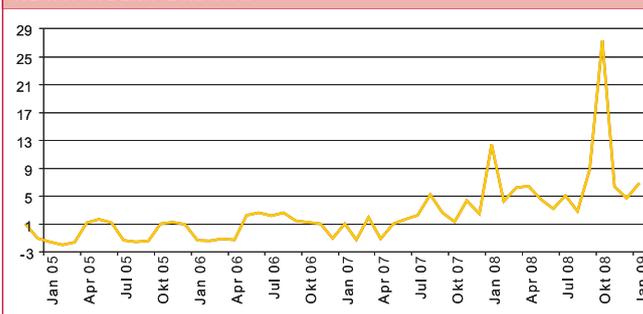
### Wertentwicklung

Der Fonds weist noch eine junge Historie auf und wurde im Juli 2008 aus der Taufe gehoben. Das Resultat im schwierigen Marktumfeld kann sich bereits sehen lassen. So erzielte der Fonds im Jahr 2008 lediglich ein Minus von 10,5%, während die Verluste bei DAX (-24,3%), MDAX (-34,1%) und SDAX (-32,0%) deutlich stärker ausfielen. Damit hat sich die Insiderstrategie eindrucksvoll bewährt.

### Fazit

Der Captura Directors' Dealings Fonds ist noch ein sehr junger Aktienfonds und konnte noch nicht langfristig unter Beweis stellen, dass die Anlagestrategie greift. Da es sich beim Captura Directors' Dealings Fonds um einen reinrassigen Aktienfonds mit speziellem Stockpicking-Ansatz handelt, ist naturgemäß auch zukünftig eine hohe Korrelation mit der Entwicklung der Aktienmärkte zu erwarten. Am Investmentfondsmarkt finden sich bisher nur wenige Anlagekonzepte, die sich dem Thema Directors' Dealings derart profund widmen und nicht nur mechanisch Aktienkäufe nachahmen, sondern zudem in einem weiteren Schritt auch fundamentalanalytisch arbeiten. Damit weist der Fonds konzeptionelle Alleinstellungsmerkmale auf und kann somit als interessante Beimischung in einem ausgewogen diversifizierten Portfolio dienen. ■

GBC-INSIDERINDIKATOR



### WICHTIGER HINWEIS

Dieser Gastbeitrag stellt keine Anlageberatung dar und ersetzt kein individuelles Beratungsgespräch. Das Dokument ersetzt nicht den aktuell gültigen Verkaufsprospekt und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar.

# Gold, Geld und Geduld

Gastbeitrag von Florian Bohnet, DJE Kapital AG

In den vergangenen Monaten wurde wieder einmal eindrücklich unter Beweis gestellt, dass Sell-Side-Analysten und Volkswirte ihre Prognosen viel zu spät der Realität anpassen. Im Durchschnitt wurde, wie üblich, der Gewinnrend der vergangenen Jahre fortgeschrieben und somit die derzeitigen Auswirkungen der Finanzkrise in keiner Weise rechtzeitig erkannt. Wäre die Krise nicht so schwerwiegend, könnten die „revidierten“ Schätzungen (in USA etwa -10%, in Europa rund -30% prognostizierter Gewinnrückgang für die kommenden 12 Monate) in der gegenwärtigen Situation als Kontraindikator gewertet werden.

## Pessimismus führt in die Irre

Doch selbst eine antizyklische Strategie mit Hilfe von Stimmungskindikatoren funktionierte zuletzt nur unbefriedigend. Der monatelang signalisierte Rekordpessimismus war in der Regel ein Fehlsignal und führte in die Irre. Auch über Quartale hinweg zu beobachtende hohe Insiderkäufe belegen, dass Vorstände ebenfalls regelmäßig falschen Annahmen unterliegen. „Nichts scheint unmöglich in dieser Krise, und es kommt immer anders als man denkt!“ wäre ein richtiges, aber unbefriedigendes Fazit. Dass sich Geduld und eine geringe Investitionsquote in einer so unübersichtlichen Marktphase auszahlen können, ist schon praktikabler. Dürfte der Versuch, den „richtigen“ Zeitpunkt für den Einstieg zu finden, bei den meisten Anlegern doch bisher gescheitert sein.

Aus der Sicht eines Investors ist es derzeit schwer möglich, interessante, klar unterbewertete Einzelwerte zu finden, sofern man folgendes Umfeld unterstellt:

- a) Die Gewinnmargen vieler Unternehmen stiegen bis 2007/2008 auf zyklische Rekordniveaus.
- b) Ausgehend von diesem hohen Ertragsniveau laufen die Gewinnrevisionen der Analysten (siehe oben) derzeit vermutlich immer noch der Realität hinterher und dürften noch lange nicht nach unten übertreiben. So erwartet der Großteil der Marktteilnehmer schon spätestens für das 1. Halbjahr 2010 eine konjunkturelle Verbesserung.
- c) Große Erweiterungsinvestitionen sind aufgrund der bestehenden Produktionskapazitäten und der geringen Auslastung für viele Quartale nicht zu erwarten.
- d) Auch die Erwartung vieler Unternehmensvorstände trübt sich zunehmend ein, so dass eher übervorsichtige und keine expansiven Strategien zu erwarten sind.
- e) Selbst wenn überschuldete US-Konsumenten (diese stehen für 20-25% des Welt-BIP) wieder in gewohntem Ausmaß konsumieren wollten, wird es ihnen kaum gelingen, das nötige Geld dafür zu bekommen. Denn erstens gehen ihnen inzwischen die

**Florian Bohnet**, geb. 1980, Dipl. Kfm. (FH), ist seit 2004 bei der DJE Kapital AG in München in der Abteilung Research & Portfolio-konzeption beschäftigt. Einen Schwerpunkt bildet dabei die Fundamentale Unternehmensanalyse sowie die Behavioral Finance. Seit 2008 ist er verantwortlich für den DJE-Vermögensmanagement (ISIN: LU0305675109).



beliehbaren Vermögenswerte aus und zweitens sind Banken derzeit nicht Willens, Kredite zu vergeben.

- f) Die Zurückhaltung der Banken führt weltweit auch bei Unternehmen zu gefährlichen Finanzierungsengpässen.
- g) Die durch Kreditkrisen verursachten Rezessionen dauern erfahrungsgemäß deutlich länger als normale Rezessionen.
- h) Aktuell befinden wir uns sogar in einer Verschuldungskrise noch nie da gewesenen Ausmaßes.
- i) Weltweite Massenentlassungen und die Effekte einer wahrscheinlich deutlich steigenden Arbeitslosigkeit werden sich mit einiger Zeitverzögerung im Konsum niederschlagen.

## Ein weiter Weg

Zugegeben, dies ist eine Aneinanderreihung von Negativpunkten, und eigentlich sollte man kaufen, wenn die Nacht am dunkelsten ist. Doch trotz aller weltweiten Anstrengungen der Notenbanken und Regierungen ist es schwer, an eine schnelle Lösung der Probleme zu glauben. Die zeitliche Verzögerung, die z.B. durch die Planung und Vergabe diverser Infrastrukturmaßnahmen entsteht, wird wahrscheinlich auch dieses Mal dazu führen, dass die Maßnahmen (sofern sie überhaupt groß genug sind) zu spät wirken. Zudem ist fraglich, ob die westlichen „Servicegesellschaften“ durch solche punktuellen Maßnahmen überhaupt ausreichend stimuliert werden können.

## Fazit

So lange der „Kredit“-Treibstoff der Wirtschaft durch die Banken versagt wird und Immobilienpreise in den USA weiter fallen, ist an Gewinnsteigerungen der Unternehmen nicht zu denken. Substanzstarke Aktien/Aktienfonds und Sachwerte wie Gold sind neben hohen Barreserven und Geduld vermutlich die vernünftigste Empfehlung. ■



# Fonds-Musterdepot

## Des Aufgalopps zweiter Teil

In der vergangenen Ausgabe hatten wir eine Hälfte des Fonds-Musterdepots vorgestellt. Komplettiert wird das Fondsdepot um einige prominente Köpfe, deren Konzepte und Produkte wir nicht umsonst im Rahmen der Fonds-Rubrik verfolgen.

### DJE macht Appetit

An vorderster Front steht selbstverständlich Dr. Jens Ehrhardt (DJE), der mit seinem Unternehmen zur größten unabhängigen Vermögensverwalter-Boutique in Deutschland aufgestiegen ist. DJE ist eine richtige Marke für antizyklisches Fondsmanagement geworden. Der analytische Unterbau bei DJE ist die FMM-Methode. Diese berücksichtigt fundamentale, monetäre und markttechnische Faktoren. Jens Ehrhardt und sein Team bauen auf diesen Indikatoren basierend ihre Portfolios zusammen und setzen hier wie da gezielt Schwerpunkte in der Produktpalette. Zum Beispiel im Segment Agrarrohstoffe und Ernährung. Für Jens Ehrhardt sind Agrarrohstoffe für steigende Notierungen prädestiniert. Jedes Jahr kommen 80 Mio. Erdenbürger hinzu, die alle ernährt werden wollen. Diese zusätzliche Nachfrage wird begleitet von schrumpfenden und bisweilen extrem ausgebeuteten Agrarflächen wie in Australien und den Agrarsubventionen im Westen, die eine Produktion in vielen Teilen der Welt, vor allem in den Emerging Markets, schlichtweg unrentabel machen. Die Welt verlangt also höhere Agrarpreise – und wird sie früher oder später wohl auch bekommen. Da Smart Investor diese Meinung teilt, setzen wir auf den DJE Agrar & Ernährung, der zum Jahresausklang 2008 zu 56% in Aktien investiert war und dessen größte Positionen Syngenta [CH], K+S [D], Unilever [NED], Monsanto [USA] und KWS Saat [D] sind. Regional bil-

den Deutschland mit 25% sowie die USA (14%), Schweiz (14%) und Frankreich mit 11% die Schwerpunkte.

### Portfolios mit System

Bei Willi Brand von HWB lässt sich derlei Konzentration auf eine Branche nicht finden. Sein Fonds, der HWB Portfolio Plus, setzt zunächst auf ein nach fundamentalen Kriterien strukturiertes Portfolio. Hierin finden sich beispielsweise Aktien von Unternehmen wie K+S, Sino Forest oder McDonald's. Dies zeigt, wie stark Brand auf Marktposition und Wachstumshistorie bei seinen Investments setzt. Der Clou bei Brands Ansatz ist aber das von ihm selbst entwickelte Absicherungssystem. Je nach Signal sichert er konsequent über Futures ab. Generiert das System im kurzfristigen Bereich ein Verkaufssignal, dann wird für ein Drittel des Depots ein Rettungsnetz aufgespannt. Entsprechend wird das Risiko aus dem Portfolio komplett herausgenommen, sobald kurz-, mittel und langfristige Verkaufssignale bestehen. Ebenfalls auf einen Schutzmechanismus baute Alexander Kapfer in seinem Fonds FIVV Aktien Universal. Schon seit Sommer 2007 war ihm die Situation an den Aktienmärkten nicht mehr geheuer. Entsprechend baute er Cash auf und sicherte die Kursrisiken der verbleibenden Aktienpositionen per Optionen ab (s. Abb. 2, nächste Seite). Dies machte sich bezahlt, als die Märkte in den Sinkflug übergingen

und Kapfer damit sukzessive besser als der Gesamtmarkt abschnitt. Der Fondslenker aus München ist bekannt für seine klaren Worte und hat auch kein Problem damit, als einer der wenigen Pessimisten vor Kursrückgängen zu warnen.

### Computergesteuerte Strategie

Solch eine Position muss Hendrik Klein von DaVinci Invest erst gar nicht einnehmen. Denn sein Hedge- >>



## Wieder die falschen Geschenke unter dem Baum?

Das passiert Ihnen mit uns nicht. Bei Konzeption und Umsetzung Ihres Geschäftsberichts orientieren wir uns klar an Ihren Bedürfnissen.

interstruct bietet Ihnen exklusives Design auf zeitgemäßem Preisleistungsniveau.

### KONTAKT

E: [info@interstruct.com](mailto:info@interstruct.com)  
 I: [www.interstruct.com](http://www.interstruct.com)  
 T: +30 (0) 44 31 84-0

Ihre Ansprechpartnerin: Mareile Hörstrup



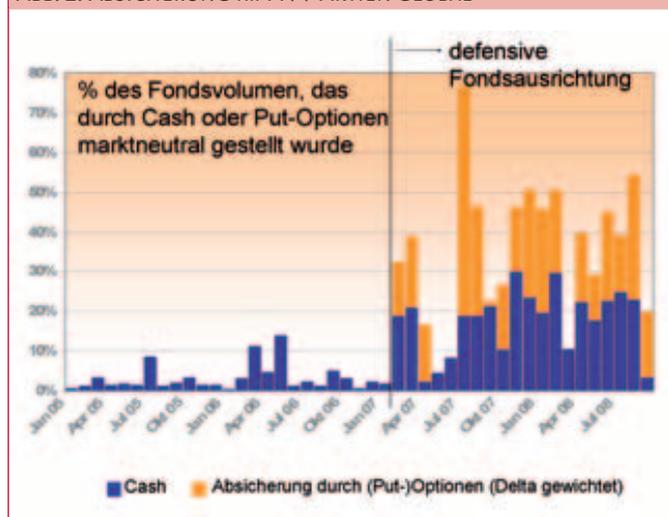
MUSTERDEPOT (START: 01.01.2009 MIT 100.000 EUR)

STICHTAG: 23.1.2009

PERF.: SEIT JAHRESANFANG: -4,6% (MSCI WELT: -5,2%), GGÜ. VORMONAT: -4,6% (MSCI WELT: -5,2%), SEIT DEPOTSTART: -4,6% (MSCI WELT: -5,2%)

	WKN	FOKUS	ANTEILE	KAUF		KURS	WERT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE	
				DATUM	ZU				VORMONAT	SEIT KAUF
BLACKROCK WORLD MINING	A0B MAR	MINENAKTIEN	400	02.01.09	24,28	23,54	9.416	9,9%	-3,0%	-3,0%
DAVINCI ARBITRAGE FUND	A0LA72	HEDGEFONDS	70	02.01.09	132,44	135,06	9.454	9,9%	2,0%	2,0%
DB X-TRACKERS FTSE XINHUA 25	DBX 1FX	TOP25 CHINA	500	02.01.09	15,06	13,08	6.540	6,9%	-13,1%	-13,1%
DJE AGRAR & ERNÄHRUNG	A0N GGC	AGRARROHSTOFFE	100	02.01.09	77	75,51	7.551	7,9%	-1,9%	-1,9%
FIVV AKTIEN GLOBAL	979 086	GLOBAL	200	02.01.09	51,34	51,78	10.356	10,9%	0,9%	0,9%
HWB PORTFOLIO PLUS	A0L FYM	GLOBAL	100	02.01.09	82,87	82,12	8.212	8,6%	-0,9%	-0,9%
ISHARES DJ STOXX AMERICAS 600 REAL ESTATE	A0H 076	IMMOBILIEN USA	1.000	02.01.09	7,25	6,75	6.750	7,1%	-6,9%	-6,9%
JULIUS BÄR GLOBAL HIGH YIELD	164 225	UNTERNEHMENSANL.	100	02.01.09	76	80,82	8.082	8,5%	6,3%	6,3%
LYXOR LEVDAX	LYX 0AD	DAX GEHEBELT	250	02.01.09	28,51	20,79	5.198	5,4%	-27,1%	-27,1%
PICTET WATER	933 349	WASSER	75	02.01.09	105,2	105,43	7.907	8,3%	0,2%	0,2%
RAIFFEISEN OSTEUROPA	973 205	OSTEUROPA	75	02.01.09	121,2	115,1	8.633	9,1%	-5,0%	-5,0%
VALUE HOLDINGS CAPITAL PARTNERS FUND	A0B 63E	VALUE INVESTING	5	02.01.09	1.437,51	1.239,73	6.199	6,5%	-13,8%	-13,8%
FONDSBESTAND							94.297	98,9%		
LIQUIDITÄT							1.087	1,1%		
GESAMTWERT							95.384	100,0%		

ABB. 2: ABSICHERUNG IM FIVV-AKTIEN GLOBAL



Stand: 30.9.2008; Quelle: FIVV

fonds DaVinci Arbitrage Fund setzt computergestützt via börsegehandelter Optionen auf einzelne Märkte. Dabei ist der Fonds stets marktneutral aufgestellt, zu einer Long-Position existiert also immer auch eine Short-Position. Dabei werden an einzelnen Tagen Positionen bis zu 100mal angepasst. Der Fonds eignet sich für Anleger, die keine Meinung zu einem oder mehreren Märkten haben, sondern dem Team um Klein zutrauen, überall auf der Welt Ineffizienzen aufzuspüren und in Rendite umzumünzen. Da die Redaktion schon einige Male Fragen zur Handelbarkeit des DaVinci Arbitrage Fund erreichten, wollen wir an dieser Stelle auch dazu die Fakten nachreichen. Am einfachsten ordern Anleger die Anteile per Zeichnungsschein, die direkt bei DaVinci erhältlich sind. Dies ist laut Auskunft von Hendrik Klein der gangbarste und kostengünstigste Weg. An der Fondsbörse in Hamburg wird der Fonds leider nicht gehandelt. Wer dennoch über seine Hausbank kaufen möchte, muss die Kaufspesen der Bank mit auf der Rechnung haben.

## Anleihen und Immobilien runden ab

Schließlich haben wir mit dem Julius Bär Global High Yield und dem iShares Americas 600 Real Estate ETF zwei Ideen ins Depot gepackt, die einen längeren Atem brauchen und durchaus als „Würze im Depot“ interpretiert werden können. Hinter dem Global High Yield stecken Unternehmensanleihen, die im Zuge der Finanzkrise arg gelitten hatten. Derzeit implizieren die Renditeaufschläge bei Unternehmensbonds, dass etwa ein Fünftel der Emittenten Pleite gehen würde. Für Europa liegen die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen im Investmentbereich im Vergleich zu Staatsanleihen bei 450 Basispunkten im Vergleich zu 88 Basispunkten im historischen Durchschnitt. Dies belegt den Irrationalismus, der an den Börsen momentan sein Unwesen treibt. Beim iShares-ETF auf amerikanische Immobilienwerte setzt Smart Investor darauf, dass das Größte nach zwei Jahren Baisse in den Kursen eingearbeitet ist. Abermals schlechte Nachrichten könnten zwar weiter aufs Gemüt drücken, aber dieser ETF ist ein Versuch, antizyklisch und vor allem frühzeitig bei Immobilienaktien zum Zug zu kommen.

## Käufe nach Möglichkeit über die Börse

Unsere Orders wickeln wir über die Fondsbörse Hamburg ab. Bei einer Order über die Börse fällt kein Ausgabeaufschlag an. Einzig der Spread sowie die Maklerspesen müssen verbucht werden. Wir veranschlagen pro Kauf und Verkauf jeweils 0,75% an Kosten, damit fallen pro Transaktion (Kauf und Verkauf) 1,5% pauschal an. Dort wo ein Kauf über die Börse nicht möglich ist, zum Beispiel beim Julius Bär-High Yield-Fonds, orientieren wir uns am Preis, den die KAG „aufruft“. Ferner werden wir künftig in regelmäßigen Abständen über das Fonds-Musterdepot berichten.

## Fazit

Unser Fonds-Musterdepot ist diversifiziert aufgestellt und berücksichtigt Makro-, Mikro- und Alternative Strategien. Dazu misst es sich mit dem MSCI Welt-Index (auf Euro-Basis), wobei der Ansporn darin liegt, kontinuierlich Outperformance gegenüber der Messlatte aufzubauen. Uns bleibt nur eines zu sagen: Möge der Zweikampf beginnen!

Tobias Karow



## Die Zombies kommen

*Die Unternehmenslandschaft wird sich in den kommenden Jahren sehr stark verändern, leider nicht zum Besseren.*

Als wir im Juli-Heft auf die anstehende Krise im Bankensektor hindeuteten und damals behaupteten, dass die europäischen Kreditinstitute noch unter die Räder kommen würden, hatten wir Sie und uns schon auf Schlimmes eingestellt – übrigens damals als einziges Börsenmagazin in Deutschland. Dass es dann aber so schnell und so heftig kam, hat selbst uns überrascht, ja vielmehr schockiert. Denn das, was sich derzeit in Europas Bankenlandschaft abspielt und einige Wochen vorher schon in den USA abgespielt hat, deutet auf nichts anderes als den Anfang vom Ende dieses Finanzsystems hin.

Das Eigenkapital von vielen Instituten ist in den zurückliegenden Monaten schlicht und ergreifend verdampft. Man denke an Hypo Real Estate hierzulande, oder HBOS und Royal Bank of Scotland in Großbritannien, die drei großen isländischen Institute und viele andere. Bei uns in Deutschland machte jüngst die Commerzbank Schlagzeilen, da sich der Staat mit einem absolut überzogenen Kaufpreis nun ein Viertel der Anteile und eine Sperrminorität am zweitgrößten hiesigen Institut sicherte. Damit ist unsere These vom Sommer schon auf dem besten Wege



Smart Investor warnte frühzeitig vor dem Desaster in der europäischen Bankenlandschaft.

sich zu realisieren, nämlich: Das gesamte europäische Bankenwesen steuert mit großem Tempo auf eine Verstaatlichung zu.

### Verstaatlichung von Banken

Jawohl, wir gingen damals und wir gehen nach wie vor davon aus, dass alle Banken dereinst unter staatlicher Kuratel stehen werden, auch z.B. eine Deutsche Bank, deren Chef Joe Ackermann sich bisher gegen jegliche öffentliche Hilfe sperrt, der jedoch erst unlängst für das letzte Quartal 2008 einen dramatischen Verlust von fast 5 Mrd. EUR berichten musste (was in etwa einem Siebtel des Eigenkapitals entspricht) und damit der Verstaatlichung ein Stück näher gerückt ist. Aber was bedeutet es, wenn der Staat das Sagen hat? Aus

marktwirtschaftlicher Sicht werden damit Zombies\* geschaffen, gemeint sind damit Unternehmen, die eigentlich bereits untergegangen sein müssten, aber durch den Eingriff des Staates am Leben erhalten werden. Daraus ergeben sich einige Implikationen, die wir im Nachfolgenden erläutern wollen. Erstens: Im privatwirtschaftlichen Sinne erlischt das Eigenleben dieser Firmen, was an dem auf nahezu Null fallenden Aktienkurs ersichtlich wird. Denn die enorme Kapitalzufuhr wird letzten Endes nur durch Kapitalerhöhungen geschehen können, die durch den Staat gezeichnet werden, womit eine dramatische Verwässerung aller bisherigen Aktionäre erfolgt. Das bedeutet: Aus Aktionärssicht sind alle Firmen oder auch Branchen, die unter dem Verdacht stehen, irgendwann zu Zombies zu werden, strikt zu meiden. Das jüngste Beispiel ist die Aktie der Commerzbank, deren Kurs zuletzt auf unter 3 EUR sank.

### Willenloser Gehilfe

Aus Sicht der Volkswirtschaft und des Staates kann ein Zombie zu einem willenlosen und damit auf den ersten Blick zu einem nützlichen Sklaven umfunktioniert werden. Dies sei abermals am Beispiel der Commerzbank aufgezeigt: Derzeit besteht ja die Hauptgefahr für die Realwirtschaft (= Nicht-Finanzwirtschaft) darin, dass die Krise im Finanzsektor auf sie überspringt, was in vielen Branchen auch tatsächlich schon der Fall ist. Denn aufgrund der enormen Unsicherheit an den Märkten weigern sich die Banken in vielen Fällen, Kredite an Unternehmen zu vergeben, und schnüren diesen damit teilweise die lebensnotwendige Kapitalzufuhr ab. Hier nun hat der Staat mit der Commerzbank sozusagen eine offene Flanke im Kredit-Verweigerungs-Bollwerk gefunden. Wie der Zufall es will, ist die Commerzbank samt der erworbenen Dresdner Bank – anders als beispielsweise die Deutsche Bank – insbesondere bei Mittelständlern ein wichtiger Kapitalgeber. Künftig kann die Kredit-

>>

\*) Der Begriff „Zombie“ bezeichnet einen „Untoten“. Vor allem in Voodoo-Religionen, wie sie sehr stark auf Haiti praktiziert werden, glaubt man an dieses Phänomen. Demnach wird in schwarzmagischen Ritualen und unter Einsatz von Drogen ein Mensch in einen scheinbaren Zustand versetzt und anschließend wieder zum Leben erweckt. Ab dann gilt er als Untoter, der nicht mehr sterben kann und seinen Herren absolut willenlos für jede Art von Dienst zur Verfügung steht. Die Figur des Zombies wurde bereits seit mehr als 80 Jahren in unzähligen Büchern und Filmen behandelt, wobei sie erstmalig in den populären Horrorspektakeln des US-Regisseurs George Romero Anfang der 70er Jahre zu einem aggressiven Kannibalen mutierte.



Der Kurs der Commerzbank-Aktie ist in den letzten Wochen auf unter 3 EUR total zusammengebrochen.

vergabe daher per staatliche Order forciert werden. Dies kann sogar soweit gehen, dass künftig Kredite an Unternehmen vergeben werden, die es unter kaufmännischen Aspekten nicht verdient hätten. Und wenn man es richtig anstellt, könnte sich mit dem „Einfallstor“ Commerzbank in die private Bankenwelt sogar eine Kettenreaktion auslösen lassen. Nämlich dann, wenn sich aufgrund des so geschürten Wettbewerbsdrucks auch andere noch private Banken zu mehr Kreditvergabe-Aktivitäten hinreißen lassen würden. Denn bedenken wir eines: Banken leben davon, Kredite zu vergeben. Und letztendlich herrscht ja keine Geldknappheit, nur das Fließen des üppig vorhandenen Geldes ist derzeit nicht gegeben.

**Crack-up-Boom**

Wie in der letzten Ausgabe im Kapitalmarktausblick 2009 erläutert, geht Smart Investor für die kommenden Jahre von deutlich steigenden Aktien- und Rohstoffpreisen aus. Diese dürften unserer Ansicht nach durch einen Wirtschaftsboom befeuert werden, der sich nahezu gänzlich nur noch aus staatlichen Eingriffen in die Privatwirtschaft ergibt. Im Zuge eines solchen Booms wird sich einerseits die Staatsquote, also der Anteil des Staates am gesamten wirtschaftlichen Geschehen, dramatisch erhöhen. Andererseits wird auch die Geldmenge explodieren, da der Staat mit neuen Schulden in gigantischer Größenordnung Missstände zu bekämpfen versucht. Und die Ausweitung der Schuldenmenge geht nun einmal mit der Ausweitung der Geldmenge einher. All diese Entwicklungen können weder als nachhaltig noch als gesund betrachtet werden und werden folglich zu einer inflationären Explosion des gesamten Finanzsystems führen – wir sprechen daher vom sogenannten Crack-up-Boom. In diesem Zusammenhang sei auch auf den hervorragenden Beitrag von Thomas Spoerer zum Thema Konjunktur ab S. 27 hingewiesen, in welchem er ebenfalls von einer baldigen unteren Wende ausgeht. Wir beobachten und schätzen Herrn Spoerer und seine Arbeit seit vielen Jahren und wollen sogar behaupten, dass er mit der Entwicklung seines KID-Indikators den bekannten Konjunktur-Forschungsinstituten in Sachen Prognosequalität deutlich voraus ist.

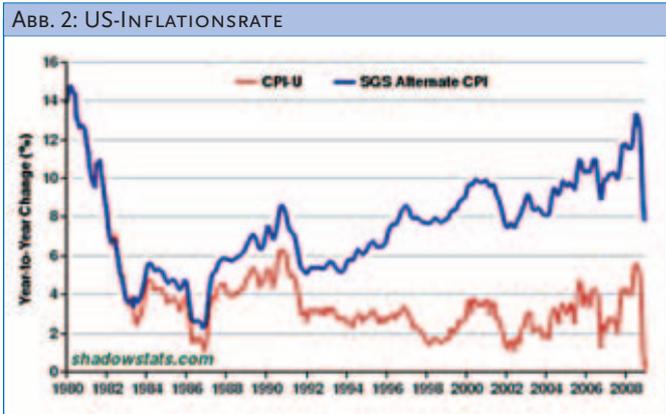
**Deflation versus Inflation**

Natürlich steht unsere optimistische Sicht von Wirtschaft und Börse in völligem Gegensatz zur derzeit fast schon gebetsmühlenartig verbreiteten Deflationstheorie. Demnach sollen die Geldmengen bereits

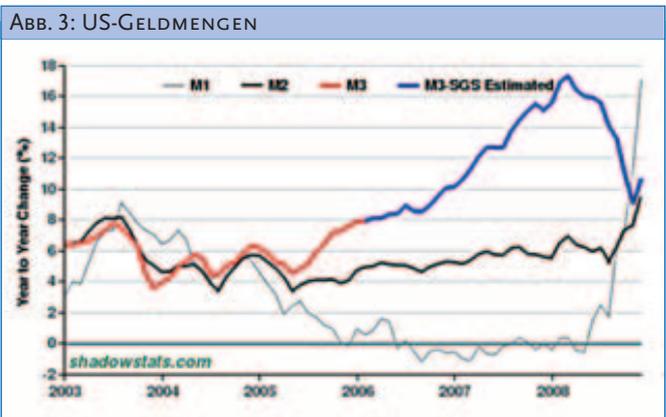
im Sinken begriffen und die Preise am Fallen sein. Aber ist denn das wahr? Wie Abb. 2 verdeutlicht, ist der amerikanische Konsumentenpreisindex (= CPI; rote Linie) zuletzt tatsächlich unter Null gefallen, was Deflation bedeuten würde. Allerdings wurden die Berechnungsmethoden für den CPI in den letzten 20 Jahren so oft in schönerer Weise geändert, dass man an seiner Richtigkeit durchaus Zweifel haben kann. Eliminiert man wieder alle bisherigen Änderungen der Berechnungsmethoden aus dem CPI, so wie dies John Williams von Shadow Government Statistics ([www.shadowstats.com](http://www.shadowstats.com)) tut, so ergibt sich nämlich ein ganz anderes Bild (blaue Linie). Demnach wäre die Teuerung zuletzt zwar ebenfalls sehr stark zurückgegangen, nämlich von über 13 auf unter 8%. Sie läge aber eben immer noch im deutlich positiven Bereich. Nun muss man ganz klar feststellen, dass es DIE richtige Inflationsrate nicht geben kann. Es handelt sich hierbei um statistische Durchschnittsbetrachtungen, die mehr oder weniger stark manipuliert werden können. Das bedeutet aber, dass auch die offizielle Darstellung der Teuerung hinterfragt werden muss. Vereinfachter Weise gehen wir von einem Mittelwert beider Betrachtungen aus und kommen immer noch auf einen Wert von ca. 4% Teuerung pro Jahr.

**Die Sache mit der Geldmenge**

Und auch hinsichtlich der Geldmenge wird derzeit viel Unsinn herumgereicht. Wie Abb. 3 zeigt, explodierte das Wachstum der Geldmenge M1, welche alles Bargeld umfasst, während der Finanzkrise regelrecht von etwa 0 auf über 16% p.a. Dies ist mit der verstärkten



Während die offizielle US-Inflationsrate (CPI-Index) im Dezember auf unter null ging, notiert die von Shadow Government Statistics (SGS) geschätzte Teuerung bei immer noch 8% p.a.



Die Veröffentlichung der amerikanischen Geldmenge M3 (rote Linie) wurde Anfang 2006, kurz vor dem Amtsantritt Ben Bernankes, eingestellt. Seither wird sie von Shadow Government Statistics (SGS) geschätzt (blaue Linie). Demnach legt M3 immer noch mit einer Jahresrate von etwa 8% zu – trotz allem Deflationsgerede.



Bargeldhaltung der Wirtschaftssubjekte im Zuge der Finanzkrise zu erklären. Viel interessanter aber ist das Geldmengenaggregat M3 (erst rote, und ab Anfang 2006 blaue Linie), in welchem auch Kontokorrent-, Sicht- und Spareinlagen enthalten sind. Sicherlich ist es richtig, dass das Wachstum während der Krise deutlich zurückgegangen ist, aber es handelt sich eben immer noch um ein hohes Wachstum von fast 11% p.a. Eine Deflation jedoch ist durch fallende Geldmenge und/oder fallende Preise gekennzeichnet. Weder das eine noch das andere ist unserer Ansicht nach derzeit gegeben.

#### Zurück zu den Zombies

Wie wir gesehen haben, können Zombies zur Erlangung eines Crack-up-Booms „wertvolle“ Dienste leisten. In diesem Zusammenhang ist auch auf den ehemals geplanten Stellenabbau von 9.000 Mitarbeitern bei der Commerzbank einzugehen, durch welchen das Institut seine überzogene Kostenstruktur wieder in den Griff bekommen wollte. Im Zuge des Staatseinstiegs bei der CoBank werden nun aus der Politik Stimmen laut, diesen Stellenabbau erst einmal zu verschieben. Schließlich würde man in der derzeitigen Krise damit nur Öl ins Feuer gießen. Kurzum: Eine Zombie-Bank bietet zunächst nur Vorteile: Die Kreditvergabe an bedürftige Unternehmen lässt sich ankurbeln und Arbeitsplätze werden gesichert. Na bravo! Smart Investor geht aufgrund dieser „Vorteile“ auch davon aus, dass das „Erfolgsmodell Verstaatlichung“ in nächster Zeit Schule machen wird, auch außerhalb des Bankensektors.

#### Über das bittere Ende

Allerdings hat jede Medaille auch eine Rückseite. Und wenn man mit dem Teufel einen Pakt schließt, wie dies bei der Kreation eines Zombies der Fall ist, so muss man garantiert mit einem bitteren Ende rechnen. Dies könnte in unserem Beispiel so aussehen: Eine Zombie-Bank wird keine kaufmännischen Maßstäbe mehr anlegen, d.h. nur noch Verluste erwirtschaften, die jedoch staatlicherseits immer wieder ausgeglichen werden. Damit aber bekommen alle anderen Banken, die noch nicht am Staatstropf hängen, ein Problem. Schließlich haben sie jetzt mit Konkurrenten zu tun, die andere Ziele verfolgen als sie selbst, nämlich die Gewinnerzielung. Damit kommt es zu einer Verzerrung des Wettbewerbs, im Zuge dessen auch die noch nicht verstaatlichten Banken Verluste erwirtschaften werden. Folglich werden diese über kurz oder lang ebenfalls um Staatshilfe bitten, womit dann die nächsten Zombies entstehen. Also: Der Prozess ist nicht mehr aufzuhalten, sobald ein großer Zombie geschaffen wurde. In letzter Konsequenz wird die gesamte verstaatlichte Branche dann nur noch wahllos Kredite zu nicht marktgerechten Konditionen vergeben, kein Augenmerk mehr auf die Kosten legen und damit regelmäßig enorme Verluste erwirtschaften. Bald ist diese Zombie-Branche dann im Sozialismus angelangt.

#### Der Zombie-Virus geht um

Im Übrigen ist das hier Gesagte nicht nur auf die Bankenwelt beschränkt. Wir erleben derzeit hautnah, wie auch der Automobilsektor in die gleiche Falle tappt. Die drei US-Hersteller sind ohne Staatshilfe mittlerweile schon nicht mehr lebensfähig, weshalb sie bereits jetzt teilweise und bald vollständige Zombies sein werden – dem neuen US-Präsident Obama wird gar nichts anderes übrig bleiben, als die 2008 begonnenen finanziellen Stützungsmaßnahmen 2009 mit gesteigertem Tempo fortzuführen. Damit aber bekommen andere Hersteller wie der japanische Branchenprimus Toyota, der 2008 seinen ersten Verlust seit mehr als 70 Jahren erleiden wird, ebenfalls Probleme. Gleiches gilt natürlich für die deutschen Produzenten. Dadurch, dass schwache Marktteilnehmer künstlich am Leben erhalten werden, schadet man den starken, weshalb diese zumindest längerfristig ebenfalls zu Zombies gemacht werden. Nach und nach werden jedoch auch andere Branchen von diesem Virus befallen, weshalb ganze Volkswirtschaften zu Zombies mutieren. Wir Deutschen >>

Anzeige

**ARGENTUMINVEST**  
G M B H

EDELMETALLHANDEL  
MÜNZEN UND BARREN

UNABHÄNGIGE  
WERTPAPIERBERATUNG

FONDSVERTRIEB  
SAL. OPPENHEIM



**ARGENTUMINVEST GmbH**  
Finkenstraße 19  
94315 Straubing

Tel: 09421 / 568899-0  
Fax: 09421 / 568899-4

info@argentuminvest.de  
www.argentuminvest.de

Wir bitten Sie um  
vorherige Terminabsprache.

**Ihre Spezialisten für Edelmetalle und Rohstoffe**



„WirtschaftsWoche“ Nr. 4 vom 19.1.2009

hatten mit der DDR bzw. mit dem gesamten Ostblock bis vor zwei Jahrzehnten solche Zombie-Länder direkt vor der Haustüre. Insofern sollte gerade uns umso klarer vor Augen sein, wohin dieser eingeschlagene Weg führen wird. Auch die WirtschaftsWoche hat in ihrer jüngsten Ausgabe dieses Thema aufgegriffen.

**Euro: Krise am Horizont**

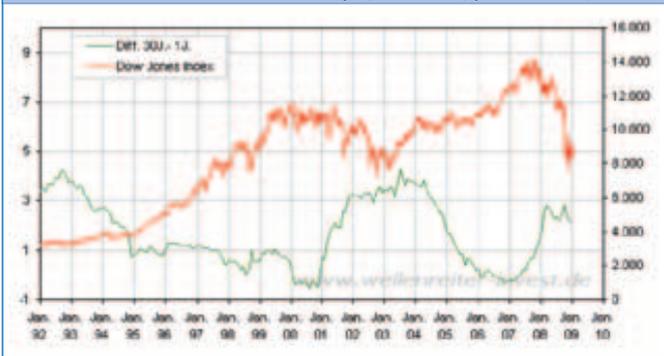
Wie unsere Titelgeschichte in dieser Ausgabe zeigt, ist gerade

für den Euro und Europa in nächster Zeit mit Ungemach zu rechnen. Das ganze Gebilde steht – um es mit Prof. Starbatty zu sagen – vor einer Zerreißprobe, im Zuge derer es vermutlich noch zu dramatischen und heute kaum auszudenkenden Entwicklungen kommen wird. Dabei gehen wir wie unsere Gastautoren Dr. Markus Stahl und Karl Steinhart (ab S. 6) sowie Alex Hirsekorn (S. 57) davon aus, dass der Euro auch gegenüber dem US-Dollar verlieren wird. Wenngleich wir unserem Interviewpartner Bill Engdahl zwar in fast allen Punkten zustimmen, so möchten wir ihm bezüglich der Auswirkungen auf den Wechselkurs Euro/Dollar damit jedoch widersprechen.

**Die Bullen sind los!**

An den Aktienbörsen herrscht weiterhin Tristesse. Dabei wurden die letzten Kursverluste insbesondere durch die gewaltigen Schief lagen bei den Banken verursacht. So dramatisch die Lage in diesem Sektor auch sein mag, so wenig ist aus Gesamtmarktsicht vom jetzigen Niveau noch viel Negatives für die Märkte zu erwarten. Denn das Gewicht aller Banken beträgt z.B. im DAX nur mehr etwas über 2%, in anderen Ländern ist es ähnlich gering. Damit können die Banken börsentechnisch kaum noch Unheil anrichten, und volkswirtschaftlich ist ihnen der Zombie-Status über kurz oder lang ohnehin sicher. Bleibt für uns die Frage, wohin die Aktienbörsen in ei-

ABB. 4: ZINSSPANNE US-ANLEIHEN (30J. MINUS 1J.) UND DOW JONES



Eine große Zinsspanne zwischen 30jährigen und 1jährigen Anleihen (entspricht einer steilen Zinsstruktur) deutet auf wirtschaftliche Erholung und damit auf steigende Aktienkurse hin.

nem solchen Umfeld gehen können. Im Prinzip geben wir die Antwort darauf schon seit unserer Ausgabe 11/2008, welche mit „Die Bullen sind los!“ titelte. Prinzipiell sehen wir in der jetzigen Situation Kaufkurse an den Weltbörsen, jedoch mit der Einschränkung, dass Zombie-Branchen tabu sind.

**Die Zinsstruktur legt Bullenmarkt nahe**

Wie in den letzten Ausgaben immer wieder herausgearbeitet, sehen wir in der derzeitigen ausgebombten Konstellation an den Aktienmärkten eine exzellente Einstiegschance, wie man sie nur alle fünf bis zehn Jahre bekommt. Diesen Umstand verdeutlicht auch Abb. 4, welche für die vergangenen 18 Jahre oben den S&P 500 Index und unten die Renditedifferenz zwischen 30- und 1-jährigen US-Staatsanleihen darstellt. Je größer die Differenz bzw. je steiler die Zinsstruktur am langen Ende des Laufzeitspektrums ist, desto geeigneter erscheint der Zeitpunkt, um Aktien zu kaufen – und umgekehrt: Eine flache Zinsstruktur impliziert Gefahr für den Akti-



enmarkt. Insofern erscheint jetzt eine hervorragende Zeit zum Investieren. Was steckt dahinter? Je mehr ein Gläubiger bereit ist, für langfristige Verschuldung deutlich mehr Zins zu bezahlen als für kurzfristige, desto mehr ist dies Ausdruck einer zukünftig anziehenden Konjunktur und damit auch steigender Aktienmärkte.

**Fazit**

Aus dem Entstehen von Zombie-Banken ziehen wir zwei Schlüsse: Erstens kann dadurch akut ein Kollaps des Systems verhindert werden. Die Folge davon wird ein Crack-up-Boom mit gravierender Inflation in den kommenden Jahren sein. In Antizipation dessen dürfte schon bald ein neuer Bullenmarkt und zum Ende hin eine abermalige Börsenblase bei Rohstoffen und Aktien entstehen. Zweitens wird sich das Finanzsystem mitsamt seinen dann geschaffenen Zombie-Unternehmen irgendwann selbst ad absurdum führen, spätestens dann, wenn ein Großteil der Unternehmenslandschaft verstaatlicht sein wird. Allerdings rechnen wir damit erst in einigen Jahren.

Ralf Flierl



# Anteil der sicheren Anlagen

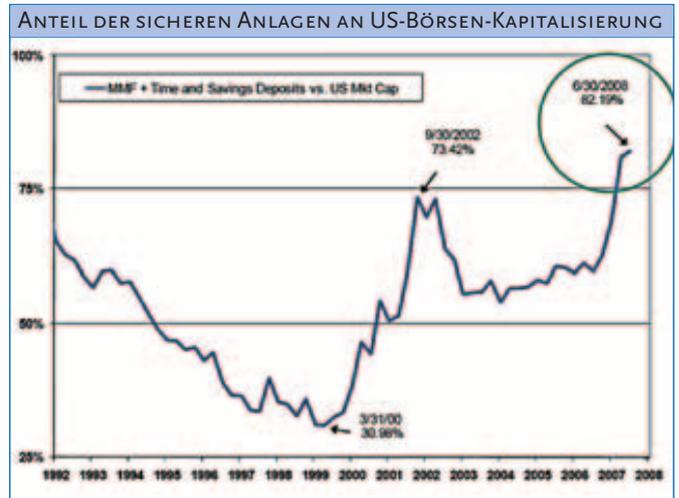
## Safety First

Viele Aktionäre sind in den letzten Monaten mit ihren Investments dramatisch unter die Räder gekommen. Folglich wurde ein Teil der Investments glattgestellt und in sichere Anlagen wie Sparanlagen oder Geldmarktfonds umgeschichtet. Dies zumindest



Focus-Money vom 21.1.2009; Titelbilder wie dieses erregen derzeit hohe Aufmerksamkeit.

legt nebenstehende Graphik nahe, in der die sicheren Anlagen ins Verhältnis zur gesamten Börsenkapitalisierung der US-Börse gesetzt werden. Die Daten hierzu werden recht spät veröffentlicht, so stammen die letzten vorliegenden Zahlen von Mitte 2008. Demnach lag der Anteil der sicheren Anlagen damals bei über 82% und damit so hoch wie seit mehr als 25 Jahren nicht mehr. Da die drastischste Bewegung der Baisse



Der Anteil der „sicheren Investments“ an der US-Börsenkapitalisierung ist auf Rekordniveau. Quelle: Federal Reserve Flow of Funds, aus: IPG-Ausblick 2009

erst in der zweiten Hälfte von 2008 stattfand, ist zu vermuten, dass die sicheren Anlagen heute noch sehr viel höher gewichtet sind. Daraus lässt sich unter sentimenttechnischen Überlegungen heraus ableiten, dass damit genug Pulver für einen Wiederanstieg der Aktienbörsen vorhanden sein sollte.

Auch Titelbilder wie jenes von Focus-Money vom 21. Januar 2009 belegen, dass sich mit dem Thema „Sicherheit“ offensichtlich Quote machen lässt. Ein solches Cover würde am Ende einer langen Aufwärtsbewegung sicherlich keine Katze hinter dem Ofen hervorlocken, am Ende einer längeren Abwärtsbewegung aber vermutlich schon.

Ralf Flierl

## CHARTTECHNIK

# Lange Luntten

Was aus dem Kursverlauf innerhalb einer zeitlichen Periode abzulesen ist

Immer wieder erreichen uns Leserstatements, in denen unsere recht offene Haltung gegenüber der Charttechnik bemängelt wird. Dabei halten wir diese Analyseform für ausgesprochen sinnvoll und hinsichtlich ihres Mehrwerts mindestens mit der Fundamentalanalyse ebenbürtig. Das bedeutet nun wieder nicht, dass wir die Technische Analyse als unfehlbar und in jeder Börsenphase als adäquat betrachten. Aber alles in allem und im Hinblick auf das Timing von Marktphasen empfinden wir sie als unverzichtbar. In nebenstehendem Chart ist der S&P 500 für die letzten acht Jahre abgebildet. Es handelt sich hierbei um einen Monats-Kerzen-Chart, d.h. für jeden Monat wurde eine Kerze abgetragen, aus deren Ausprägung der Kursverlauf innerhalb eines Monats abgelesen werden kann. Wir wollen an dieser Stelle nun nicht alle Einzelheiten einer Kerze erläutern. Vielmehr kommt es uns an dieser Stelle nur auf die nach unten ragenden sogenannten Luntten an. Diese ergeben sich, wenn der Tiefkurs eines Monats weit unterhalb von Monatseröffnungs- oder Schlusskurs zustande kommt.

Wir erkennen, dass das Phänomen der „langen Luntten“ sowohl in der Bodenbildungsphase 2002/2003 als auch während der letzten



Monate zu beobachten war. Es verdeutlicht graphisch, dass die Bären innerhalb eines Monats zwar viel Kraft entfalten konnten, zum Monatsschluss hin aber die Bullen wieder die Oberhand gewannen. Solche langen Luntten sind tendenziell positiv zu werten, noch dazu, wenn sie gehäuft auftreten.

Lange Luntten waren in den letzten drei Monaten des Jahres 2008 feststellbar. Der aktuelle Januar jedoch weist bis zum Schlusskurs (23.1.) noch kein solches Phänomen auf. Sollte es sich doch noch einstellen, so wären vier aufeinander folgende lange Luntten gegeben, was aus unserer Sicht ein gutes Indiz für einen bald startenden Bullenmarkt wäre.

Ralf Flierl

# US-Dollar: In der Krise ein „sicherer Hafen“?

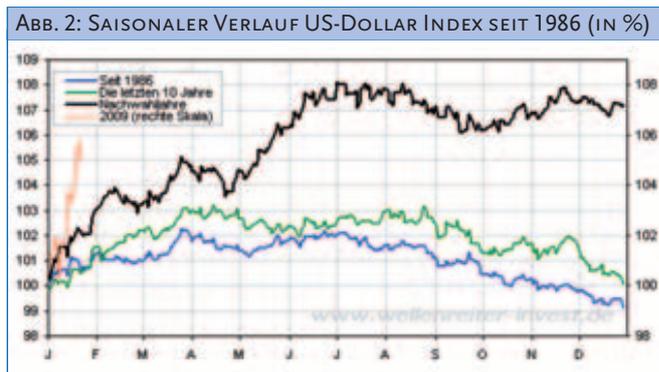
Gastbeitrag von Alexander Hirsekorn ([www.wellenreiter-invest.de](http://www.wellenreiter-invest.de))

Die Frage in der Überschrift wirkt merkwürdig, wenn man überlegt, dass eine Währung von einer im eigenen Land ausgelösten Krise profitieren soll. Zumindest die Kursentwicklung in den letzten Monaten zeigt aber diese Korrelation an, da der US-Dollar bei einer positiven Aktienmarktentwicklung Ende November/Anfang Dezember unter Druck geriet und bei der wieder einsetzenden Kursschwäche ab Anfang Januar zur Stärke neigte. Die eigene Stärke der Wirtschaft kann diese Befestigung nicht ausgelöst haben, aber Währungsentwicklungen sind wie die Entwicklungen in allen anderen Märkten die Folge von Verschiebungen bei Angebot und Nachfrage.

## Fluchort US-Dollar durch Repatriierungen und andere internationale Krisenherde

Der US-Dollar bekam in den letzten Monaten durch zwei Faktoren deutliche Unterstützung. Zum einen profitierte er durch Repatriierungen von Auslandsgeldern der US-Anleger, diese Bewegung dürfte aber weitestgehend ausgelaufen sein. Zum anderen nehmen die Krisensymptome in anderen Staaten deutlich zu. Die Entwicklung Großbritanniens hinkt der Entwicklung der USA zeitlich etwas hinterher, die Krisenmerkmale (Bankensektor mit hohem Gewinnanteil am BIP, Immobilienblase) sind nahezu identisch, allerdings ist die britische Krise als relativ größer als die US-Krise anzusehen. Die Bilanzsumme der vier größten Finanzinstitute des Landes beträgt das Vierfache des BIP in Großbritannien, so dass Ängste über einen Staatsbankrott Gelder aus dem Britischen Pfund in Richtung US-Dollar fließen lassen. Da auch der Euroraum immer stärkere Divergenzen bei der Rendite von lang laufenden Staatsanleihen anzeigt und damit eine unterschiedliche Bonität der einzelnen Staaten zu beobachten ist, ist der US-Dollar momentan sprichwörtlich der „Einäugige unter Blinden“.

Diese Entwicklung ist mit Blick auf den jüngsten CoT-Report vom 20.01.2009 noch nicht beendet. Die Commercials besitzen



mit 6.355 Kontrakten eine moderate Netto-Short-Positionierung. Dies allein spricht nicht unbedingt für eine weitere positive Unterstützung des US-Dollars. Die Commercials haben jedoch ihr Verhalten geändert. Im September haben sie den ersten Preisanstieg auf 80 Punkte verkauft und besaßen damals eine historische Extrem-Positionierung. Im Dezember 2008 haben sie jedoch den Pullback in den Bereich 78/80 Punkte gekauft und zeigen zuletzt keine Neigung, den US-Dollar-Index bei steigenden Kursen zu verkaufen. Insofern besteht eine gute Chance auf neue Bewegungshochs.

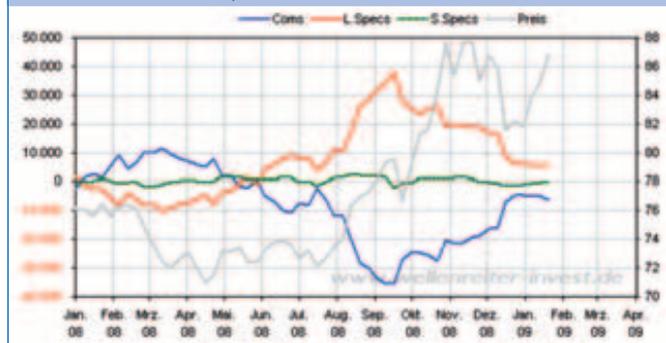
Saisonal ist der US-Dollar generell im ersten Quartal eines neuen Jahres gut unterstützt, in Nachwahljahren fällt die Bewegung überproportional aus und läuft sogar bis Juni/Juli. Es lässt sich zwar hinterfragen, inwiefern eine außergewöhnliche Zeitepoche mit einem durchschnittlichen Verlaufsmuster zu vereinbaren ist, aber die Zyklik für den US-Dollar wurde im Juli 2008 positiv, und diese Positivphase hält im Rahmen des Vierjahreszyklus noch bis in den Sommer 2009 an.

## Fazit

Dem US-Dollar kommt ein gewisser Status als „Sicherer Hafen“ zugute. Die Dollaraufwertung ist zwar nicht mehr jungfräulich, aber noch nicht vor einem unmittelbaren Ende. Wird die Krise überwunden, ist ein schwächerer US-Dollar wahrscheinlich. ■

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: US-DOLLAR INDEX 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](http://www.wellenreiter-invest.de/cot.html) abgerufen werden. Der Einführungsartikel zur CoT-Rubrik findet sich in Smart Investor 12/2004 bzw. unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) (Rubrik „Hintergrund“: Beitrag „Den Insidern über die Schulter geschaut“ vom 28.12.2004)

# Das klare Licht des Januars

*Nachdem sich die Glühweinschwaden verzogen hatten, zeigte der Markt abermals sein hässliches Gesicht.*

In der letzten Ausgabe wollten wir die sich abzeichnende Stimmungsaufhellung zum Jahresende noch nicht als Indikator für die weitere Entwicklung strapazieren. Zu stark sind die saisonalen Effekte und zu übermächtig war wohl auch der Wunsch, sich die Weihnachtszeit bzw. das Weihnachtsgeschäft nicht durch neue Hiobsbotschaften verderben zu lassen. Frühestens das klare Licht des Januars – so unsere damalige Einschätzung – werde den weiteren Börsenverlauf aufzeigen.

## Jahresendrallye bricht ab

Konnten sich die Märkte „zwischen den Jahren“ noch beachtlich schlagen, so wurden sie in der ersten vollständigen Handelswoche

des neuen Jahres von der Realität eingeholt: Die Anlegergemeinde entdeckte erneut ihre Abscheu vor Risikopapieren und warf sie auf den Markt. Da ist es nicht verwunderlich, dass die „sicheren“ Häfen, also Edelmetalle und Staatsanleihen, relativ gefragter bleiben als der Rest. Allerdings entpuppt sich „Sicherheit“ gelegentlich als trügerisch.

## Asien mit Relativer Stärke

Ein anderes Thema hat sich weitgehend unbemerkt in der Spitzengruppe etabliert: Asien. Die chinesischen A-Shares etwa liegen im dritten Monat in Folge auf Rang 3. Offenbar traut man dem kapitalistisch-kommunistischen Hybriden eher zu, die Krise zu meistern. Auch Dauerpatient Japan pendelt seit Monaten

zwischen Rang 5 und 6. Das bedeutet nun nicht, dass die Kurse schon morgen explodieren, im nächsten Börsenaufschwung sollte man der Region aber einiges zutrauen dürfen.

## Schlussverkauf in Russland

Am anderen Ende des Universums setzte sich der Abverkauf des RTX praktisch ungebremst fort. Heftige Einbrüche, kräftige Erholungen – nicht gerade untypisch für diesen Markt, an dem schon bald die Schnäppchenjäger aktiv werden dürften. Dennoch, wir sprechen von zwei unterschiedlichen Ideen: Der langsame Aufbau Relativer Stärke in Asien als Indikation eines künftigen Trends einerseits, und das kurzfristige Überschießen des RTX nach unten als Rallye-Chance andererseits. ■

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
		23.1.	12.12.	21.11.	17.10.	19.9.	15.8.	4 Wo	6 Mo	3 JHR	STEIG.%	ABST.%	REL.
HUI *	USA	1	4	10	24	20	24	79	51	41	-0,37	+8,9	1,1
GOLD		2	1	1	2	1	18	94	66	74	-0,08	+6,4	1,0
SHENZHEN A	CHINA	3	3	3	16	25	26	75	36	27	-0,31	-0,8	1,0
REXP 10 *	D	4	2	2	1	2	5	60	92	95	+0,08	+4,9	0,7
SILBER		5	14	8	15	24	25	100	27	25	-0,46	-3,6	1,0
NIKKEI 225	J	6	6	5	8	9	8	0	9	5	-0,39	-25,3	1,0
DJIA 30	USA	7	5	4	4	4	3	11	12	8	-0,27	-17,3	0,9
SMI	CH	8	8	6	3	5	4	0	7	4	-0,15	-15,4	0,7
S.E.T.	THAI	9	18	18	13	21	20	11	15	9	-0,33	-18,7	1,1
NASDAQ 100	USA	10	15	11	6	6	1	26	15	11	-0,34	-19,6	1,0
S&P 500	USA	11	11	7	5	3	2	19	14	10	-0,32	-20,1	1,0
KOSPI	KOREA	12	21	22	21	22	14	0	21	13	-0,30	-14,5	1,0
IBEX 35	E	13	10	13	7	13	19	1	6	3	-0,28	-18,8	0,7
MERVAL	ARG	14	19	25	25	23	23	11	21	15	-0,49	-19,4	1,2
H SHARES	CHINA	15	7	12	19	19	17	0	20	11	-0,44	-24,6	0,8
HANG SENG	HK	16	9	9	12	15	12	0	12	7	-0,39	-25,6	0,8
DAX	D	17	12	17	11	10	10	0	2	1	-0,32	-22,1	0,8
CAC 40	F	18	13	14	10	11	13	0	0	0	-0,31	-22,6	0,8
FTSE 100	GB	19	16	15	9	8	15	0	14	9	-0,22	-13,5	0,9
SENSEX	INDIEN	20	17	16	18	14	11	0	3	2	-0,31	-26,1	1,1
TECDAX	D	21	22	20	14	7	7	0	4	3	-0,34	-26,2	0,9
ALL ORD.	AUS	22	24	21	20	18	21	0	0	0	-0,34	-22,1	0,9
MDAX	D	23	20	19	22	17	16	0	1	0	-0,43	-26,7	0,8
ROHÖL		24	26	24	17	16	6	68	11	9	-0,78	-40,4	2,2
PTX	POLEN	25	23	23	23	12	9	0	0	0	-0,49	-38,6	1,1
RTX	RUS	26	25	26	26	26	22	0	0	0	-1,10	-51,1	0,9

GRÜN: VERBESSERUNG ROT: VERSCHLECHTERUNG 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=TIEFSTKURS, 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		

# Indikatoren weiter positiv, Börsentrend immer noch schwach

Gastbeitrag von Uwe Lang, Herausgeber der Börsensignale

Die Weltbörsen schaffen es im Moment einfach nicht, aus ihrem Tief herauszukommen. Das wird wohl auch so bleiben, solange immer wieder neue Horrormeldungen aus dem Bankenbereich kommen. Für steigende Kurse braucht es Vertrauen, und das ist im Moment, während ich diese Zeilen schreibe (19.1.), jedenfalls noch nicht da.

## Historisch einmalig

So etwas hat es in den letzten 50 Jahren noch nie gegeben, dass die bewährten Indikatoren seit Monaten vereint auf steigende Börsen hinweisen, der Trend aber partout nicht in diese Richtung gehen will. Unsere Indikatoren bieten alles, was sich ein Aktionär nur wünschen kann: sinkende Rohstoffpreise, niedrige und weiter fallende Zinsen, einen stabilen Dollarkurs, der unserer Exportindustrie wieder auf die Beine helfen könnte. Schauen wir uns die Indikatoren näher an:

**Zinsen: Positiv!** Die Anleiherenditen sind weiter im Sinken begriffen. Schon seit einiger Zeit werfen selbst zehnjährige Papiere nicht einmal mehr 3% Zinsen ab, sowohl in den USA als auch in Europa. Keinesfalls sollten Anleger derzeit zehnjährige Papiere halten. Diese sind keine gute Alternative zum Aktienmarkt, der bei sicheren Standardwerten schon höhere Dividendenrenditen bringt. Im Falle wieder steigender Preise und Zinsen wären lang laufende Anleihen hochgradig „kursgefährdet“.

**Indizes: Negativ!** Der Nasdaq Composite und der Dow Utility bilden gerade einen Boden und werden noch einige Wochen benötigen, um ein Kaufsignal zu geben, das erst bei einem 13-Wochen-Hoch bei beiden US-Indizes zustande kommt.

**Saisonfaktor: Positiv!** Der Saisonfaktor wird bis Ende Mai 2009 ein Kaufsignal geben.

**US-Dollar: Positiv!** Der US-Dollar bleibt stark, nachdem die Zinsen in Europa zuletzt stärker fallen als in Amerika und die Europäische Zentralbank weitere Zinssenkungen plant. Insofern geht der europäische Zinsvorteil größtenteils verloren, und der US-Dollar gilt weltweit eben doch noch als sicherer Hafen in der Krise. Solange der Euro unter 1,40 US-Dollar bleibt, ist dieser Indikator positiv.

**Ölpreis: Positiv!** Der Ölpreis blieb wegen der Aussetzungen der Erdgaslieferungen Russland/Ukraine und der Auseinandersetzungen in Gaza auf dem Niveau zwischen 40 und 50 USD. Das zeigt aber nur, wie schwach derzeit der Ölpreis ist. Aufgrund der Förderkürzungen und der politischen Gegebenheiten hätte er ja schon längst wieder deutlich steigen müssen. Der Markt geht of-

fenbar davon aus, dass in der Weltrezession weniger Öl gebraucht wird. Der niedrige Ölpreis ist nunmehr ein viel wirkungsvolleres Großprogramm als manches aufgelegte Konjunkturpaket.

**Fazit:** Die Indikatoren stehen weiterhin bei 4:1. Selbst wenn man zugibt, dass die positiven Indikatoren die Börse derzeit nicht interessieren, solange der Trend der Aktienindizes noch kein Kaufsignal gibt, sollte man jetzt trotzdem nicht in Erwartung noch tieferer Kurse verkaufen. Wer das tut, riskiert sehr viel. Die Stimmung kann ganz schnell drehen, und dann erinnert man sich plötzlich an die günstigen Rahmenbedingungen wie niedrige Zinsen, billiges Öl, billige Rohstoffpreise. Nicht nur der Aktienmarkt, der der Konjunktur stets voraus läuft, wird dieses Jahr vermutlich rasant steigen, auch die Konjunktur wird sich höchstwahrscheinlich aufgrund der guten Bedingungen und vielfach aufgelegten Ankerbelegungsprogramme noch in diesem Jahr wieder erholen. ■

Anzeige

WOCHENEND-EXKLUSIVSEMINAR  
21.03. UND 22.03.09 IN KASSEL

“WÄHRUNGSREFORM  
&  
SELBSTVORSORGE”

TEIL II

Mit Starbesetzung:  
Prof. Dr. Bernd-Thomas Ramb  
Dimitri Speck  
Prof. Dr. Hans Bocker  
Rolf Nef  
Thorsten Schulte  
Johann A. Saiger

Wissen - Entscheiden - erfolgreich Handeln!

WWW.DOLPHIN-WEBWORKS.DE  
T 05681 / 939 664

SVEN HERMANN  
CONSULTING

DOLPHIN WEBWORKS

# Buy: Fielmann



Viele deutsche Einzelhandelsaktien präsentieren sich weiterhin als instabil. Doch während der Index „DAXsector Retail“, der die wichtigsten Titel der Branche zusammenfasst, in den vergangenen vier Monaten rund 25% an Wert verlor, konnte die Fielmann-Aktie dem Abschwung trotzen. Die kürzlich für den Spezialchemiekonzern Altana in den MDAX aufgestiegenen Papiere des Brillenkönigs bewegen sich seitdem in einer Bandbreite von 42 bis 49 EUR – mit zuletzt aufwärts gerichteter Tendenz. Beim genauen Hinsehen werden die Gründe für die hohe relative Stärke augenscheinlich: Fielmann genießt durch sein Discountpreis-Geschäftsmodell einen gewissen Rezessionsschutz. Schließlich wollen die Menschen auch in schlechten Zeiten „klar sehen“. Das Unternehmen versteht es obendrein exzellent, Kunden langfristig an sich zu binden. Jede zweite Brille, die in Deutschland verkauft wird, stammt aus einer Filiale des Hamburger Konzerns.

Zulasten der Profitabilität geht das Massengeschäft nicht. Im Gegenteil: Im Geschäftsjahr 2008 dürfte Fielmann auf Basis eines „deutlich zweistelligen“ Anstiegs des Vorsteuergewinns eine Rekordmarge von 18% erreicht und beim Umsatz die 1-Mrd.-EUR-Marke überschritten haben. Die vorläufigen Zahlen werden am 26. Februar veröffentlicht. 2009 ist keine Eintrübung des Geschäfts zu erwarten. Zudem stehen Investitionen in Vorjahreshöhe von rund 48 Mio. EUR an. Wenn alles nach Plan läuft, dürfte die EBT-Marge mittelfristig weiter

steigen, da der Brillenkonzern noch etliche weiße Flecken auf der Landkarte tilgen will. Gute Chancen eröffnen sich den Hanseaten wegen der demografischen Entwicklung zudem im Markt für Hörgeräte. Ein stetiges Wachstum ist auch für die Fielmann-Aktie zu erwarten. Mit einem KGV von 17, einem KUV von 2,1 (Basis jeweils 2009) und einem KBV von 5,7 ist sie zwar kein Schnäppchen, doch war der Value-Titel bisher noch nie wirklich billig. ■

Michael Heimrich

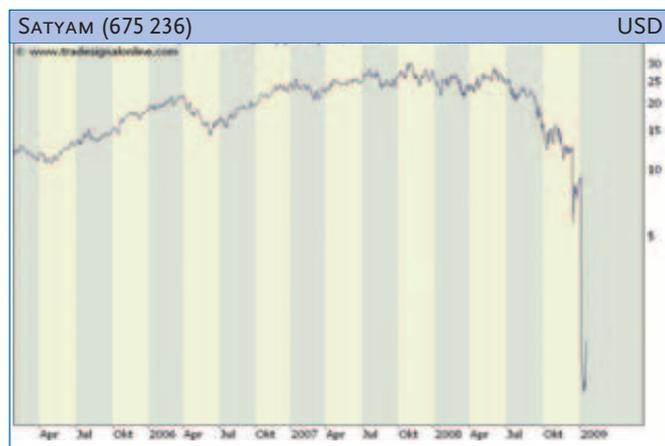


# Good Bye: Satyam



Als vermeintlich viertgrößtes IT-Unternehmen Indiens war Satyam an der Börse vor einigen Monaten noch 7 Mrd. USD wert – so viel wie einige DAX-Konzerne. Inzwischen ist die Aktie zum Pennystock mutiert, da der Firmengründer und einstige Star Ramalinga Raju die Bilanzen sieben Jahre lang gefälscht und um mehr als 1 Mrd. USD aufgebläht haben soll. Von seinen angeblichen Bankguthaben sind 94% nicht existent. Finanzprofis ziehen inzwischen Parallelen zu dem folgenschweren Kollaps des US-Energiehänd-

lers Enron – und dies trotz der seit 2002 gültigen ach so strengen Börsenregeln (Sarbanes Oxley Act), denen sich Satyam mit einem Listing in New York unterwerfen musste. Es ist nun zu befürchten, dass die für Indien enorm wichtige IT-Branche unter den Folgen des Skandals stark leiden wird, da Kunden Outsourcing-Aufträge überdenken könnten. Der Fall Satyam wirft auch die Frage auf, wie es um die Führungsqualität in indischen Unternehmen bestellt ist. Wenn sämtliche Bilanzzahlen gefälscht waren – wie glaubwürdig sind dann eigentlich die exorbitanten Wachstumswahlen bei den anderen börsennotierten Branchenriesen Infosys oder Wipro?



Die Zukunft von Satyam steht in den Sternen. Es ist ungewiss, ob der indische Konzern ausgerechnet während der größten Finanzkrise nach dem Zweiten Weltkrieg von einem anderen Unternehmen übernommen wird. Ein Überleben aus eigener Kraft erscheint noch unwahrscheinlicher, da die globale Krise auf die IT-Branche voll durchschlagen könnte und Banken den Kredithahn zudrehen werden. Realistischer erscheint da schon der schwere Gang zum Insolvenzrichter. Anleger sollten sich daher von dem optisch sehr niedrigen Kurs nicht blenden lassen und kein gutes Geld schlechtem hinterher werfen. Es ist ja wohl prickelnd genug, die Fortsetzung der Horror-Story als Leser weiterzuverfolgen. ■

Michael Heimrich

# EnviTec Biogas AG

## Zurück auf Wachstumskurs

2008 war für die gesamte Biogas-Branche ein äußerst schwieriges Jahr. Die Gründe hierfür waren vielfältig. Im Inland sorgte lange Zeit die anstehende Neuregelung der Vergütungen für Strom aus Biogas für enorme Unsicherheit. Ob sich der Bau einer Biogasanlage in Zukunft überhaupt noch rechnet, schien fortan keineswegs mehr garantiert. Zu einem weiteren Belastungsfaktor entwickelten sich die stark gestiegenen Preise für Agrarrohstoffe wie Weizen und Mais, deren Verwendung zur Erzeugung von Biogas dadurch zunehmend unwirtschaftlich wurde.

### Investitionsstau löst sich allmählich auf

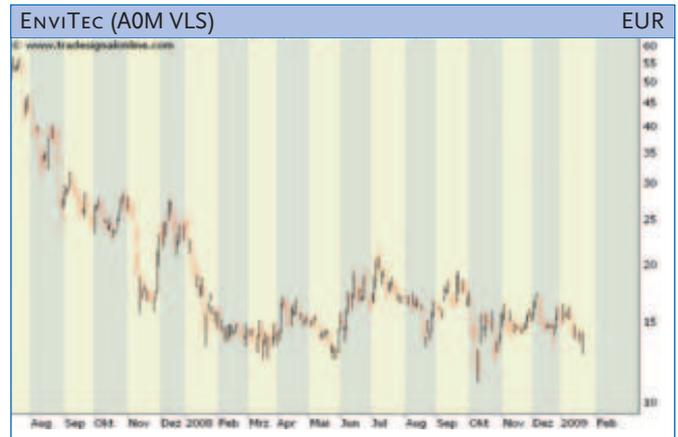
Mit der für die Branche vorteilhaften Novellierung des Erneuerbare Energien Gesetzes (EEG), das zum 1. Januar dieses Jahres in Kraft getreten ist, und den zuletzt wieder deutlich rückläufigen Preisen für viele Inputstoffe hat sich die Lage merklich aufgehellt. Das spürt auch die EnviTec Biogas AG. Der hierzulande führende Hersteller von Biogasanlagen war Mitte 2007 mit großen Versprechungen an die Börse gegangen. Kurz darauf brach jedoch der Biogasmarkt zusammen, und der Aktienkurs stürzte von über 50 auf knapp über 10 EUR ab. Die dann einsetzende Stabilisierung der Notierung ging Hand in Hand mit einer verbesserten Orderlage. Eine deutsche Projektgesellschaft beauftragte EnviTec mit dem Bau von Anlagen im Gesamtwert von 60 Mio. EUR. Diese sollen bis Mitte 2010 geliefert werden und sich ausschließlich aus Einzelmodulen mit einer Leistung von 500 Kilowatt (KW) zusammensetzen. Nur für solche Anlagen sieht das neue EEG nämlich eine Anhebung der Grundvergütung vor.

### Erfolg durch Standardisierung

Der Vorstand um CEO Olaf von Lehmden setzt neben dem Anlagenbau, also der Projektplanung und Errichtung, auch auf den

ENVI TEC			
BRANCHE	BIOGAS		
WKN	A0M VLS	AKTIENZAHL (MIO.)	15,00
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 23.1.09 (EUR)	14,02
MITARBEITER	CA. 280	MCAP (MIO. EUR)	213,0

	2007	2008E	2009E
UMSATZ (MIO. EUR)	132,4	105,0	152,0
% GGÜ. VJ.	+31,5%	-20,7%	+44,8%
EPS (EUR)	0,96	0,40	0,90
% GGÜ. VJ.	+24,0%	-58,3%	+125,0%
KUV	1,61	2,03	1,40
KGV	14,8	35,5	15,8



Eigenbetrieb von Biogasanlagen. Aus dem in der Regel mit lokalen Partnern (meist Landwirten) betriebenen Geschäft lässt sich eine deutlich höhere Marge ziehen. Zudem stärkt das so gewonnene Betriebs-Know-how wiederum die Kompetenz im Anlagenbau. Die dort entwickelten Systeme weisen aufgrund ihrer standardisierten Bauweise eine deutlich über dem Branchendurchschnitt liegende Anlageneffizienz auf. Ein weiterer Vorteil der Standardisierung zeigt sich in den steigenden Skalenerträgen bei hohen Stückzahlen. Die Tatsache, dass EnviTec sogar das Katastrophenjahr 2008 noch mit einem EBIT von rund 5 Mio. EUR abgeschlossen haben dürfte, dokumentiert die Flexibilität des integrierten Geschäftsmodells mit seinen schlanken Strukturen.

### Weiteres Wachstum 2009

Nachdem das Geschäft bereits ab dem dritten Quartal 2008 wieder spürbar an Fahrt aufnahm, erwartet das Unternehmen gestützt auf einen soliden Auftragsbestand für 2009 eine Fortsetzung dieses positiven Trends. Die jüngste Umsatzprognose liegt bei 150 bis 200 Mio. EUR. Das Wachstum dürfte sich dabei in der zweiten Jahreshälfte nochmals beschleunigen. Hierzu soll auch die weitere Expansion nach Europa beitragen. Schon heute erzielt EnviTec in Ländern wie Belgien und Tschechien einen signifikanten Anteil seiner Umsätze. Längerfristig sind zudem die USA als riesiges Agrarland für EnviTec von Interesse. Erste Sondierungen bei potenziellen Partnern vor Ort haben bereits stattgefunden. Obwohl der Vorstand grundsätzlich den Vorrang organischen Wachstums betont, bleiben auch Akquisitionen auf der Tagesordnung. Ziel ist es hierbei, die eigene Wertschöpfungskette sukzessive zu erweitern und bestehende Angebotslücken zu schließen. Erst kürzlich sicherte man sich über den Kauf zweier heimischer Technologieunternehmen wichtiges Know-how zur Gärrestaufbereitung und Abwasserreinigung.

### Fazit

EnviTec ist der mit Abstand wichtigste und größte Spieler unter den börsennotierten Biogas-Gesellschaften. Die operative Delle, die vorrangig aus der Unsicherheit über die veränderten Konditionen des EEG resultierte, scheint überwunden. Anleger, die in den Sektor investieren möchten, sollten versuchen, die Aktie am unteren Ende ihrer bereits über ein Jahr andauernden Handelsspanne bei unter 13 EUR „abzufischen“.

Marcus Wessel



Fahrkartenkauf bei der Deutschen Bahn über Sensor-Bildschirm; die Schweizerische Post liefert ihre Waren mit mobilen Terminals von H & W aus. Fotos: Höft & Wessel

# Höft & Wessel AG

*Hightech für Handel, Logistik und Verkehr*

Die Deutsche Bahn wird bis 2011 mehr als 3.200 neue Ticketautomaten einsetzen, um diesen wichtigen Vertriebskanal zu modernisieren. Der bereits am 20. August 2007 gemeldete Deal im sehr hohen zweistelligen Millionenbereich ist für den vor 31 Jahren von zwei Studenten und Computerfreaks gegründeten IT-Hard- und Softwarespezialisten Höft & Wessel ein Meilenstein in der langjährigen Zusammenarbeit mit der Bahn. Als die Nachricht damals über die Ticker lief, sorgte sie für Kurspower: An der Frankfurter Börse schossen die Papiere des im Prime Standard gelisteten kleinen Unternehmens bis zum Börsenschluss um 33% auf 5,08 EUR in die Höhe. Doch das Ticket für eine Fortsetzung der Bergfahrt war damit noch nicht gelöst. Im Gegenteil: Es ging mit dem Kurs schon bald steil bergab. Heute müssen Anleger für die Aktie des Hannoveraner Unternehmens noch nicht einmal die Hälfte ihres damaligen Wertes bezahlen.

## Almex überstrahlt die Sparten Skeye und Metric

Bei den von der Deutschen Bahn bei Höft & Wessel bestellten stationären Fahrscheinautomaten handelt es sich um die neueste Rechnergeneration mit beschleunigtem Bedienvorgang und

verbessertem Schutz vor Vandalismus. Schon die Geschäftsentwicklung der ersten drei Quartale 2008 war durch die Auslieferung der Automaten bestimmt. Der Umsatz der Unternehmenssparte Almex, in der Ticketing- und Telematiksysteme für den öffentlichen Personenverkehr und Check-in-Lösungen für Airlines zusammengefasst sind, stieg auf 32 (Vorjahr: 19,4) Mio. EUR an, das Spartenergebnis (EBIT) erreichte nach einem Vorjahresminus von 746.000 EUR komfortable 2,7 Mio. EUR – ein klassischer Turnaround. Im Bereich Ticketing und Telematik sind unter den börsennotierten Unternehmen IBM und die französische Thales S.A. die größten Konkurrenten der Hannoveraner.

Die Geschäftssparte Skeye war zuletzt ebenfalls profitabel, wenn auch bei rückläufigen Erträgen. Hier bietet das kleine Unternehmen Systemlösungen zur Datenerfassung für Handel und Logistik an. Mit seinen mobilen Terminals gilt Höft & Wessel als Marktführer im deutschen Einzelhandel. Metro, Edeka und Rewe setzen auf die vielseitigen Produkte. Bei drahtlos arbeitenden Verfahren zur Auszeichnung und Identifikation von Waren – sogenannten RFID-Lösungen – zählt H & W mit seinen reichweitenstarken Scannern zu den führenden Herstellern. Mit Metric Parking sieht sich das Unternehmen als Anbieter robuster Systeme zur Parkraumbewirtschaftung trotz eines auf 1,04 Mio. EUR ausgeweiteten Neunmonatsverlusts weltweit in 45 Ländern langfristig gut aufgestellt.

Sämtliche von Höft & Wessel gelieferten Geräte orientieren sich an den Bedürfnissen der Kunden und lassen sich nahtlos in bestehende IT-Umgebungen einpassen. Rund 40% setzt der innovative Mittelständler bereits im Ausland – vorrangig in Europa, aber inzwischen auch zunehmend in den USA – um. Mehr als ein Drittel der Beschäftigten arbeitet in dem für die Entwicklung neuer Produkte und Software so wichtigen Bereich Forschung und Entwicklung.



### Gutes Auftragsvolumen im Bereich Ticketing

Die Drei-Säulen-Strategie zahlt sich aus: Im Jahr 2007 ist Höft & Wessel in die Gewinnzone zurückgekehrt und hat bei einem Umsatz von 99,7 Mio. EUR ein EBIT von 6,25 Mio. EUR erzielt. In den ersten neun Monaten 2008 kletterte der Betriebsgewinn um 33,7% auf knapp 2,1 Mio. EUR, der Umsatz verbesserte sich um 2,7% auf 70 Mio. EUR. Weil sich das konjunkturelle Umfeld im vierten Quartal deutlich eingetrübt hat und das britische Pfund weiterhin schwach war, ist der Vorstandsvorsitzende Hansjoachim Oehmen für das Gesamtjahr 2008 allerdings nicht mehr so optimistisch wie im vergangenen Sommer und erwartet nur noch ein unter dem EBIT des Vorjahres liegendes Betriebsergebnis und stagnierende Erlöse. Damit wird sich die 2007 erreichte EBIT-Marge von 6,2% nicht halten lassen.



Der Auftragsbestand lag nach den ersten 9 Monaten mit 105,6 Mio. EUR im Vergleich zum Jahresultimo 2007 zwar um 9% niedriger, aber immer noch auf hohem Niveau. Doch wird das so bleiben? „Bisher sind die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf das Geschäftsjahr 2009 nur schwer vorhersehbar“, gibt sich Oehmen vorsichtig. Vor allem im Bereich Ticketing sei das Auftragsvolumen aber gut. Das kann nicht überraschen, da Höft & Wessel effiziente Lösungen anbietet, mit denen Kunden ihre Kosten verringern können – im derzeit schwierigen Marktumfeld ein wichtiger betriebswirtschaftlicher Faktor.

### Hoher Bewertungsabschlag gegenüber Wettbewerbern

Die Geschäftsentwicklung spiegelt sich nicht im Aktienkurs wider. Das KGV liegt weit unterhalb des historischen Schnitts von rund 12. Im Vergleich zu den profitablen Unternehmen der Peer Group aus dem Bereich Ticketing, Parking und Logistics werden die Papiere mit einem Bewertungsabschlag von rund 50% gehandelt. Allerdings bewegen sich die Konkurrenten nur partiell in ähnlichen Märkten wie H & W. Das Kurs/Umsatz-Verhältnis (KUV 09) liegt auf Basis der geschätzten Erlöse gerade einmal bei 0,2. In guten Börsenzeiten wird ein Wert von 1,0 als angemessen betrachtet. Ein weiteres Plus: Der aktuelle Marktwert des Eigenkapitals hat sich dem bilanziellen Substanzwert genähert.

Analysten billigen der Aktie Kurspotenzial zu. Während NordLB-Analyst Thorsten Strauß das Kursziel nach Bekanntgabe der Neunmonatszahlen von zuvor 6,45 EUR auf 3,40 EUR senkte und die Empfehlung von „Kaufen“ auf „Halten“ revidierte, hält die Kalliwoda Research GmbH auf Basis eines Discounted-Cashflow-Modells ihr Votum „Kaufen“ mit einem von 8,65 EUR auf 5 EUR korrigierten Kursziel aufrecht.

HÖFT & WESSEL			
BRANCHE	MIKRO- UND MINICOMPUTER		
WKN	601 100	AKTIENZAHL (MIO.)	8,50
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 23.1.2009 (EUR)	2,29
MITARBEITER	511	MCAP (MIO. EUR)	20,0

	2008E	2009E	2010E
UMSATZ (MIO. EUR)	98,0	95,0	111,0
% GGÜ. VJ.	-1,7%	-3,1%	+16,8%
EPS (EUR)	0,45	0,44	0,50
% GGÜ. VJ.	-11,8%	-2,2%	+13,6%
KUV	0,20	0,21	0,18
KGV	5,2	5,3	4,7

### Fazit

Höft & Wessel sollte in Zukunft von einem insgesamt steigenden Verkehrsaufkommen profitieren. Der Ausbau des öffentlichen Nahverkehrs, der sich verstärkende Trend zur kostenpflichtigen Bewirtschaftung öffentlicher und privater Parkplätze und die rasch voranschreitende Internationalisierung dürften dem Small Cap neben der sehr günstigen Bewertung spätestens dann einen Schub geben, wenn die durch die Weltwirtschaftskrise eingetrübte Investitionsneigung der Kunden wieder wächst. In nächster Zeit sind allerdings weitere Kursverluste nicht auszuschließen. Um bei einem plötzlichen Kurssprung nicht zu teuer einzusteigen, sollten Anleger Aufträge streng limitieren. Denn obwohl der Free Float mit knapp 50% ausreichend hoch ist, wechseln an schwachen Börsentagen kaum mehr als tausend Aktien den Besitzer.

Michael Heimrich

Anzeige

## ZUKUNFTS-FÄHIG

Um Herausforderungen in Chancen zu verwandeln, braucht es Substanz. Gerade in schwierigen Zeiten stärken wir unsere Wettbewerbsposition. Als Technologiepartner der Automobilindustrie mit solider Strategie und Innovationskraft entwickeln wir Lösungsbeiträge zur Emissions- und Verbrauchsreduzierung sowie für alternative Antriebe. So sind wir fit für die Zukunft. [www.elringklinger.de](http://www.elringklinger.de)



# Aurelius AG

## Das bessere Geschäftsmodell

### Gastanalyse von Peter Thilo Hasler von Viscardi AG

#### Keine Arques-Kopie

Aurelius erwirbt ertragsschwache Unternehmen in Umbruch- und Sondersituationen. Dieses Geschäftsmodell ist seit Arques bestens bekannt. Selbst wenn die Parallelen auf den ersten Blick offensichtlich sind – zwei bayerische Beteiligungsgesellschaften mit Fokus auf Turnaround und tiefgreifender Incentivierung der an der Restrukturierung beteiligten Parteien bis hin zur Personalidentität der Firmengründer –, ist Aurelius keine Arques-Kopie. Ein erster großer Unterschied liegt im Management: Aurelius ist eine Eigentümer/Gründer-geführte Firma, deren CEO Dr. Dirk Markus gleichzeitig größter Einzelaktionär ist. Die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells ist damit gewährleistet. Zudem bekennt sich Aurelius zur Übernahme von notleidenden Unternehmen jeglicher Couleur und Größe, während Arques inzwischen eher die Übernahme tendenziell profitabler und vor allem möglichst großer Beteiligungen bevorzugt. Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass Aurelius erfolgsentscheidend attraktivere Einkaufskonditionen verhandeln konnte als Arques.

#### Der Unterschied macht's

Der überragende Unterschied zwischen den beiden Sanierungsspezialisten liegt jedoch in der unterschiedlichen Behandlung des Kaufpreises und damit der Cashflows: Während sich Arques von Anfang an auf die Erzielung von nicht Cash-relevanten Erträgen aus Bargain Purchase fokussiert hat, ist die Akquisitionspolitik von Aurelius stark Cashflow-orientiert und zielt darauf ab, einen möglichst negativen Kaufpreis zu erzielen. Anstelle von Buchgewinnen, die im Falle einer erfolgreichen Sanierung und des Verkaufs der Beteiligung langfristig durchaus liquiditätswirksam werden können, strebt Aurelius möglichst frühzeitig einen Zustand der – wie Aurelius es selbst

nennt – „Free Option“ an. Dieser Zustand ist dann erreicht, wenn sich

- ein positiver Kaufpreis durch operative Rückflüsse aus der Beteiligung oder dem Verkauf nicht betriebsnotwendiger Aktiva auf Null reduziert oder wenn
- im Falle eines negativen Kaufpreises das i.d.R. verlustträchtige Unternehmen durch rasche Sanierung den Break-even erreicht.

In beiden Fällen verfügt Aurelius dann über ein werthaltiges Asset, ohne selbst Liquidität bereitgestellt zu haben. Im Idealfall stehen Erträgen keine weiteren Belastungen gegenüber. Ohne Liquiditäts- oder Kostendruck soll dann entschieden werden, wie die weitere Ausrichtung der Beteiligung erfolgen soll.

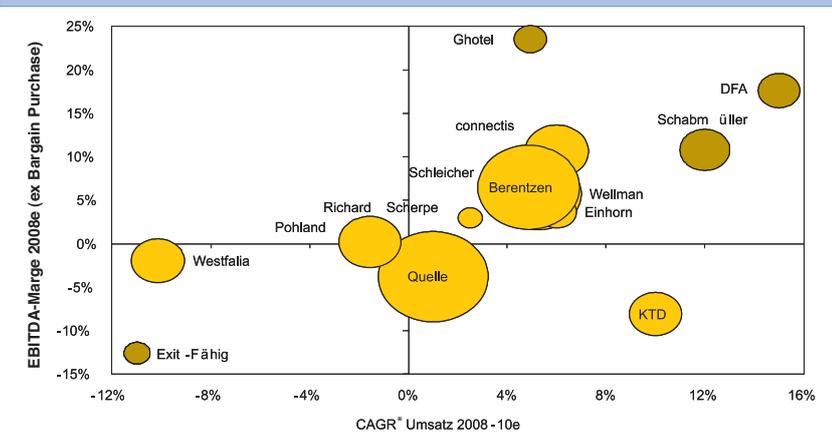


Peter Thilo Hasler

#### Portfeuille mit 19 Unternehmen, 1,1 Mrd. EUR annualisierter Umsatz

Derzeit gehören 19 Gesellschaften zum Konsolidierungskreis von Aurelius. Der Spirituosenhersteller Berentzen, die gemessen am Umsatz größte Beteiligung, generiert einen Umsatz von knapp 430 Mio. EUR, die kleinste Beteiligung ist die Spezialdruckerei R. Scherpe mit erwarteten Erlösen in Höhe von 10 Mio. EUR. Bis auf wenige Ausnahmen ist Aurelius an allen Firmen mit mindestens 85% beteiligt. Gemessen an der jeweiligen Restrukturierungsphase befinden sich nach unserer Einschätzung derzeit drei Beteiligungen in der Phase, in der sie grundsätzlich als verkaufsfähig angesehen werden können: Ghotel, Schabmüller und DFA. In der ersten Phase der Restrukturierung und damit im Verlust tragenden Bereich befinden sich die Gesellschaften Westfalia und Pohland sowie die beiden jüngsten Erwerbungen Blaupunkt und Book Club Associates (beide befanden sich 2008 noch nicht im Portfeuille). Der Rest des Portfolios befindet sich in unterschiedlichen Graden des Turnarounds.

PORTFOLIO-UNTERNEHMEN: CAGR\* UMSATZ 2008-10E vs. EBITDA-MARGE 2008E



Bubble-Größe entspricht annualisiertem Umsatzvolumen 2008e; \*) CAGR: compounded annual growth rate (jährliche Wachstumsrate); Quelle: Viscardi



**Macht eine Fusion mit Arques Sinn?**

Seit der 3%igen Beteiligung von Aurelius an Arques wird über eine Fusion der beiden Unternehmen spekuliert. Ein Zusammenschluss zu „Arquelius“ würde u.E. aus vielerlei Gründen strategisch sinnvoll sein: Zunächst wird eine größere Einheit geschaffen werden, mit der Synergieeffekte gehoben und die kritische Masse schneller erreicht werden könnte. Typische Fusionseffekte wie kulturelle Unterschiede oder eine breite Überlappung von Verantwortlichkeiten würden nur eine geringe Rolle spielen, zumal Dr. Markus als einer der Firmengründer und ehemaliger CRO mit Arques bestens vertraut ist. Als CEO einer mit Arques verschmolzenen Aurelius würde Dr. Markus zweifellos den Schwerpunkt wieder auf den ursprünglichen Geschäftszweck justieren, den Erwerb notleidender Unternehmen in Übergangsphasen, mit allen Konsequenzen auf Ertrags- und Bilanzqualität, die ein derart riskantes Geschäftsmodell hat. Der zu verzeichnende Brain Drain hochqualifizierter Mitarbeiter bei Arques würde damit beendet werden.

Abgesehen davon, dass sich die beiden Kontrahenten bei Auktionen nicht länger gegenseitig überbieten würden, spricht auch das aktuelle Kapitalmarktumfeld für eine Fusion, da der-

zeit Größe mit Solidität gleich gesetzt wird. Eine fusionierte Arquelius mit einem Umsatz 2010e von über 8,5 Mrd. EUR würde dieses Kriterium eher erfüllen als zwei getrennte Einheiten.

**Bewertung anhand eines EV/Umsatz-Modells**

Nachdem die Kursperformance eines Sanierers stark von seiner Fähigkeit abhängt, weitere Sanierungskandidaten zu übernehmen, ist ein EV\*/Umsatz-Modell die geeignete Bewertungsmethodik. Wir bevorzugen den Umsatz gegenüber Ertragsgrößen, da wir damit einen vergleichsweise stabilen Unternehmenswert errechnen können, während Ergebniszahlen im Sanierungsprozess sehr volatil sind. Bewertet man die beiden Komponenten des Geschäftsmodells, d.h. die Performance des bestehenden Portfolios und die erwartete Performance der zukünftigen Übernahmen, und berechnet für beide Komponenten die jeweilige operative Performance der Beteiligungen sowie ihre möglichen Verkaufserlöse, dann ergibt sich ein fairer Wert von 18,00 EUR je Aktie. Der Bewertung haben wir vergleichsweise konservative Annahmen zugrunde gelegt. So gehen wir davon aus, dass ein Viertel der Sanierungen misslingt oder dass der Verkaufsmultiplikator deutlich unter den bisher erzielbaren Multiples liegt. ■

\*) EV steht für Enterprise Value, also den um die Nettoverschuldung bereinigten Firmenwert.

**DISCLAIMER**  
 Es bestehen keine Vertragsbeziehungen zwischen Aurelius AG und Viscardi AG. Die Aurelius-Aktie ist im Musterdepot des Smart Investor enthalten.

**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

**VTAD - die Plattform der Technischen Analysten in Deutschland**

Die VTAD, die Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands e.V., wurde 1992 mit dem Ziel gegründet, durch Aus- und Weiterbildung einen hohen Qualitätsstandard der Technischen Analyse in Deutschland zu etablieren. Sie ist zudem der autorisierte Landesverband des Weltverbands IFTA ([www.ifta.org](http://www.ifta.org)).

**Die VTAD ist die Kontaktplattform aller Technischen Analysten in Deutschland:**

- Die VTAD schafft ein einzigartiges Forum, in dem sich institutionelle Investoren, aber auch interessierte Privatanleger, monatlich in zehn Regionalgruppen in ganz Deutschland zu hochkarätigen Vorträgen und zum Erfahrungsaustausch treffen
- Vergünstigungen auf alle Fortbildungsveranstaltungen der VTAD
- Jährliche kostenfreie Mitgliederversammlung – Renommierte Referenten und Treffen mit Kollegen aus ganz Deutschland
- Preisrabatte bei den Angeboten unserer Fördermitglieder



Tel.: +49 69 2199 6273  
 Fax: +49 69 2199 6332  
[www.vtad.de](http://www.vtad.de)



**Sie sind eingeladen: Besuchen Sie einmalig kostenfrei ein Regionaltreffen Ihrer Wahl (Preis für Nichtmitglieder: 25 Euro)**

**Die Termine lesen Sie auf [www.vtad.de](http://www.vtad.de)**

**VTAD**  
 Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands e.V.  
 Hochschildstraße 21  
 60435 Frankfurt

# „Werden an dem eingeschlagenen Wachstumskurs festhalten“

*Smart Investor sprach mit Dr. Matthias-Wilbur Weber, Finanzvorstand der Eurofins Scientific, über die Auswirkungen der Finanzkrise, die Wachstumstreiber im Laborgeschäft und die weitere Akquisitionspolitik des Unternehmens.*

**Smart Investor:** Ist Eurofins das, was man gemeinhin unter einem „Krisenprofiteur“ versteht? Immerhin wird der Ruf nach strengeren Richtlinien im Lebensmittelbereich mit jedem Skandal lauter.

**Weber:** Ich würde unser Geschäft in keinsten Weise auf den Aspekt der Krise reduzieren wollen. Schließlich garantieren wir mit unseren Test- und Analyseverfahren grundsätzlich die Sicherheit bzw. Unbedenklichkeit von Nahrungsmitteln, Medikamenten oder Umwelteinwirkungen. Konkrete Beispiele sind Analysen von Trinkwasser, Emissionsmengen oder Vaterschaftstests. Wir bieten dem Verbraucher insgesamt ein höheres Maß an Sicherheit und Transparenz, indem er sich bspw. darauf verlassen kann, dass ein bestimmtes Bio-Produkt auch tatsächlich „Bio“ ist oder die vom Gesetzgeber vorgeschriebenen Grenzwerte an Pestiziden eingehalten werden.

**Smart Investor:** Worin sehen Sie denn die wesentlichen Wachstumstreiber für Ihr Geschäft?

**Weber:** Die Erwartungen der Verbraucher an die Qualität der Produkte sind in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Dem trägt der Gesetzgeber mit strengeren Richtlinien und Grenzwerten Rechnung, was letztlich ein insgesamt höheres Testvolumen nach sich zieht. Darüber hinaus generieren immer neue Testmethoden und das Know-how, immer geringere

Rückstandsmengen nachweisen zu können, weiteres Wachstum. So ist es heute möglich, unter 1 Milliarde Partikeln einen ganz bestimmten zu identifizieren. Gerade im Arzneimittelbereich spielt überdies die gestiegene Lebenserwartung der Menschen mit hinein. Je älter wir werden, desto mehr Medikamente nehmen wir – zumindest im Durchschnitt – zu uns. Zusätzlich profitiert Eurofins vom Outsourcing-Trend der Branche. Waren früher viele Labore an Universitäten oder an staatlichen Unternehmen angegliedert, so lagern mittlerweile immer mehr Gesellschaften ihre Labordienste aus Effizienz- und Kostengründen an uns aus.



Dr. Matthias-Wilbur Weber

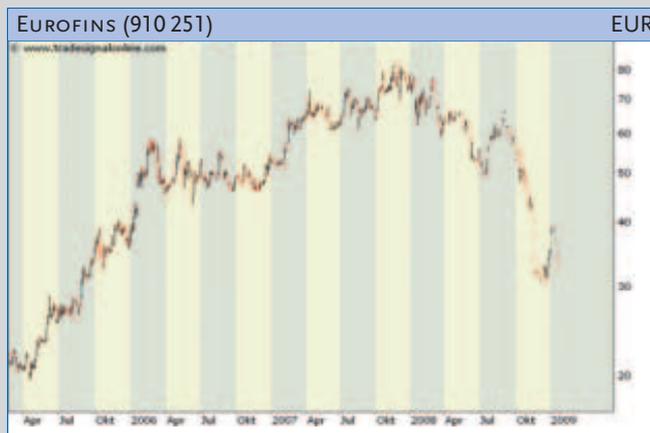
**Smart Investor:** Ihr Labor im chinesischen Suzhou bietet seit kurzem ein geeignetes Testverfahren zum Nachweis der gifti-

## EUROFINS SCIENTIFIC

In seiner inzwischen 20jährigen Firmengeschichte ist das deutsch-französische Bioanalytik-Unternehmen Eurofins von einem Start-up zu einem weltweit tätigen Laborkonzern gewachsen. Heute betreibt die Gesellschaft mehr als 150 Labors in 29 Ländern. Über 7.000 Angestellte analysieren, testen und scannen täglich Tausende Proben auf Gifte, Krankheitserreger oder gentechnische Veränderungen. Zu seinen Kunden zählt Eurofins Unternehmen der Life Science-, Lebensmittel- und chemischen Industrie. Darüber hinaus greifen auch Behörden und andere staatliche Stellen auf die Dienste des Bioanalytikers zurück. Die aggressive Wachstumsstrategie des Konzerns, dessen Aktien in Paris und in Frankfurt notiert sind, setzt vorrangig auf Akquisitionen kleinerer, meist defizitärer Labors, die sodann einer weitreichenden Restrukturierung und Neuausrichtung unterzogen werden.

Bei der Finanzberichterstattung unterscheidet unser Musterdepotwert Eurofins aus Transparenzgründen zwischen den etablierten Labors, die unter der Überschrift „Up-to-Standard“ geführt werden, und den Ergebnissen der neuen, im Umbau befindlichen Einrichtungen, die als „Under Development“ ausgewiesen werden. In den

ersten neun Monaten 2008 verbuchten letztere bei Erlösen von 206 Mio. EUR einen operativen Verlust von 9,5 Mio. EUR. Demgegenüber erzielte die „Up-to-Standard“-Sparte Umsätze von 237 Mio. EUR und eine EBITA-Marge von über 15%. Das organische Wachstum gibt Eurofins dabei mit über 10% an. ■





gen Chemikalie Melamin an. Wie wichtig ist es, als erster mit solchen Angeboten vor Ort präsent sein?

**Weber:** Gerade im Lebensmittelbereich kommt es darauf an, dass man seinen Kunden sofort – d.h. innerhalb weniger Tage – einen Test zum Nachweis einer bestimmten Substanz anbieten kann. Da viele unserer Kunden zudem global agieren, erwarten sie auch von uns, dass wir ebenso weltweit vertreten sind und vor Ort geeignete Kapazitäten vorhalten. Außerdem ist es für unsere Kunden wichtig, dass sie in einem Exportland wie China Tests durchführen können, die akkreditiert sind und europäischen Standards entsprechen.

**Smart Investor:** Können Sie bereits etwas zum Geschäft im vierten Quartal sagen?

**Weber:** Das Quartal zeigte einen Verlauf, der unseren Erwartungen entsprach. Details hierzu werden wir am 5. März auf unserer Bilanzpressekonferenz in Frankfurt bekannt geben. Bislang spüren wir jedenfalls unmittelbar keine Auswirkungen der Wirtschaftskrise.

**Smart Investor:** In der Vergangenheit verfolgten Sie eine recht aggressive Akquisitionspolitik. Überdenken Sie angesichts der anhaltenden Finanzmarktkrise diese Strategie?

**Weber:** Nein, grundsätzlich werden wir an dem eingeschlagenen Wachstumskurs festhalten, zumal es aktuell an der Finanzierung nicht scheitern wird. Wir können bei Bedarf auf ausreichend Cash und freie Kreditlinien zurückgreifen. In der augenblicklichen Krise sehen wir vielmehr eine Chance, attraktive Ziele zu einem geringeren Multiple, sprich zu einem günstigeren Preis, zu erwerben. Wir beabsichtigen zukünftig aber weniger defizitäre und damit vor allem bereits profitable Unternehmen zu kaufen, da das „in Entwicklung befindliche“ Geschäft uns in der Vergangenheit etwas zu sehr die Marge verwässert hat.

**Smart Investor:** Ihr erklärtes Ziel ist es, bis 2011 den Umsatz auf mehr als 1 Mrd. Euro auszubauen. Bleiben Sie bei dieser Vorgabe, und was folgt hieraus für die Profitabilität des Unternehmens?

**Weber:** Ich sehe aus heutiger Sicht keinen Grund, weshalb wir dieses Ziel nicht erreichen sollten. Dem liegt die Annahme eines jährlich ca. 10%igen organischen und eines 10%igen akquisitionsbasierten Wachstums zu Grunde. Dabei handelt es sich selbstverständlich um Durchschnittswerte. Bei der Marge peilen wir in der „Up-to-Standard“-Sparte eine EBIT-Rendite von 15% an. Dieses Niveau konnten wir im Übrigen bereits im dritten Quartal 2008 realisieren.

**Smart Investor:** Herr Weber, haben Sie besten Dank für das Gespräch!

Interview: Marcus Wessel

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

www.smartinvestor.de



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

Anzeige

## KENNENLERN-ABONNEMENT

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

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

Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: .....

PLZ, Ort: .....

Telefon: ..... Fax: .....

eMail-Adresse: .....

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

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

Coupon bitte einsenden an:

Smart Investor Media GmbH · Hofmannstr. 7a · 81379 München  
 Telefon: +49 (0) 89-2000 339-0 · Fax-Order: +49 (0) 89-2000 339-38  
 oder online unter [www.smartinvestor.de/abo](http://www.smartinvestor.de/abo)

# Zwischen Resignation und (Zweck-)Optimismus

## Mainhattan funk S.O.S.

Man kommt in diesen Tagen kaum hinterher, sämtliche Wasserstandsmeldungen aus den Bankentürmen einzuordnen. Egal ob in den USA (Rekordverluste bei Citigroup & Co.), Großbritannien (Royal Bank of Scotland) oder hierzulande, die Banken taumeln gefährlich nahe am Abgrund, in den sie ohne staatliche Unterstützung längst gefallen wären. Wäre die Lage nicht so ernst, wir könnten uns voller Genugtuung auf die Schulter klopfen, schließlich haben wir die „Bombe im Bankensektor“ bereits ausführlich im vergangenen Sommer thematisiert. Nun steigt der Staat bei der ebenfalls ins Straucheln geratenen Commerzbank ein, der die erst kürzlich erfolgte Übernahme der Dresdner Bank schwer im Magen liegt. Für die Aktionäre ist diese de facto Teilverstaatlichung eine Katastrophe, dürfte der Bund doch versucht sein, seinen Einfluss geltend zu machen und mit der Bank indirekt auch Industriepolitik zu betreiben. Sogar die lange Zeit vermeintlich krisenresistente Deutsche Bank erscheint nach Bekanntgabe eines Milliardenverlusts für 2008 immer stärker in den Strudel der Finanzmarktkrise zu geraten.

## Celesio: Politik mischt kräftig mit

Von staatlicher Regulierung und Eingriffen in den Gesundheitssektor bleibt der Pharmagroßhändler Celesio nicht verschont. So gesehen war die Nachricht, dass der Europäische Gerichtshof das in Deutschland geltende strenge Apothekenrecht für vereinbar mit europäischem Recht halten wird, ein schwerer Schlag für den Konzern, der hierzulande über seine Tochter DocMorris ein eigenes Filialnetz aufbauen wollte. Eindeutig positiv sind dagegen die Pläne der Bundesregierung zu bewerten, den Pharmagroßhandel zukünftig vor weiteren Erlösminderungen zu schützen. Ein Entwurf des Bundesgesundheitsministeriums schlägt ein neues Vergütungssystem vor, das den Händlern bei Medikamenten einen Grundbetrag sowie ei-

nen bestimmten Prozentsatz auf den Abgabepreis zusichert. Das dürfte nach Einschätzung von Branchenexperten helfen, den Rabattkrieg unter den Großhändlern einzudämmen.

**SI-Kommentar:** Der Wert notiert inzwischen auf dem Niveau des Jahres 2003. Das lässt einen Einstieg gerade unter längerfristigen Überlegungen reizvoll erscheinen.

## ElringKlinger: Im Auge des Hurrikans

Kaum eine Branche leidet unter dem Konjunkturabschwung so sehr wie die Automobilindustrie und mit ihr die Zulieferer. Selbst Vorzeigeunternehmen wie der Dichtungsspezialist ElringKlinger können sich der Dynamik des Abschwungs nicht länger entziehen. Nach einem bereits mäßigen Jahr 2008, in dem u.a. hohe Rückstellungen für Materialabsicherungen belasteten, blickt der Konzern mit großer Unsicherheit in die Zukunft. Kurzarbeit ist beschlossen, Investitionen werden zurückgefahren. Im schlimmsten Fall erwartet der Konzern 2009 einen weiteren Einbruch der Fahrzeugproduktion zwischen 20 und 25% in Europa und Nordamerika. Unter dieser Prämisse werde ElringKlinger einen Umsatz zwischen 580 und 600 Mio. EUR (Vj.: ca. 660 Mio. EUR) sowie eine operative Marge zwischen 8 und 10% erzielen. Erst für Ende des Jahres bzw. ab 2010 rechnet der Vorstand mit einem graduellen Anziehen der Fahrzeugkonjunktur.

**SI-Kommentar:** Die Tatsache, dass ElringKlinger selbst in diesen Zeiten noch mit einer annähernd zweistelligen Marge arbeitet, ist bemerkenswert und dokumentiert die Ausnahmestellung der Schwaben.

## Vita34: Senkt Umsatzplanung

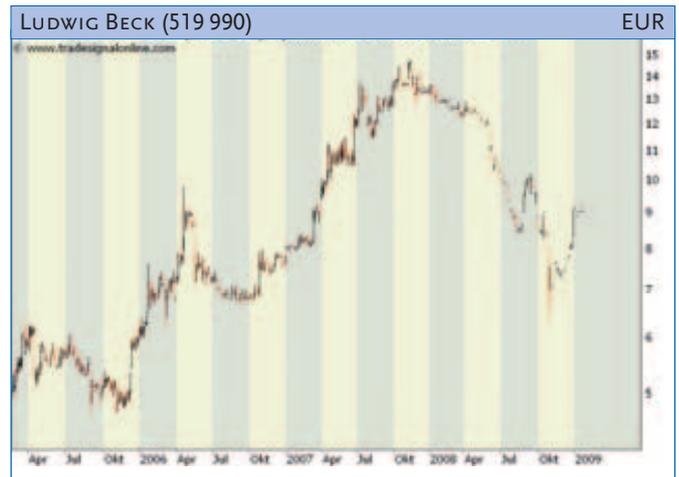
Wie die auf die Einlagerung und Aufbereitung von Nabelschnurblut spezialisierte Vita34 AG kurz vor Weihnachten bekannt gab, entwickelt sich das Geschäft langsamer als in den eigenen Planungen unterstellt. Auch besteht die

Gefahr, dass sich die konjunkturelle Situation auf das Konsumverhalten der Klientel von Vita34 negativ auswirkt. Als Konsequenz senkte der Vorstand die ohnehin ambitionierte Umsatzprognose für das nächste Geschäftsjahr. Nunmehr erwartet das Leipziger Unternehmen Erlöse „deutlich unter“ den ursprünglich anvisierten 28 Mio. EUR (2008: 15 Mio. EUR). Dagegen wird am Break-even-Ziel auf EBIT-Basis aufgrund der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells festgehalten. Um vom Deutschland-Geschäft in Zukunft unabhängiger zu werden, will Vorstandschef Dr. Eberhard Lampeter gleichzeitig die Expansion in andere europäische Länder forcieren. In Spanien gelang dem Unternehmen über eine Partnerschaft mit Secuvita bereits der Markteintritt.

**SI-Kommentar:** Die Aktie hat auch in diesem Fall die negativen Nachrichten längst vorweggenommen. Zurzeit notiert der Titel nahezu auf Cash-Niveau.

**Ludwig Beck: Mit Weihnachtsgeschäft zufrieden**

Entgegen vielen Befürchtungen zeigt sich der Konsum bislang in den meisten Bereichen ausgesprochen stabil. Auch das Weihnachtsgeschäft stellte den Einzelhändler zufrieden. Der Modekonzern Ludwig Beck konnte die Monate November und Dezember sogar über Vorjahr abschließen. Im Hintergrundgespräch mit Smart Investor zeigte sich Finanzvorstand Dieter Münch zuversichtlich, die angestrebte EBIT-Steigerung um 10% am Ende noch übertreffen zu können. Ludwig Beck werde zudem an seiner aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik festhalten.



ten. Im Vorjahr wurden 30 Cent an die Anteilseigner ausgeschüttet. Ein Wert, den man als Richtgröße auch für das Jahr 2009 heranziehen kann. In das neue Jahr ist der Modekonzern ebenfalls gut gestartet. „Der Januar zeigt sich bislang sehr stark“, so Münch weiter. Wachstumsfantasie ergibt sich auch aus der erstmals ganzjährig zur Verfügung stehenden Flächenenerweiterung am Hauptstandort München.

**SI-Kommentar:** Qualität hat ihren Preis – auch an der Börse. So schlägt sich die Outperformance innerhalb der Mode-Branche in einem Aufschlag der Aktie (KGV 12 für 2009) zum Sektor (KGV 9) nieder.

Anzeige

# Hatten Sie zuletzt Verluste von 10, 20, 30, 40 oder sogar über 50%...



**Beispiel: Franconofurt AG**

Insider: **Finanzvorstand verkauft**  
 Volumen: **436.198,00 EUR / 60.200 Stück**  
 Datum: **Montag, 09.06.2008 10:01 Uhr**



**Hier gibt es die Lösung!**

Testen Sie kostenlos den Insider Alarm, der Sie rechtzeitig über Verkäufe der Aktieninsider informiert!

**20€**

**Gutscheincode: SAFE08**

**Mehr erfahren und kostenlos testen!**

## NACHRICHTEN AUS DEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN

### 3U: Erste Beteiligung darf kein Flop werden

Das frühere Telekommunikationsunternehmen 3U, das seit Ende 2007 als 3U Holding unter neuem Namen firmiert, lässt sich mit der Neuausrichtung zu einer Beteiligungs-AG weiterhin Zeit. Wie uns Finanzvorstand Oliver Zimmermann erklärt, habe man sich über die letzten Monate zwar rund 100 potenzielle Beteiligungen angesehen, bislang scheiterten die Verhandlungen jedoch zu meist am Preis oder der Qualität der Firmen. Der CFO weiß, dass Anleger sehr genau beobachten, für was 3U sein komfortables Cash-Polster von ca. 35 Mio. EUR einsetzt. Das erste Investment soll auf keinen Fall ein Flop werden. Derzeit stehe man mit einem Unternehmen aus der Solarthermie in fortgeschrittenen Gesprächen. Zimmermann glaubt, dass im Verlauf des ersten Halbjahres ein Abschluss vermeldet werden kann. Auch die Restrukturierung von Sanierungsfällen traut sich der auf diesem Gebiet erfahrene Vorstand zu. Derweil ist der Verkauf der Tochter LambdaNet endgültig vom Tisch. Man wolle nun selbst das Unternehmen weiterentwickeln und stärker auf Geschäftskunden ausrichten. Dazu sei der Vertrieb zuletzt deutlich ausgebaut worden.

**SI-Kommentar:** Der Wert bleibt eine aussichtsreiche Spekulation mit eingebauter Absicherung. Das Cashflow-starke Festnetzgeschäft erhält der Anleger derzeit geschenkt.

### Surikate: Kein Grund zum Wehklagen

In den Tenor des allgemeinen Wehklagens will Surikate-Vorstand Frank Kahle nicht einstimmen. Dafür sehe er keinen Anlass, schließlich werde man die eigene EBIT-Prognose von 8 Mio. EUR für das abgelaufene Jahr sicher erreichen. Zu dem guten Ergebnis dürfte neben den bestehenden drei Beteiligungen Schmöle, LTH und KW Karosseriewerke auch der Verkauf des Immobiliengeschäfts beitragen. Als Automobilzulieferer sei die in Weinsberg ansässige KW Karosseriewerke zwar von rückläufigen Abrufen einiger Kunden betroffen, dennoch werde das Unternehmen vermutlich ohne Kurzarbeit und ohne einen signifikanten Ergebniseinbruch die Krise überstehen. Aktionäre können für das letzte Jahr mit einer höheren Dividende rechnen (Vj.: 30 Cent). Beim Thema Akquisitionen lässt sich Kahle bewusst Zeit. Er erwartet, dass die Preise bis Jahresmitte weiter sinken werden. Erst dann wolle man zuschlagen. Den Bereich Landmaschinen erachtet Kahle hierbei für besonders interessant.

**SI-Kommentar:** Surikate-Aktionäre können auch in diesen schwierigen Zeiten ruhig schlafen. Die umsichtige Übernahmepolitik des Vorstands verdient Respekt. ■

Fotos: ViB, Surikate (rechts)



## NACHRICHTEN AUS DEN IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN

### Colonia Real Estate: Dead Cat Bounce?

Als kreditfinanzierte Immobilientransaktionen an der Börse noch gern gesehen waren, ließ sich auch die Colonia Real Estate (CRE) zu umfangreichen Paketkäufen hinreißen. Diese bestanden zu meist aus qualitativ eher suboptimalen Objekten, die zusammengeschnürt als größeres Portfolio mit einem – so die Hoffnung – entsprechend attraktivem Discount erworben werden konnten. Das Management der im SDAX enthaltenen CRE wollte offenkundig auf allen Hochzeiten tanzen. Egal ob Eigenhandel oder Bestandshalter, ob Portfoliobewirtschaftung für Dritte, Wohn-, und Gewerbeimmobilien, Fonds-Management oder Joint Ventures, überall hatte die CRE ihre Finger im Spiel. Nun wird zurückgerudert und ein radikales Kostensenkungsprogramm umgesetzt. Dieses sieht den Verkauf mehrerer Töchter, einen umfangreichen Personalabbau und den Rückbau der Konzern-Diversifizierung vor.

**SI-Kommentar:** In Erwartung weiterer Zinssenkungen verbuchte die CRE-Aktie seit Ende November massive Kursgewinne. Vermutlich handelte es sich dabei jedoch nur um ein Strohfeuer.

### VIB (IK): Bestandshalter mit klarer Strategie

Auf die Idee, umfangreiche Immobilienpakete zu erwerben, käme der Vorstand der VIB Vermögen AG vermutlich nie. Immerhin liegt im Einzelkauf der Objekte einer der wesentlichen Erfolgsfaktoren

des Geschäftsmodells. Als Bestandshalter von Gewerbeimmobilien im süddeutschen Raum schließt die Gesellschaft langfristige Verträge mit bonitätsstarken Mietern wie Behörden und prominenten Handelsketten ab. Die Verträge sind i.d.R. auf 15 bis 20 Jahre ausgelegt. Zu diesem Zeitpunkt hat man die Immobilie längst abbezahlt. Nach einem bereits ausgesprochen starken ersten Halbjahr sollte die Vorsteuer-Prognose von 17 Mio. EUR für 2008 sicher erreicht werden. Damit wird auch eine kräftige Erhöhung der Dividende (Vj.: 20 Cent) immer wahrscheinlicher. Der Abschlag auf den Net Asset Value (NAV) betrug zuletzt rekordverdächtige 70%.

**SI-Kommentar:** Dank des komfortablen Spreads zwischen Mietrenditen und Zinsaufwand verdient VIB auch in konjunkturell schwierigen Zeiten gutes Geld. Wir sehen in der Aktie einen der wenigen substanzstarken Dividentitel im Immobiliensektor. ■

#### HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)

Eine mit IK gekennzeichnete Aktie wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenskonflikt s. auch Impressum auf S. 8).

# Neues Jahr, alter Trott

Nach einer kurzen Erholung zwischen den Feiertagen schwenkten die Aktienmärkte auch im neuen Jahr in den altbekannten Baisse-Modus ein. Die Folgen dieses Rückfalls zeigen sich in dicken Minuszeichen bei vielen unserer Depotwerte.

Der Neujahrskater war noch nicht ganz verflogen, da gingen die Börsen auch schon wieder auf Tauchstation – und mit ihnen unser Musterdepot. Vor allem unser DAX-Call musste in Folge dessen deutliche Verluste hinnehmen. Wie bei unserer Benchmark summierten sich die Verluste seit Jahresbeginn auf 13%. Verkauft wurden zuletzt Highlight und Teleplan, teils um neue Liquidität zu schaffen, teils weil wir den Titeln kurz- bis mittelfristig keine Trendwende mehr zutrauten. Man muss es so klar sagen: Beide Werte konnten die in sie gesteckten Erwartungen nicht erfüllen. Im Fall von Teleplan hinterließ der starke Konjunkturbruch erste Spu-

ren in der Bilanz, wodurch der eigentlich bereits erfolgreiche Turnaround wieder in Gefahr zu geraten droht. Die zunehmend intransparente Verflechtung der Highlight-Gruppe mit dem DSF-Eigentümer EM.Sport Media war uns ein Dorn im Auge, der Verkauf daher die logische Konsequenz.

## Ein Blick zurück

Das Jahr 2008 kannte mit Aktionären kein Erbarmen. Gerade in der zweiten Jahreshälfte nahm die Abwärtsdynamik an den Märkten nochmals dramatisch zu, was im DAX am Ende zu einem Minus von



MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EUR) STICHTAG: 23.1.2009  
 PERFORMANCE: -13,1% SEIT JAHRESANFANG (DAX: -13,1%); -3,4% GG. VORMONAT (DAX: -10,4%); +92,3% SEIT DEPOTSTART (DAX: +63,4%)

WKN	BRANCHE/ LAND	SIP* C/R*	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT	WERT AKT	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	SEIT KAUF
SILVER STAND. RES.* [CAN] IK	858 840 SILBEREXPLORER	C 7/5	1.000	3.10.07/13.11.08	14,29	15,84	15.840	8,2%	+96,3%	+10,8%
INIT [D] IK	575 980 TELEMATIK	A 6/4	1.000	26.11.08	4,70	5,15	5.150	2,7%	+15,7%	+9,6%
BANPU [THAI] IK	882 131 KOHLEPRODUZENT	B 7/6	2.000	04.04.07	4,72	4,73	9.460	4,9%	+1,3%	+0,2%
ASKNET [D] IK	517 330 INTERNET-SOFTWARE	B 7/6	2.000	08.10.08	4,20	3,90	7.800	4,1%	-9,3%	-7,1%
XSTRATA [CH]	552 834 BERGBAU	B 8/6	900	17.12.08	8,00	7,41	6.669	3,5%	-	-7,4%
BAADER [D]	508 810 MAKLER	B 8/6	5.000	08.10.08	2,05	1,75	8.750	4,6%	+4,2%	-14,6%
PHÖNIX SOLAR [D]	A0B VU9 SOLAR	B 7/5	250	15.10.08	32,85	26,29	6.573	3,4%	+6,0%	-20,0%
EQUITYSTORY [D] IK	549 416 INVESTOR RELATIONS	B 5/3	400	06.10.08	21,30	16,94	6.776	3,5%	+3,3%	-20,5%
BERTHOLD HERMLE Vz. [D] IK	605 283 MASCHINENBAU	B 6/4	200	08.10.08	53,00	42,10	8.420	4,4%	-16,6%	-20,6%
FUCHS Vz. [D]	579 043 SCHMIERSTOFFE	B 6/4	400	08.10.08	34,05	27,02	10.808	5,6%	+6,8%	-20,6%
BAUER [D] IK	516 810 SPEZIALBAU	B 7/5	400	08.10.08	26,00	20,64	8.256	4,3%	-9,4%	-20,6%
UNITED INTERNET [D] IK	508 903 INTERNET	B 8/5	2.000	08.10.08	5,65	4,29	8.580	4,5%	-11,5%	-24,1%
PANORAMIC RES. [AUS] IK	A0Q 29H NICKELPRODUZENT	B 8/5	15.000	15.10.08	0,67	0,47	7.050	3,7%	+20,5%	-29,9%
ADVANCED INFLIGHT [D] IK	126 218 MEDIEN	C 6/4	5.000	22.12.04	1,84	1,27	6.350	3,3%	-13,6%	-31,0%
STRATECO RES. [CAN] IK	A0C AKR URAN-EXPLORER	B 9/8	10.000	08.10.08	0,67	0,45	4.500	2,3%	+45,2%	-32,8%
SOHU.COM [CHN] IK	502 687 INTERNET	B 8/6	250	04.09.08	46,50	29,96	7.490	3,9%	-9,2%	-35,6%
DEUTSCHE BÖRSE [D]	581 005 FINANZDIENSTLEIST.	B 6/4	200	08.10.08	61,50	39,16	7.832	4,1%	-26,4%	-36,3%
ORAD Hi-Tec [ISR] IK	928 634 3D-SOFTWARE	B 7/6	3.000	06.08.08	2,65	1,55	4.650	2,4%	-7,7%	-41,5%
EUROFINS [D/F]	910 251 ANALYTIK	B 7/5	200	15.10.08	56,30	32,00	6.400	3,3%	-2,4%	-43,2%
RATIONAL [D]	701 080 KÜCHENGERÄTE	B 7/5	100	06.08.08	116,41	66,00	6.600	3,4%	-20,7%	-43,3%
KRONES [D] IK	633 500 MASCHINENBAU	C 7/5	300	18.04.07	48,17	24,45	7.335	3,8%	-16,2%	-49,2%
AURELIUS* [D] IK	A0J K2A SANIERUNGSSPEZ.	B 8/5	500	26.10.07/26.11.08	24,33	12,17	6.085	3,2%	+14,0%	-50,0%
SINO-FOREST [CHN] IK	899 033 HOLZPRODUZENT	C 8/6	800	09.09.08	11,20	5,41	4.328	2,3%	-1,5%	-51,7%
PALFINGER [ÖST] IK	919 964 SPEZIALKRÄNE	C 7/6	600	21.06.06	17,97	8,61	5.166	2,7%	-13,3%	-52,1%
DAX-LONG-HZ; 3.888; ENDLOS	TB2 BEF	C 8/7	1.000	12.11.08	7,40	3,21	3.210	1,7%	-62,1%	-56,6%
INTEGRALIS [D]	515 503 IT-SICHERHEIT	C 7/6	2.000	20.11.07	5,20	2,22	4.440	2,3%	-14,0%	-57,3%
GREAT BASIN GOLD [CAN]	885 375 GOLDEXPLORER	C 6/5	3.000	31.10.07	2,50	0,86	2.580	1,3%	+10,3%	-65,6%

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

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

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

AKTIENBESTAND	187.098	97,3%
LIQUIDITÄT	5.168	2,7%
GESAMTWERT	192.266	100,0%

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

HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE UND VERKÄUFE					
DURCHGEFÜHRTE KÄUFE	WKN	KURS	STÜCK	KAUFWERT	DATUM
XSTRATA	552 834	8,00	900	7.200	17.12.08

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE						
				VERK.WERT	PERF.	DATUM
HIGHLIGHT	920 299	3,11	2.500	7.775	-53,9%	17.12.08
TELEPLAN	916 980	0,47	9.000	4.230	-54,8%	14.01.09

rund 40% führte. Zwischenzeitlich hatte sich der deutsche Blue-Chip-Index gemessen an seinen Höchstständen gar halbiert. Dem gegenüber kam unser Musterdepot noch mit kleineren Blessuren davon. Auf 12,3% summierte sich zum 31.12. der 2008 erlittene Wertverlust. Die klare Outperformance zur Benchmark lässt sich im Wesentlichen auf drei Faktoren zurückführen. Zunächst hielten wir lange Zeit einen hohen Kassenbestand von ca. 50% vor, darüber hinaus nutzten wir Absicherungen wie ein DAX-Shortzertifikat und mieden ganz bewusst Werte aus dem Finanzsektor. Dass wir dennoch ein Minus hinnehmen mussten, erklärt sich mit unserem zu frühen und forschen (Wieder-)Einstieg ab Oktober. Im Nachhinein zeigt sich, dass auch wir die Schärfe der Baisse unterschätzt haben.

### Depotwerte im Fokus

Auch in dieser Ausgabe beschäftigten wir uns wieder außerhalb des Musterdepots mit dem einen oder anderen Titel. Für die Rubrik „Money Talk“ sprachen wir mit Eurofins-Finanzchef Dr. Matthias-Wilbur Weber über die Perspektiven für die Bioanalytik-Branche, die wichtigsten Wachstumstreiber und die Langfristziele des Konzerns. Wenngleich die Kursperformance sicherlich enttäuschend ist, glauben wir nach wie vor an das Geschäftsmodell, das seine Krisenresistenz gerade in diesen Tagen unter Beweis stellt. In der Gastanalyse unterzieht Peter-Thilo Hasler, Director Research bei Viscardi, unseren Musterdepotwert Aurelius (IK) einem kritischen Check. Der Sanierer meldete allein seit Mitte Dezember vier neue Übernahmen, darunter den britischen Ableger der Bertelsmann-Buchclubsparte und die Traditionsmarke Blaupunkt.

### Silver Standard (IK) mit Kursverdopplung

Ohne dass es hierfür einen fundamentalen Auslöser gegeben hätte, gelang der Aktie des kanadischen Silberexplorers Silver Standard seit Anfang Dezember eine glatte Verdopplung. In dem vorausgegangenen Absturz von über 25 EUR auf im Tief weniger als 5 Euro innerhalb eines Jahres mag man jedoch bereits die Erklärung für diese auf den ersten Blick erstaunliche Kursbewegung finden. Unseres Erachtens handelt es sich dabei lediglich um eine technische Gegenbewegung. Die Übertreibung nach unten hatte zuvor einfach absurde Ausmaße angenommen. Diese Beobachtung trifft im Übrigen auf viele Edelmetall- und Rohstoffwerte zu. So konnten der Uran-Explorer Strateco (IK) und der Nickel-Produzent Panoramic (IK) zuletzt ebenfalls prozentual deutlich zweistellig zulegen.

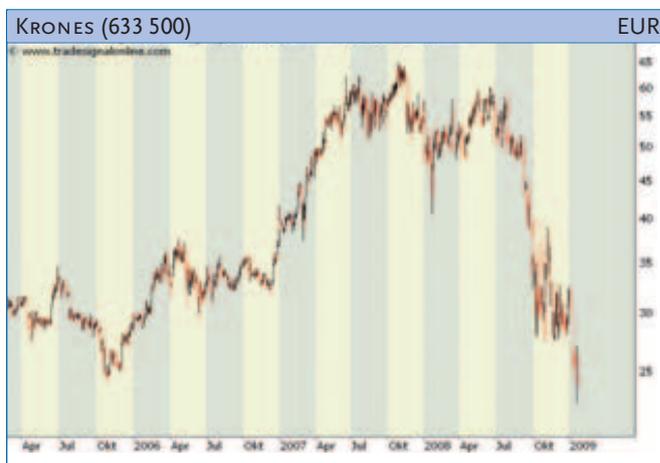
### Neuzugang Xstrata in der Defensive

Seit wenigen Wochen gehört auch der Schweizer Bergbaukonzern Xstrata dem Depot an. Wir nutzten hier das deutlich ermäßigte Bewertungsniveau zum Einstieg. Natürlich leidet auch Xstrata als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise unter den gesunkenen Rohstoffpreisen. Das Management reagierte jedoch prompt auf die Preis- und Nachfrageerosion. Investitionsprogramme wurden ausgesetzt, die Produktion in bestimmten Bereichen wie der Ferrochrom-Sparte zurückgefahren. Als eines der weltweit führenden

Bergbau- und Minenunternehmen besitzt Xstrata im Gegensatz zu vielen kleineren Wettbewerben die finanziellen Ressourcen, auch längere Durststrecken zu überstehen. Wie ausgebombt der Titel mittlerweile ist, wurde deutlich, als die Aktie selbst auf schlechte Nachrichten nicht mit weiteren Abgaben reagierte. So stoppte das höchste australische Gericht den Ausbau der McArthur-River-Mine. Xstrata wollte die Mine ursprünglich in einen Tagebau umwandeln und sich auf diesem Wege den Zugang zu umfangreichen Erzvorkommen erschließen. Dieses Vorhaben ist nun erst einmal vom Tisch, nachdem das Gericht eine von der früheren konservativen Regierung erteilte Genehmigung für ungültig befand. Gegen den Ausbau hatten mehrere Ureinwohner des Northern Territory geklagt.

### Spekulationen um Deutsche Börse

Unter Druck geriet abermals die Aktie der Deutschen Börse. Dabei belasteten Spekulationen um einen Ausstieg des Großaktionärs Atticus das Sentiment. Der US-Hedgefonds dementierte jedoch alle Gerüchte. Zusammen mit dem Hedgefonds TCI halte man nach wie vor rund 19% der Deutsche Börse-Anteile, Verkaufsabsichten gebe es momentan keine. Als weitaus relevanteren Belastungsfaktor für die Börse sehen wir die zurzeit geringen Handelsvolumina. Der Dezember, traditionell ein ruhiger Börsenmonat, brachte bereits einen deutlichen Rückgang der Orderzahlen. Dieser Trend setzt sich im Januar bislang fort. Es scheint, dass vielen Anlegern inzwischen die Lust auf Aktien und Aktienhandel vergangen ist. Solange wir jedoch weiterhin von mittelfristig deutlich steigenden Indizes ausgehen, halten wir an der Position fest. In diesem Szenario sollte die Aktie der Deutschen Börse überproportional hinzugewinnen können.



### Auftragsflaute im Maschinenbau

Nachdem sich bereits zum Ende des dritten Quartals ein Ende des Booms im Maschinenbau ankündigte, kam es in den letzten Monaten zu einem regelrechten Einbruch bei den Auftragseingängen. Der Branchenverband VDMA meldete kürzlich für November einen Rückgang der Bestellungen um 30%. Davon bleiben auch unsere Musterdepotwerte Krones (IK) und Berthold Hermle (IK) nicht verschont. Nach Aussagen von Krones-Finanzvorstand Hans-Jürgen Thaus musste der Hersteller von Getränkeabfüllanlagen im Schlussquartal ein prozentual zweistelliges Minus bei den Auftragseingängen hinnehmen. Immer mehr Kunden hielten sich mit der Vergabe neuer Aufträge zurück. Thaus wie auch Hermle-Vorstandschef Dietmar Hermle erwarten angesichts der Schwere der Krise

**JEDEN DIENSTAG: SMART INVESTOR WEEKLY!**

Über unseren kostenlosen e-Mail-Service **Smart Investor Weekly** kündigen wir unsere Musterdepot-Transaktionen an. Der Newsletter wird jeden Dienstag auf unserer Homepage [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) veröffentlicht. Dort kann man sich auch für die Versendung registrieren.

keine schnelle Besserung. Mit ihren soliden Bilanzen und flexiblen Produktionsprozessen sind beide Unternehmen aber prädestiniert, aus diesem Konjunkturtal gestärkt heraus zu gehen. Auch die Ankündigung von Krones, bis zu 10% der eigenen Aktien über die Börse zurückzukaufen zu wollen, zeigt, dass nicht nur wir das Unternehmen derzeit für deutlich unterbewertet halten.

**Advanced Inflight (IK) bleibt auf Kurs**

Auch wenn die Entwicklung der Advanced Inflight-Aktie etwas anderes signalisiert, operativ läuft bei dem Anbieter von Bord-Unterhaltung für Fluggesellschaften alles nach Plan. Das bestätigte uns erst vor kurzem AIA-Chef Otto Dauer. Demnach sollte der Konzern 2008 mehr als 100 Mio. EUR umgesetzt und an die 40 Cent je Aktie verdient haben. Zum Vergleich: Bei einem Kurs von 1,30 EUR summiert sich der Börsenwert auf geradezu lächerliche 19 Mio. EUR. Auch die erstmalige Zahlung einer Dividende nimmt konkrete Formen an. 8 Cent könnten es am Ende werden. Damit erreicht das Papier eine Dividendenrendite von rund 6%. Für das neue Jahr zeigte sich Dauer verhalten optimistisch. AIA profitiere insbesondere von einem fallenden Ölpreis, da dieser unmittelbar den finanziellen Spielraum der Air-

lines erhöhe. Der Firmenchef, der über die letzten Monate rund 300.000 EUR aus eigener Tasche in Aktien seines Unternehmens investiert hatte, denkt über weitere Zukäufe nach. „Erträge sind mir wichtiger als Cash“, so sein unmissverständliches Statement. Wir haben der Aktie auch in schwierigen Zeiten die Treue gehalten. Insofern sehen wir keinen Grund, uns ausgerechnet jetzt, wo das Unternehmen auf die Erfolgsspur zurückgekehrt ist, von AIA zu trennen.

**Fazit**

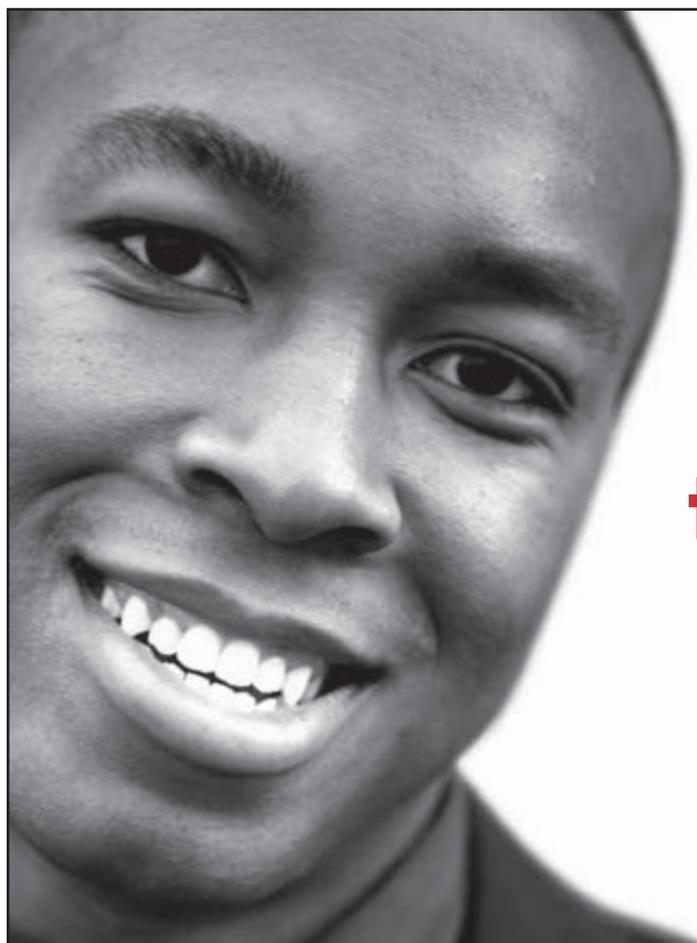
Das Wetter an den Börsen bleibt vorerst rau und äußerst unbeständig. Als Aktionär sollte man daher die Entwicklung seiner Depotwerte genau beobachten. Genau das werden auch wir weiterhin im Musterdepot tun. Da der Konjunkturbruch schärfer als zunächst von uns erwartet zu sein scheint, wollen wir nicht ausschließen, dass wir uns demnächst noch von dem einen oder anderen Wert trennen müssen. Grundsätzlich bleiben wir aber bei unserer mittelfristig bullischen Meinung (siehe hierzu auch „Das große Bild“ auf S. 51). Die Anschubhilfen des Staates sollten ihre Wirkung nicht verfehlen. ■

Marcus Wessel

**HINWEIS AUF INTERESSENSKONFLIKT (IK)**

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

Anzeige



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

**tradesignal**<sup>®</sup>  
interactive online charting

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



European Investment Fund, the EU specialized vehicle providing fund of funds venture capital and guarantee instruments for SMEs, based in Luxembourg, is seeking an:

### Investment Manager with ICT Technology Background

for the management team of the EUR 500m ERP-EIF Dachfonds.

**Responsibilities:** – Assist in the implementation of the ERP-EIF Dachfonds business plan, participating in the research, identification and preparation of fund investment opportunities, due diligence, structuring and negotiation of fund investments, and follow-up of business portfolio – Monitor a portfolio of funds – Follow-up of counterparts, venture capital management teams and venture capital investments – Represent EIF in Investors meetings and Advisory Boards

**Qualifications:** University degree in finance or business administration, post-graduate degree would be an advantage. Additional degree in ICT technology or ICT technical background otherwise acquired would be an advantage **3-5 years'** experience of the Venture Capital/Private Equity industry and techniques in Germany and Europe, fund of funds investment experience would be an advantage. Knowledge of investment opportunities in ICT Technologies and legal structuring of Venture Capital deals would be an advantage. **Fluency in written and oral English and German.** Knowledge of other EU languages would be an advantage.

For further details or to apply, please go to [www.eif.org](http://www.eif.org) and click on reference number EIF-TRM09WWW01.

The EIF offers attractive terms of employment and remuneration with a wide range of benefits and is an Equal Opportunity Employer.

## GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

Wir sind ein etablierter, unabhängiger Finanzzeitschriften-Fachverlag, fokussiert auf Themen rund um Technologie, Unternehmensfinanzierung und Investment/Börse. Zu den Verlagsobjekten gehören unter anderem das GoingPublic Magazin, das VentureCapital Magazin, das Anlegermagazin Smart Investor, das HV Magazin, die Zeitschrift DIE STIFTUNG sowie eine Reihe von Sonderausgaben zu Spezialthemen, die als jährliche Nachschlagewerke konzipiert sind.

Wir suchen fortlaufend für alle Unternehmensbereiche (Redaktionen der einzelnen Magazine, Anzeigen-/Marketingabteilung, Grafik, Back Office) und Zeiträume von 3-6 Monaten

### Praktikanten/-innen

(Voraussetzungen: Interesse an Finanz- und Börsenthemen, versierter Umgang mit MSOffice und Internet, Organisationstalent, Englischkenntnisse, Spaß an Kundenkontakten.)

Wir freuen uns auf Ihre aussagekräftige Bewerbung!

GoingPublic Media AG, z. Hd. Frau Jana Riedel,  
Hofmannstr. 7a, 81379 München, Tel. 089-2000 339-0,  
eMail: [riedel@goingpublic.de](mailto:riedel@goingpublic.de)

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

Mit der Ausgabe 9/06 starteten GoingPublic Magazin, VentureCapital Magazin und Smart Investor ihren gemeinsamen Stellenmarkt in Zusammenarbeit mit eFinancial Careers, der renommierten Finanz-Jobbörse im Internet. Noch gelten besonders günstige Einstiegs-tarife. So erscheint jede gebuchte Anzeige 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, eMail: [wagner@goingpublic.de](mailto:wagner@goingpublic.de))

In Kooperation mit



# „Finanzmarktausblick 2009“

Wie entwickeln sich Aktien, Anleihen und Rohstoffe?



Robert Rethfeld,  
Wellenreiter-Invest



Alexander Hirsekorn,  
Wellenreiter-Invest



Manfred Hübner,  
Sentix



Chris Zwermann,  
Zwermann Financial



Führte durch die Veranstaltung:  
TV-Moderator Roland Klaus

Am 15. Januar 2009 fand im Mövenpick Hotel Oberursel/Ts. der „Finanzmarktausblick 2009“ statt. Eingeladen hatten Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn von Wellenreiter-Invest. Vor 80 Teilnehmern erläuterten Manfred Hübner (Sentix), Chris Zwermann (Zwermann Financial) sowie die Gastgeber ihren Blick auf die Finanzmärkte 2009. TV-Moderator Roland Klaus führte durch die Veranstaltung. Die Ausblicke lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Die Erwartungshaltung eines Tiefpunktes an den Aktienmärkten im ersten Quartal wurde von den Referenten geteilt. Allerdings geht es dann unterschiedlich weiter: Während Chris Zwermann bereits im Frühjahr ein Hoch an den Aktienmärkten für möglich hält, läuft eine Erholung nach Manfred Hübner durchaus bis zum Sommer. Die Analysten von Wellenreiter-Invest sehen eine positive Bewegung, die – nach einer Schwäche im dritten Quartal – durchaus bis zum Jahresende anhalten kann. Ein Verlauf wie in US-Nachwahljahren, die von einem Amtswechsel begleitet sind (wie auch 2009), erscheint wahrscheinlich (s. Abb. 1).

Chris Zwermann erwähnte Brasilien als einen Kandidat, der an den Aktienmärkten für eine positive Überraschung sorgen könnte. Überwiegend dort, wo die Nullzinspolitik nicht greift, haben Aktienmärkte Erholungspotenzial. Zwermann sieht auch den chinesischen Aktienmarkt 2009 durchaus positiv belegt.

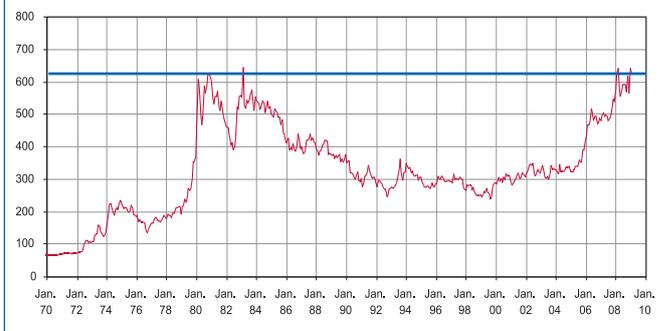
Ein interessanter Diskussionspunkt war die Art und Weise, wie die Zentralbanken mit dieser Jahrhundertkrise umgehen.

ABB. 1: DOW JONES INDEX - DURCHSCHNITTsverlauf AMTSWECHSEL-NACHWAHLJAHRE (IN %)



Die Referenten waren sich einig, dass US-Zentralbankpräsident Ben Bernanke dem Markt hinterher läuft. Das Thema Nullzinspolitik fasziniert ihn allerdings, so dass er die Welt als ein großes Versuchslabor betrachtet. Möglicherweise wird Bernanke – so Manfred Hübner – vom Markt gezwungen werden, den Leitzins in der zweiten Jahreshälfte anzuheben. Eine solche Erwartung ist an den Märkten derzeit nur unzureichend eingepreist. Bei den Währungen wird allgemein mit einem Comeback des Euro zum Dollar in der zweiten Jahreshälfte 2009 gerechnet.

ABB. 2: GOLD IN EURO



### Die Rohstoffpreise sollten sich dem deflationären Prozess nicht entziehen können.

Gold wurde von allen Referenten für das Jahr 2009 positiv eingeschätzt (insbesondere in der zweiten Jahreshälfte). Gold in Euro hat dabei die Chance – so die Analysten von Wellenreiter-Invest –, nach Überwindung der Allzeithochs die 1.000-Euro-Marke zu erreichen (Abb. 2).

### Fazit

Insgesamt lebte die Veranstaltung nicht ausschließlich von den Vorträgen, sondern auch von der klugen Moderation sowie der Einbeziehung des Publikums während der abschließenden Podiumsdiskussion. „Ideen für danach“ wurden reichlich generiert. Auch im kommenden Jahr – so Gastgeber Robert Rethfeld – soll die Veranstaltung wieder stattfinden.

Stephan Salzmann



## „2008 war der Auftakt für herbe Zeiten“

*Martin Stürner, Vorstand der PEH Wertpapier AG, nimmt kein Blatt vor den Mund: Die Blase ist geplatzt, Deflation steht vor der Tür, China fällt als Wachstumslokomotive aus.*

**Smart Investor:** Wie würden Sie das Jahr 2008 in der Rückschau einordnen?

**Stürner:** Zunächst glaube ich, dass 2008 noch vergleichsweise harmlos war. In meinen Augen ist das der Auftakt für herbe Zeiten. Der Einbruch an den Börsen ist keinesfalls nur ein zeitbegrenztes Abtauchen und damit eine Kaufchance. Realwirtschaftlich war 2008 bis in den frühen Herbst noch ein Traum, 2009 wird die Wahrheit auf den Tresen kommen. Wenn ich mir anschau, welches Auftragsvolumen der deutschen Industrie allein im Oktober und November weggebrochen ist, dann bekommen wir einen Vorgegeschmack auf das, was noch auf uns zukommt. Bei einigen Unternehmen, beispielsweise aus dem Maschinenbau, sind aber die Aufträge nicht nur um 20, 30 oder 40% zurückgegangen, nein, sie sind gänzlich ausgeblieben. Oder betrachten Sie den Einbruch des Frachtaufkommens im Hafen von Singapur im November und Dezember, das ist dramatisch.

**Smart Investor:** Was bedeutet das nun für die Börsen?

**Stürner:** Es wird sich erst zeigen, wie viel die Börse von dem realwirtschaftlichen Einbruch bereits vorweggenommen hat. In den letzten Wochen hatte es danach ausgesehen, dass negative Meldungen nichts Dramatisches mehr bewirken. Nach unseren Indikatoren werden jedoch die effektiven Unternehmenszahlen schlechter sein als das, was jetzt schon eingepreist ist. Die letzten zwei, drei Tage (zweite Januarwoche, Anm. d. Red.) sind ein Indiz hierfür. Wenn Sie so wollen, läuft in der Wirtschaft in Teilen derzeit die viel zitierte Kernschmelze ab, und dieses „Downsizing“ wird sich fortsetzen.

*Martin Stürner, Jahrgang 1961, zeichnet seit 1995 für die Geschicke der PEH Wertpapier AG mit Hauptsitz in Oberursel/Ts. verantwortlich, seit dem Jahr 2000 ist er der Vorstandsvorsitzende des Unternehmens. Davor war Stürner u. a. Fondsmanger bei M. M. Warburg sowie Gruppenleiter Anlagestrategie bei der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank.*



Nehmen wir die Automobilindustrie. In den USA gibt es drei große Anbieter, in Frankreich sind es deren zwei, in Italien, Deutschland oder Japan gibt es weitere Massenhersteller usw. Ob von denen alle überleben, kann ich nicht sagen. Aber wir werden dennoch weiter Auto fahren. Die Überkapazitäten sind in dieser Branche lange mitgeschleppt worden. Die Rabattschlachten wurden immer verrückter, man probierte es mit allen möglichen Extras. Einen VW Phaeton können Sie jetzt für 350 EUR leasen. Dafür haben Sie früher keinen Polo bekommen. Das sind gigantische Auswüchse, die einfach korrigiert werden müssen.

**Smart Investor:** Und wie sieht es bei den Banken aus?

**Stürner:** Die Banken sind doch bereits durch, das sind doch inzwischen alles Staatsbanken. Auch hier gab und gibt es Überkapazitäten. Das Problem ist nur, sie müssen sich verkleinern und gleich-

zeitig Kredite vergeben, was sie aufgrund ihrer Verschuldung gar nicht mehr können. Das viele Geld, das jetzt in die Banken gepumpt wird und von dem viele denken, es führe zu einer Reinflationierung, kommt im Kreislauf überhaupt nicht mehr an. Denn dieses Geld haben die Banken ja bereits in der Vergangenheit rausgeblasen, zum Beispiel im amerikanischen Häusermarkt. Mit dem frischen Geld werden schlichtweg die schwarzen Schuldenlöcher aufgefüllt, damit die Banken nicht direkt dort hineinfallen. Im Moment ist es noch viel zu früh, über Inflationierung zu reden.

**Smart Investor:** Damit vertreten Sie exakt die Gegenthese zum Smart Investor und sagen, wir stehen vor einer Deflation. Ist das richtig?

**Stürner:** Zum jetzigen Zeitpunkt befinden wir uns inmitten einer Disinflation, und darauf folgt die Deflation. Japan lässt grüßen. Sie brauchen auch keine Angst zu haben, durch die immensen staatlichen Gelder würde das Platzen der Blase bloß verzögert. Dazu kann ich Ihnen sagen: Die Blase ist geplatzt.

**Smart Investor:** Was bedeutet das nun für den Anleger?

**Stürner:** Ich behaupte nicht zu wissen, was in einem oder zwei Jahren ist. Ich bin froh, wenn ich in einem solchen Umfeld übersehen kann, was nächste Woche passiert. Als großes Szenario zeigen uns unsere Indikatoren die Disinflation. Und wir haben unsere Aktienquoten auf 0 bis 20% zurückgenommen, hier sehen wir einfach die größten Gefahren. Wir sind deshalb stark in Anleihen investiert. Shorten – das sollen andere tun, das können und wollen wir nicht. Wie gefährlich das ist, zeigt uns das – tragische – Beispiel von Herrn Merckle. Wir werten laufend alle verfügbaren Daten aus. Es wird zwischendurch sicher immer wieder spannende Gelegenheiten geben, auch bei Aktien. Die werden wir nutzen – aber immer mit klarem Blick aufs Risiko.

**Smart Investor:** Wie sieht es mit Gold aus?

**Stürner:** Gold hatte ja den Nimbus: Wenn alles zusammenbricht, dann ist das der letzte sichere Hafen. In der Krise hat Gold diesen Status jetzt verloren. Gold ist ein normaler Rohstoff, den Anleger hier und da allokierten sollten. Wenn es wirklich das Krisenmetall wäre, dann würde es heute 3.000 USD je Unze kosten. Die Szenarien der Crashgurus sind schließlich voll eingetreten, und das Gold steht trotzdem nur irgendwo bei 800 USD. Das ist eine der schönen Storys, die nicht funktionieren – so wie: „Du musst nur langfristig in Aktien investieren.“

**Smart Investor:** Aber so falsch ist das doch nicht.

**Stürner:** Wenn Sie 1989 in Japan investiert und Ihre Anlagen dort bis heute gehalten hätten, dann wären 80% Ihres Geldes weg. Wer 1998 im DAX angelegt hat, hat heute auch einiges von dem verloren, was er damals investierte. Ich weiß nicht, wie lange „langfristig“ sein soll.

**Smart Investor:** Ihr Ansatz berücksichtigt demnach keinerlei Fristigkeiten?

**Stürner:** PEH arbeitet mit aktiven und systematischen Investmentstrategien, die wir diszipliniert umsetzen. Wir klammern uns nicht an einmal erfolgreiche Strategien. Damit scheitert man, wenn sich die Marktsituation ändert. Ich bin überzeugt: Die „eine“ Anlagestrategie gibt es nicht. Nur wer flexibel ist, ständig dazulernt und Entscheidungen – wenn nötig – unverzüglich korrigiert, ist auf Dauer erfolgreich!

**Smart Investor:** Auf welche Daten stützt sich Ihr System?

**Stürner:** Nun, wir verwenden etwa 40.000 Makrodaten. Ich gebe Ihnen ein Beispiel. Die Produzentenpreise sind vor allem im Spätherbst derart eingebrochen, dass wir derzeit einfach keine inflationären Tendenzen erkennen können. Wenn ich auf Basis unserer Auswertungen auf die Währungen schaue, dann gebe ich Ihnen die Formel 2 und 2 mit auf den Weg: Der langfristige Zins wird auf 2% fallen, der US-Dollar wird zum Euro auf 2 steigen. Das ist die Aussage der Fundamentaldaten, aber kurzfristig können die skizzierten Entwicklungen durchaus in eine andere Richtung zeigen, etwa durch das anhaltende Deleveraging. Auch die China-Geschichte ist vorbei. China muss um 7% wachsen, damit das Wirtschaftssystem dort weiter stabil läuft. Aber das ist erstmal nicht zu machen. Die Exporte sind im Dezember im Jahresvergleich um 3% zurückgegangen – dort stehen also auch härtere Zeiten an. Sicherlich fangen die 2 Billionen USD an Investitionen einiges auf, aber retten werden uns die Chinesen nicht.

**Smart Investor:** Die Grenzen der Staatseingriffe und -ausgabenprogramme scheinen aber doch damit erreicht zu sein?

**Stürner:** Wissen Sie, noch im Sommer bewerteten die Ratingagenturen Banken mit AAA. Wenn Sie jetzt die Verschuldungsquoten der Banken mit jenen der Staaten vergleichen, dann könnte sich zum Beispiel der deutsche Staat noch um das Zehnfache mehr verschulden. Selbst das wäre noch im Rahmen. Natürlich sind die Schulden jetzt gestiegen, und es beschleicht einen das Gefühl, der Bezug zur Realität ginge verloren. Freilich gibt es Fehlallokationen, aber diese Fehler hat der Staat früher schon gemacht, Stichwort Deutsche Einheit und die Steueranreize, Immobilien zu kaufen. Nur: Im Moment gibt es keine Alternative – die Löcher müssen gestopft werden.

**Smart Investor:** Haben Sie vielen Dank für Ihre offenen Worte. ■

*Interview: Tobias Karow*

Anzeige

## KUNST STATT BARREN



>> „Wächter“ | Silbervollguss (999) | 16 kg  
Bullion Art | Silberkunst  
phone +49 (0)89 33 55 01 | [www.bullion-art.de](http://www.bullion-art.de)

# Nicht nur Haribo macht Kinder froh, Smart Investor ebenso!



?

## Neues aus Österreich

Erstmal möchte ich Ihnen ein Lob für Ihren sehr informativen Journalismus aussprechen, der fernab des Mainstreams zuhause ist und für den ich Sie sehr schätze! Ich habe zwei Fragen zur Österreichischen Schule der Nationalökonomie: 1. Welches Buch können Sie als Einführungslektüre empfehlen? Ich möchte aber ungern auf einen Nobelpreisartikel zurückgreifen, der für Laien eher schwer verständlich ist. 2. Wann kann man mit weiteren Gedanken und Artikeln zu diesem Thema, insbesondere zum Crack-up-Boom, rechnen? Ferner freue ich mich über noch konkretere „österreichische“ Handlungsempfehlungen für Anleger z.B. hinsichtlich Währungsreform und Immobilien.

*Stephan Gerwert*

SI

Zu 1.: Die neue Auflage des Buches „Vom Wert der besseren Ideen“ von Ludwig von Mises ist sicherlich eine sehr gute und verständliche Einführung in die Thesen der Österreichischen Schule. Dabei werden Sie auch feststellen, dass die Österreicher einfach nur den gesunden Menschenverstand benutzen. Große mathematische Abhandlungen muss man dafür gar nicht betreiben. Was wir auch immer gerne empfehlen, ist „Geld, Gold und Gottspieler“ von Roland Baader. Das Buch ist nicht unbedingt auf die Österreichische Schule fokussiert, aber mit Baader von einem Österreicher durch und durch geschrieben: kurzweilig, erhellend, prägnant und erschütternd. Zu 2.: Wir planen eine solche Fortsetzung, vermutlich sogar in Form einer Titelgeschichte, wahrscheinlich im Zeitraum April bis Juni.

?

## Abgeltungsteuer und Verlustverrechnung

Ich habe im August 2008 eine Aktie gekauft. Diese steht tief im Minus, und ich glaube nicht an eine Erholung. Dafür gefallen mir aber ein paar andere Titel, denen ich einiges Kurspotenzial zutraue. Wenn ich diese Verlust-Aktie noch innerhalb der Spekulationsfrist veräußere, also vor August 2009, kann ich den Verlust dann mit Gewinnen von Aktien, die ich 2009 gekauft habe, verrechnen? Falls ja, erkennt dies das „Banksystem“ automatisch, oder wird die Abgeltungsteuer trotzdem abgeführt?

*Bernd Amend*

SI

Nachfolgend finden Sie die Antwort eines Steuerberaters auf Ihre Frage: Eine Altverlustverrechnung mit Neugewinnen ist möglich. Die Bank wird aber trotzdem die Abgeltungsteuer erheben, so dass eine Erklärung der privaten Veräußerungsgewinne 2009 und natürlich auch eine Verlustfeststellung 2008 notwendig sind. D.h. die Verlustverrechnung wird erst im Wege der Veranlagung 2009 er-

folgen. Bei Neuverlusten und Neugewinnen wird die Bank sofort verrechnen.

?

## SI in elektronischer Form?

Seit September 2008 beziehe ich den SI und bin mit dessen Inhalt sehr zufrieden. In Ihrer letzten Ausgabe (SI 1/2009) erscheint im Mittelteil der „Findex 2008“. Darin sind Hinweise auf Artikel, die vor meinem Bezugsbeginn liegen. Sind diese früheren Artikel im Internet, als e-book bzw. als PDF-Dokument auch zu lesen, oder besteht die Möglichkeit einer Nachbestellung bestimmter Ausgaben? Konkret interessiert mich die Ausgabe 5/2008 mit dem Thema „Elliott-Wellen“.

*Peter Thiele*

SI

Im Internet oder auf elektronische Weise kann man unsere Artikel leider noch nicht nachlesen. Wir arbeiten aber an einem möglichen Konzept. Gerne schicken wir Ihnen das gewünschte Heft zu. Grundsätzlich können alle früheren Ausgaben per Rechnung und zum üblichen Heftpreis bei uns bestellt werden. Natürlich nur solange der Vorrat reicht. Eine E-Mail an [abo@smartinvestor.de](mailto:abo@smartinvestor.de) mit Name und Anschrift genügt.

?

## Der Abo-Nachwuchs ist gesichert!

Anbei sende ich Ihnen ein Bild meiner 18 Monate jungen Enkeltochter Valentina Maria, die ganz heiß ist auf den Smart Investor. Erst wenn sie das Heft gelesen hat, darf die restliche Familie die Zeitschrift lesen!

*Edeltraud Ellmer*



SI

Die Redaktion hat sich sehr über das Foto gefreut und der Chefredakteur besonders, immerhin „liest“ sie ja gerade sein Editorial. Tja, früh übt sich, wer dem institutionellen Mainstream und der staatlich verordneten Bil-



dungsarmut in Finanzdingen entfliehen möchte!

**?** Neue Zielgruppe für SI

Eigentlich macht meine Tochter Naomi mit meinen Zeitschriften (und allem anderen) immer nur eines: zerreißen und zerstören. Die letzte Ausgabe des SI scheint es ihr aber besonders angetan zu haben. Sie hat sich ruhig an ihren Tisch gesetzt (habe ich vorher noch nie gesehen) und hat geblättert und gebrabbelt und rumgedeutet. Vor allem die Bilder scheinen es ihr angetan zu haben ...

Tobias Kunkel

**SI** Tolles Foto! Die Hinweise auf eine neue und bisher total vernachlässigte Zielgruppe häufen sich. Wir denken ernsthaft darüber nach, einen „Smart (Investor) Junior“ auf den Markt zu bringen!

**?** Deflationspapst

Vielen Dank für das Interview mit Herrn Hannich über Inflation vs. Deflation in SI 1/2009. Das ist unter anderem das Positive an ihrem Magazin: Es werden auch grundlegend andere Meinungen zugelassen und man kann sich hieraus dann seine eigene Meinung bilden. Ich bewundere Herrn Hannich schon lange. Er war einer der wenigen, der diesen Wahnsinn schon sehr früh vorhergesagt hatte. Daher tendiere ich zurzeit eher zu seiner Meinung bezüglich Goldbaisse und Deflation, obwohl ich mich gerne auch von Ihrer Meinung überzeugen lasse. Die Mischung wie oben beschrieben ist es, die Ihr Magazin ausmacht! Im Übrigen würde ich mich über folgende Interviewpartner in den nächsten Heften freuen: E. Langen v. d. Goltz, Mack & Weise, Felix Zulauf, R. Leuschel, N. Roubini.



Smart Investor 1/2009

Pierre Ladeur

**SI** Das macht Sinn, so wie Sie an die Sache herangehen. Und dass Ihnen unser „objektiver“ Stil gefällt, freut uns natürlich. Einige Ihrer Interview-Wunschkandidaten stehen übrigens auch auf unserer Wunschliste. Also lassen Sie sich überraschen.

**?** Scharf, schärfer, Smart Investor...

Nachdem ich seit längerer Zeit wieder einmal auf andere Printmedien „zurückgreifen musste“, wurde mir deutlich, welch scharfes Profil und große Klasse der SI hat. Sollte es in Deutschland wirklich zu einer „V-förmigen“ Konjunkturerholung (Stichwort: Crack-up-Boom) kommen, dann spendiere ich dem SI-Team eine Flasche Champagner.

Claus B.

**SI** Danke für das Lob. Obwohl die Aktienmärkte noch nicht ganz danach ausschauen, bleiben wir bei unserer Meinung und natürlich unserem scharfen Profil.

Obwohl wir das Bärenfell noch nicht verteilen wollen, bis der (Börsen-) Bär wirklich erlegt ist, freuen wir uns aber schon auf den Schampus. Im Übrigen hat das Redaktionsteam mehrheitlich für Veuve Clicquot gestimmt...

**?** Madoffs Vorbild

Es ist schon Wahnsinn, was die Finanzkrise so alles ans Licht bringt. Oder wie würde Rudi Assauer etwas vulgärer sagen: Wenn der Schnee schmilzt, sieht man, wo die Sch... liegt! Besonders fasziniert hat mich ja der Fall Madoff. Wie kann man über Jahre und Jahrzehnte Scheingewinne bzw. Scheinrenditen als tatsächlichen Profit ausweisen, ohne dass das jemand (z.B. Anleger, Banken, Wirtschaftsprüfer) merkt? Fast genauso beeindruckt hat mich aber die heuchlerische Berichterstattung unserer „Staatsmedien“ über DAS böse und illegale Schneeballsystem, das nur Produkt von kaltherzigen Betrügern und ausbeuterischen Heuschrecken sein kann. Aha! Für mich kommt eigentlich nur ein großes Vorbild für Madoff in Frage, nämlich unser „Sozial“-Versicherungssystem, auch als „gerechtes Umlageverfahren“ verniedlicht: Viele, die immer weniger werden, zahlen ein und viele, die immer mehr werden, wollen immer mehr Geld sehen. Das ist die Definition eines Schneeballsystems. Insofern hat Madoff das deutsche Original – die Mutter aller Schneeballsysteme – fast perfekt kopiert, nur zwei Fehler hat er gemacht: Schlechtes Marketing durch fehlenden Euphemismus, und er hat keinen Weg gefunden, seine Kunden zum „Anlegen“ zu zwingen.

B. Haflinger

**SI** Vielen Dank für diese Ausführungen. Dem ist nichts hinzuzufügen! Unseren Karikaturisten haben Sie damit sehr inspiriert, wie Sie dem Cartoon auf Seite 46 entnehmen können!

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.

# „Mehr Kapitalismus wagen: Wege zu einer gerechten Gesellschaft“

In Zeiten, in denen selbst vormals vehemente Verfechter der freien Marktwirtschaft sich als scheinbar verkappte Befürworter des Staates entpuppen, setzt Friedrich Merz mit seinem neuesten Buch einige erfrischende Akzente, indem er im Kapitalismus das zentrale Modell für eine gerechte Gesellschaft sieht. Ja, Sie haben richtig gelesen: im Kapitalismus und nicht in der Staatswirtschaft. Dieses Buch passt in die heutige Zeit, trotz oder aber gerade aufgrund der vermeintlichen Gegensätzlichkeit zur momentanen öffentlichen Diskussion um die Themen Kapitalismus und soziale Gerechtigkeit. Dieses Buch passt auch zu Friedrich Merz, der gerne polarisiert und für seine Streitbarkeit bekannt ist.



Der ehemalige Vorsitzende der CDU/CSU-Bundestagsfraktion und heutige Partner der Kanzlei Mayer Brown LLP stellt die begriffliche Einordnung und Beschreibung der Begriffe „Gerechtigkeit“, „Soziale Marktwirtschaft“ und „Turbokapita-

lismus“ an den Beginn des Buches. Merz verdeutlicht, wie irreführend diese Begriffe in der Öffentlichkeit verwendet werden, wodurch er die Basis für eine konstruktive Diskussion hinsichtlich des Verhältnisses von Bürger und Staat grundsätzlich erschwert sieht. In den folgenden Kapiteln setzt sich Merz u.a. mit den Finanzinvestoren, der Verantwortung von Managern und Unternehmern sowie den staatlichen Sozialsystemen auseinander. In seiner Argumentation wirft er zentrale Aspekte für eine kontroverse Diskussion um die Zukunft des deutschen Sozialstaats auf. Keine Frage, Merz vertritt in dem Buch durchwegs sehr wirtschaftsliberale Ideen und lässt dabei nur wenige Gelegenheiten aus, die politische Linke mit ihren Vorstellungen von einer verstärkten Beeinflussung der Wirtschaft durch den Staat zu attackieren. Insgesamt ein mutiges, sicherlich nicht unumstrittenes, aber gleichwohl in weiten Teilen ein schonungslos ehrliches Buch.

Stephan Salzmann

„Mehr Kapitalismus wagen: Wege zu einer gerechten Gesellschaft“ von Friedrich Merz; Piper Verlag; München 2008; 224 Seiten; 19,90 EUR

Fünfsseitige Zusammenfassungen zahlreicher Wirtschafts- und Finanzbücher finden Sie bei [www.getabstract.com](http://www.getabstract.com).

## FILMBESPRECHUNG

# „Frost/Nixon“

*„When the president does it that means that it is not illegal.“*

Richard M. Nixon

Sie bereiteten sich wie zwei Boxer auf ihren letzten großen Kampf vor: Richard M. Nixon, der 37. Präsident der Vereinigten Staaten, und David Frost, britischer TV-Moderator und vermeintliches journalistisches Leichtgewicht. Nach Watergate vermied es Nixon lange Zeit, sich öffentlich zu seiner Rolle und persönlichen Verantwortung zu äußern. Erst 1977 brach er schließlich in den mittlerweile legendären TV-Interviews mit David Frost sein Schweigen. Über 45 Millionen Amerikaner sahen die Sendung – für eine politische Talkshow ein unerreichter Rekord. Basierend auf dem preisgekrönten Bühnenstück des britischen Dramatikers Peter Morgan, das bereits in London und am Broadway gastierte, schildert Frost/Nixon in bewusst zugespitzter Form die Ereignisse im Vorfeld und während der medialen Fragestunde.

So nehmen sich Theaterstück wie Film Freiheiten und Interpretationsspielräume heraus, fühlen sich dabei aber stets der historischen Wahrheit verpflichtet. Gerade der Person des bis dato in den USA vollkommen unbekanntem David Frost widmet Morgan eine ausführliche Exposition. Vor dem letzten der vier „Fernsehduelle“, in

dem Nixon erstmals zugab, mit seinem Verhalten dem Amt schweren Schaden zugefügt zu haben, kommt es zu einem folgenreichen Telefonat zwischen ihm und Frost. Darin redet sich der ehemals mächtigste Mann der Welt seinen ganzen Frust und Ärger von der Seele. Nixon fühlt sich ungerecht behandelt und von Neidern umgeben. Ohne es zu merken, nimmt er dabei für einen kurzen Moment seine sonst so sichere Deckung herunter. Frost, dem sich Nixon überlegen glaubt, wird in diese offene Flanke seinen entscheidenden Angriff setzen. Das mit anzusehen, ist spannender als die meisten Thriller, die Hollywood praktisch am Fließband produziert.

Marcus Wessel

Frost/Nixon; USA 2008; Regie: Ron Howard; mit Frank Langella, Michael Sheen, Kevin Bacon, Oliver Platt, Toby Jones, Sam Rockwell; Laufzeit 122 Minuten; Kinostart: 5.2.2009



## Unternehmen von A-Z

Unternehmen	WKN	Seite
3U Holding AG	516 790	69
Abengoa S.A.	904 239	38
Advanced Inflight Alliance AG	126 218	73
Aurelius AG	AoJ K2A	64
Celesio AG	CLS 100	68
Colonia Real Estate AG	633 800	70
Deutsche Börse AG	581 005	72
ErlingKlinger AG	785 602	68
Envitec Biogas AG	AoM VLS	61
Eurofins Scientific S.A.	910 251	66
Fielmann AG	577 220	60
First Solar Inc.	AoL EKM	38
Höft & Wessel AG	601 100	62
Init Innovation in Traffic Systems AG	575 980	38
Johnson Controls Inc.	857 069	38
Krones AG	633 500	72
Ludwig Beck a. Rathauseck Textil AG	519 990	69
Mitsui O.S.K. Lines Ltd.	862 503	38
MTN Group Ltd.	897 024	23
National Express Group Plc.	888 871	38
Orascom Telecom Holding S.A.E.	940 174	23
Panasonic Corp.	853 666	38
PEH Wertpapier AG	620 140	76
Sasol Ltd.	865 164	23
Satyam Computer Services Ltd.	675 236	60
Schulthess Group AG	AoM QH9	38
Shimano Inc.	865 682	38
Silver Standard Resources Inc.	858 840	72
Solar Millenium AG	721 840	38
Solarworld AG	510 840	38
Standard Bank Group Ltd.	AoN EF6	23

Surikat Mittelstands AG	AoL R4W	70
Tandberg ASA	874 743	38
Union Pacific Corp.	858 144	38
Vestas Wind Systems ASA	913 769	38
VIB Vermögen AG	245 751	70
Vita34 International AG	AoB L84	68
Xstrata Plc.	552 834	72



## Themenvorschau

### bis Smart Investor 6/2009

Asien: Wie geht es weiter?

Nicht-Edelmetalle: Steht ein neuer Boom bevor?

Goldbesitzverbot: Alles schon mal dagewesen

Zeit: Warum alles immer schneller gehen muss

Maschinenbau: Sind die besten Zeiten vorbei?

Richtige Anreize: Warum etwas funktioniert oder eben nicht

Federal Reserve: 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

Europa und Euro: Segen oder Fluch?

Russland: Mit und/oder ohne Putin

Austrians: Der Markt als bester Allokator

Charttechnik: Prognosen mit Bleistift und Lineal

Goldstandard: Ist da etwas in Planung?

Solarenergie: Erneuter Boom für Boombranche?

Dieser Ausgabe liegt eine Beilage der Bayerische Börse AG bei.

## Impressum

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

7. Jahrgang 2009, Nr. 2 (Februar)

### Verlag:

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

### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur), Tobias Karow (stellv.)

### Redaktionsanschrift:

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

### Freie Mitarbeiter:

Christian Bayer, Stefan Glatz, Michael Heimrich,  
Magdalena Lammel, Ralph Malisch, Stephan  
Salzmann, Bernhard Schmidt, Bernhard Wageneder,  
Marcus Wessel, Manfred Zimmerl

### Gast-Autoren:

Markus Blask, Florian Bohnet, Peter Thilo Hasler,  
Alexander Hirsekorn, Uwe Lang, Jörg Scherer,  
Thomas A. Spoerer, Dr. Markus Stahl, Karl Steinhart

### Interviewpartner:

William Engdahl, Siegfried Lingel, Ray Merriman,  
Jens Schleuniger, Prof. Dr. Joachim Starbatty, Martin  
Stürner, Dr. Matthias-Wilbur Weber

### Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung, Bildredaktion),  
Tobias Karow (Bildredaktion),  
Rudolf Schuppeler (Titelbild/Caroons)

### Bilder:

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

### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preislite Nr. 3 vom  
1. Dezember 2007; Ansprechpartner: Johanna Wagner,  
Katja Sauerbrey; 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:

23. Januar 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  
eMail: 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

### Interessenskonflikte:

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

# „Wir freuen uns auf 2009“

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Als Hundebesitzer wird man praktisch zwangsläufig zu einem eifrigen Beobachter der Boulevardpresse. So komme ich allmorgendlich kaum an einem jener Zeitungskästen vorbei, ohne dass mein vierbeiniger Mitbewohner mit ernster Miene die geheimen Botschaften erschnüffelt, die seine Artgenossen zu Füßen dieser Kästen hinterlassen haben. Ich begnüge mich währenddessen mit dem Offensichtlichen – den Schlagzeilen.

Regelmäßig ist es ja recht vorhersehbar, welche Themen die Schlagzeilen am nächsten Morgen beherrschen werden – Skandale hier, Sensationen dort, was fürs Auge, was fürs Herz, eine Katastrophe oder etwas Lokalkolorit. Doch um den Jahreswechsel begab sich Merkwürdiges: Der erste Blechkasten schenkte uns bereits zum Fest „nur gute Nachrichten“. Kurz darauf titelte der zweite das Wort „Optimismus“. Da wollte auch der dritte nicht hintan stehen und verkündete treuherzig, wie sehr er sich auf 2009 freue! Solch gut organisierten Frohsinn kennt man ansonsten allenfalls vom Sitzungskarneval: „Auch wenn die Banken kräftig krachen, wir werden trotzdem weiter lachen. Tää! Tää! Tää!“

Aber es stimmt schon, das Verhältnis zwischen Börsianer und Titelseite ist seit jeher gestört – so sehr, dass der Erstgenannte fast routinemäßig das Gegenteil dessen herausliest, was auf

der Letztgenannten tatsächlich steht. Häufig ist es ja auch die Titelseite, die den plakativen Endpunkt unter ein schon lange schwelendes Thema setzt, weshalb es dann für die Börse auch erst einmal „abgehakt“ ist. „Schwender Optimismus“ war mir im Vorfeld dieses etwas ungelungenen Aufmarschs der Gute-Laune-Fraktion allerdings nicht aufgefallen.

Obwohl die „Nachrichten der Herzen“ in erster Linie unterhalten wollen, ist das beileibe nicht die einzige Aufgabe des Boulevards. Neben einem rudimentären Bildungsauftrag – die Schlagzeile am Zeitungskasten ist für wachsende Teile der Bevölkerung die letzte Verbindung zum geschriebenen Wort – wird neuerdings auch staatsbürgerliches Verantwortungsbewusstsein demonstriert: Im Vorfeld des EM-Halbfinalspiels Deutschland gegen Türkei etwa wurde die Leserschaft zum Feiern eines friedlichen Fußballfestes aufgefordert, ganz egal wie das Spiel ausginge. Und... es hat funktioniert! Ob die Optimismus-Offensive allerdings vergleichbare Früchte tragen wird, darf bezweifelt werden – eine Weltwirtschaftskrise ist schließlich kein Ballspiel.

Hierzulande galt unbegründeter Optimismus bislang ohnehin als Ausdruck für eine irgendwie oberflächliche Weltsicht. Wer dagegen am Elend der Welt mitlitt, durfte sich auf der Höhe der Zeit fühlen. Neuere Forschungen deuten aber in eine andere Richtung: Ein gewisses Maß an „unbegründetem Optimismus“ kann eine positive und stabilisierende Wirkung auf den eigenen Gemütszustand haben; dagegen findet sich unter Depressiven ein erstaunlich hoher Anteil an Realisten. Da eine Depression aber das Letzte ist, was wir jetzt gebrauchen können, ist es nur konsequent, dass der Optimismus mittlerweile die Ruhe als erste Bürgerpflicht abgelöst hat: „Zum Optimismus gibt es keine Alternative“, tönte es quasi amtlich aus unserem Wirtschaftsminister; dass einige der Fehlentwicklungen, unter denen wir heute leiden, auf das Konto blauäugiger Optimisten gingen, nun ja, das ist eine andere Geschichte. ■

