

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Anleihen Vermögensverluste vorprogrammiert?



INDIEN:

Scherbenhaufen oder zweite Chance?

LEBENSVERSICHERUNGEN:

Handel mit LV-Policen im Kommen

ÖSTERREICH:

Walzer an der Wiener Börse



Editorial

Konkret, flexibel und konsequent



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Nachdem das erste Halbjahr 2004 je nach Land und Index mehr oder weniger durch einen Seitwärtsverlauf an den Aktienbörsen gekennzeichnet war, zeichnet sich unserer Ansicht nach nun eine Wende nach oben ab. Vielleicht fragen Sie sich jetzt: „Wie bitte? Im letzten Smart Investor-Heft stand doch noch zu lesen, daß eine größere Korrektur an den Märkten ansteht!“ – Ganz recht, das war vor einem Monat, und damals sah für uns die Börsenwelt in vielerlei Hinsicht düsterer aus. Mittlerweile jedoch haben sich viele Umstände geändert, was uns zu der Überzeugung kommen läßt, daß die Seitwärtsbewegung an den Aktienmärkten dem Ende zugeht und schon bald die bereits angekündigte Rally im Vorfeld der US-Wahlen beginnt. Was genau die Gründe für unsere Meinungsänderung oder besser: Meinungsmodifizierung sind, lesen Sie in „Das große Bild“ auf Seite 25.

Zwei prinzipielle Anmerkungen seien hierbei jedoch angebracht. Erstens: Im Smart Investor finden Sie so konkrete Prognosen wie in keiner anderen Börsenzeitschrift. Selbst unter den Börsenbriefen dürfte es wohl nur ganz wenige geben, die sich „so weit aus dem Fenster lehnen“ wie wir. Zum einen sehen wir uns aufgrund der von uns angewandten Analysemethoden in der Lage, überhaupt solch konkrete Prognosen abzugeben (die in der Regel ja auch sehr treffsicher sind), zum anderen sind Aussagen à la „die Aktien könnten fallen, wenn...“, aber sie könnten auch steigen, wenn...“, wie man sie sonst so häufig findet, unserer Ansicht nach für die Katz. Da halten wir es schon für vernünftiger, sich konkret festzulegen und – dieser Schritt darf natürlich nicht unterbleiben – explizit darzulegen, warum man zu dieser Meinung gekommen ist. Nur dann besteht für Sie, aber auch für uns im Falle einer Fehlprognose die Möglichkeit, Ursachenforschung zu betreiben. Wer sich von vorneherein niemals festlegt, wird auch nie falsch liegen und braucht sich daher auch nie zu rechtfertigen. Aber das ist eben nicht Smart Investor-like.

Und nun die zweite Anmerkung: Wenn man sich schon konkret zur Zukunft äußert, dann muß man auch über die Flexibilität verfügen, diese Meinung im Zeitablauf noch zu modifizieren. Denn wer stur auf einer einmal gefaßten Einschätzung beharrt, der wird an der Börse zwangsläufig Schiffbruch erleiden. Vor diesem Hintergrund also ist unser Meinungsumschwung zu verstehen. Und daher ist es nur konsequent, daß wir auch in unserem Musterdepot vehement aufstocken, wie Sie auf den Seiten 36/37 nachlesen können.

Unter Konsequenz-Gesichtspunkten sollte auch die Einführung der neuen Rubrik „Emerging Markets-Aktie“ auf Seite 30 verstanden werden. Schließlich sehen wir in den aufstrebenden Märkten zukünftig die lukrativsten Investmentchancen. Daher werden wir von dieser Ausgabe an jeweils ein interessantes Unternehmen aus diesen Regionen vorstellen.

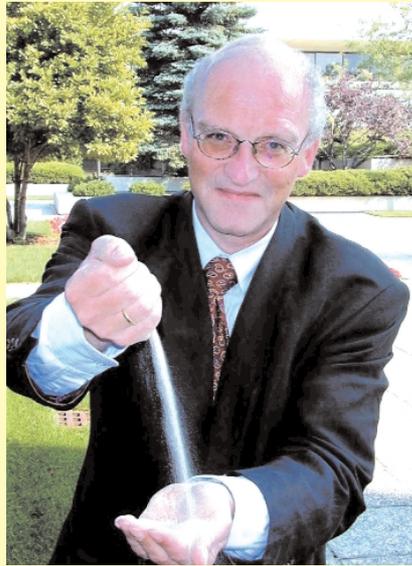
Viel Spaß bei der Lektüre wünscht Ihnen

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'R. Flierl', written in a cursive style.



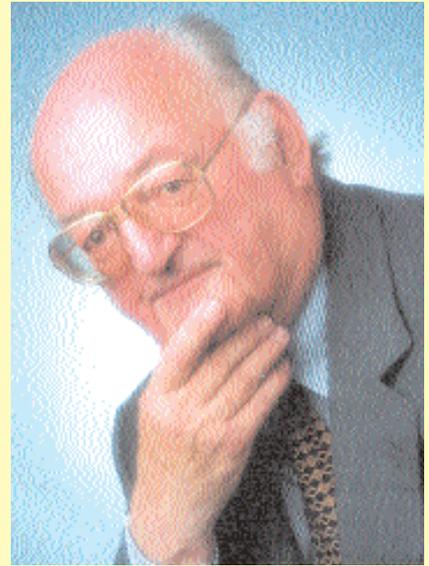
Titelstory: Zinsen und Anleihen – Vermögensverluste vorprogrammiert? Was tun, wenn die Inflation bereits vor der Tür steht?

Wenn sich Inflation bemerkbar macht und die Zinszügel angezogen werden müssen, ist für Anleihen höchste Alarmstufe gegeben. Im Haupttext unserer Titelstory (S. 6-8) gehen wir der Frage nach, wie man sich vor Vermögensverlusten schützt, und stellen in einem weiteren Beitrag ein sogenanntes Durationsmodell vor (S. 10/11).



Interview mit Prof. Dr. Norbert Auner, Institut für Anorganische Chemie der Universität Frankfurt, über Silizium als geeigneten Sekundärenergieträger

Prof. Auner forscht seit Jahren an einem Sekundärenergieträger, aus dem Wasserstoff gewonnen werden kann. Silizium – also veredelter Sand – könnte das gesuchte Brückenelement zwischen Erneuerbarer Energie und Wasserstoff sein. Smart Investor sprach mit dem Uni-Professor über die Zukunft unserer Energieversorgung: S. 20/21.



Interview mit Ferdinand Lips, ehemals Gründer der Schweizer Rothschild-Bank, über die Manipulation des Goldpreises

In seinem inzwischen auch in Deutsch erschienenen Buch „Die Goldverschörung“ nimmt Ferdinand Lips kein Blatt vor den Mund und bescheinigt den Notenbanken weltweit eine katastrophale Bilanz. Smart Investor sprach mit dem Schweizer über die Goldpreismanipulation und den jüngsten Kurssturz bei Edelmetallen: S. 15/16.

Märkte

- 6** **Titelstory:**
Zinsen und Anleihen – Vermögensverluste vorprogrammiert?
- 10** **Titelstory:**
Rentenanleger im Dilemma – Vorstellung eines quantitativen Durationsmodells
- 12** An der Wiener Börse wird Walzer getanzt
- 14** Indien – Scherbenhaufen oder zweite Chance?
- 15** „Ein gewaltiger Betrug“; Interview mit Ferdinand Lips

Hintergrund

- 17** Des einen Freud, des anderen Leid: Zweitmarkt für Lebensversicherungspolice gewinnt an Bedeutung
- 20** **Nachhaltiges Investieren:**
„Als permanenter Sekundärenergieträger kommt künftig nur Silizium in Frage“; Prof. Norbert Auner, Uni Frankfurt
- 22** **Derivate:**
Zinsspekulation ohne doppelten Boden & Nikkei Hebel-Zertifikat

- 23** **Prinzipien des Marktes:**
Mythos Gap

Research

- 25** **Das große Bild:**
Finale grande
- 28** **Relative Stärke:**
Hinter vorgehaltener Hand
- 29** **Sentimenttechnik:**
Beim Bund-Future rührt sich was...
- 30** **Emerging Markets-Aktie:**
OTP-Bank
- 31** **Buy & Good Bye:**
Dr. Höhle und Krones
- 32** **Aktie im Blickpunkt:**
Nintendo – GameCube und kein Ende
- 34** **Externe Analyse:**
Singulus Technologies – Profitieren vom Wachstum von DVD & Co.
- 36** **Musterdepot:**
Angeschlagen, aber nicht ausgeknockt
- 38** **MoneyTalk:**
Siegfried Lingel, Gesellschafter der Münchner Merkur Bank KGaA

- 40** **Turnaround:**
Wapme – Mit Interaktion zum Börsenstar?

Potpourri

- 41** **Kolumne:**
„Die persönliche Golddeckung“ von Rainer Meier
 - 42** **Interview mit einem Investor:**
Die Zeiten zweistelliger Renditen sind erst einmal vorbei“; Markus Kohlenbach, Leiter Fixed Income der Frankfurter DWS
 - 44** **Buchbesprechung:**
„Mit Sicherheit mehr Zinsen“ von Jochen Hägele
 - 46** **Zitate:**
Über die größte menschliche Innovation: den Zins
-
- 45** **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 7/2004
Impressum

Titelstory

Zinsen und Anleihen – Vermögensverluste vorprogrammiert?

In den letzten zehn Jahren schlug der deutsche Rentenindex den Dax um Längen. Jede Anlageform hat „ihre“ Zeit – ob dies in der laufenden Dekade wieder Anleihen sein werden, bleibt jedoch eine andere Frage.

Das einfachste Modell besagt, daß die Ertragsraten von Staatspapieren die Summe der realen Wachstums- und Inflationserwartungen widerspiegeln. Natürlich ist es nicht wirklich ganz so einfach. Steuern, Marktliquidität und Verfügbarkeiten alternativer (also konkurrierender) Anlageformen sind die Einflußgrößen der zweiten Reihe. Der Zinsfuß ist dabei nichts anderes als die Belohnung für die Aufgabe der Liquidität, also ein Maß für die Abneigung derjenigen, die Geld besitzen, sich von ihrer Liquidität zu trennen. Nicht nur die Inflationserwartungen, auch die Möglichkeiten einer zukünftigen Nichterfüllung von Zahlungsverpflichtungen resultieren in der Ertragskurve. Bei erwarteter Inflation zeigt sie nach oben, da kurzfristige Zinsen im Normalfall niedriger als langfristige liegen. Verwerfungen treten auf, wenn es zu Defaults (Nichterfüllen) kommt oder aber die Inflationsrate höher liegt als die tatsächlich eintretende – oder die ausgewiesene.

Interessen versus Inflation

Letzteres stellt ein ernsthaftes Problem dar. In den USA beispielsweise erhalten rund 80 Mio. Menschen staatliche Leistungen in Form von Sozialbeiträgen, Essenszuschüssen oder Ansprüchen aus Militärdiensten etc. Die Anpassung dieser Leistungen ist an die Entwicklung des Konsumentenpreisindex (CPI) gekoppelt. Wohl nicht nur in Zeiten klammer Kassen muß davon ausgegangen werden, daß der Staat ein vitales Interesse an möglichst niedrig ausgewiesenen Inflationsraten hegt. In Europa werden die Zahlen zwar auch „bearbeitet“, aber (noch jedenfalls) nicht ganz so plump wie jenseits des Atlantiks (siehe auch den Artikel „Hedonik und mehr“ in Smart Investor 4/2004). So sieht

es auch Thorsten Polleit, Chefökonom von Barclays Capital Deutschland: „Üblicherweise wird Inflation auf Basis von Konsumentenpreisen gemessen. Das aber greift zu kurz.“



Thorsten Polleit, Chefökonom von Barclays Capital Deutschland

„Die Zeit der sinkenden Inflation ist vorbei. Die Geldentwertung wird wieder zunehmen.“

Finanzierungsbedarf wird nicht abebben

Ein weiteres Phänomen sorgt dafür, sich über das Mittel der Inflation der Zahlungsverpflichtungen zu entziehen: Die USA haben sich in den letzten Jahren vermehrt auf kurzfristige Anleihen gestützt, was zweifellos vorteilhaft ist, wenn die Zinsen fallen. Als Ex-Präsident Bill Clinton 1999/2000 bekanntgab, daß man keine 30jährigen Staatsanleihen mehr emittieren wolle, weil der

ABB. 1: KAPITALMARKTZINS (ANLEIHEN) UND GELDMARKTZINS USA



Quelle: BW Bank

US-Haushalt im Boom der vermeintlichen New Economy über ein „Zuviel“ an Steuereinkünften verfügte, ergab sich so etwas wie akuter Anlagenotstand. Es war gewiß kein Zufall, daß die Aktienmärkte weltweit – vor allem die Nasdaq – just in diesem Zeitraum jegliche Bodenhaftung verloren. Wie wir wissen, hat sich das Blatt inzwischen gewendet: Die Haushaltsdefizite waren noch nie größer als heute, der Bedarf an der Ausgabe von Staatsanleihen ist somit ebenfalls größer denn je. Das US-Haushaltsdefizit wird sich in diesem Jahr auf rund 500 Mrd. US-\$ aufblähen – zuzüglich der Eskapaden im Nahen Osten –, während hierzulande Noch-Finanzminister Eichel allein bis 2006 aufsummiert mehr als 120 Mrd. Euro in der Kasse fehlen. Anderen – wohlgemerkt: westlichen, entwickelten – Ländern geht es nicht oder kaum besser.

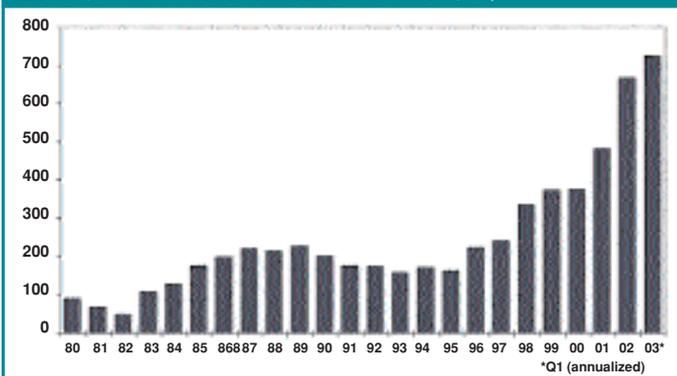
Der amerikanische Markt für Hypothekenkredite wurde in den letzten beiden Jahren beflügelt durch historisch niedrige Zinsen. Viele Haushalte schuldeten um, indem sie alte Kredite mit verbesserten Konditionen versehen konnten.

Sehr schön ist die Beschleunigung seit 1982 zu sehen, just in dem Moment, als die Konjunktur und der Aktienmarkt in Fahrt kamen. Der Preis dafür war jedoch hoch, wie die Grafik zeigt.

Dollar-Recycling als integraler Systembaustein

Speziell die USA als weltweit größter Schuldner sind dauerhaft auf die Bereitschaft von Investoren angewiesen, eine über den Verhältnissen liegende Lebensweise zu finanzieren, denn nichts anderes bedeutet ein permanentes Handelsdefizit von mehreren hundert Milliarden Dollar pro Jahr. Bislang ist das Vertrauen in die USA als Wirtschaftsmacht ungebrochen: Hauptabnehmer der US-Staatsanleihen sind vor allem asiatische Handelspartner,

ABB. 2: US-HYPOTHEKENDARLEHEN IM MRD. US-\$



Quelle: Federal Reserve Z-1

die mit den USA einen entsprechend hohen Handelsüberschuß pflegen. Da die Dollar nicht einfach in die eigene Währung konvertiert werden können (sofortiger Aufwertungsdruck), werden sie über Investitionen in US-Assets zurück in den Kreislauf gebracht. Nichts anderes passiert seit Jahrzehnten mit den sogenannten Petrodollars. Man kann es auch zynischer formulieren: Die USA können sich sowohl das Öl als auch ihre Importe praktisch kostenlos beschaffen. Die Handelspartner werden mit Papiergeld bezahlt (de facto eine Schuldverschreibung), das zum einen permanent an Kaufkraft verliert, zum anderen wieder in die USA zurückfließt und in andere Schuldverschreibungen investiert werden muß (Staats- und Unternehmensanleihen). Ansonsten enden die Handels-Dollar als „Devisenreserven“. Da die Rückzahlung der Anleihen sowie der Zinsen mit neuen Schulden finanziert wird, ergibt sich lediglich ein permanentes Umschichten, ein „Rolling“. Bei jedem Drittweltland wären längst der IWF oder die Weltbank eingeschritten, nicht so im Falle der USA. Wie lange dieses Spielchen noch weitergehen kann, bevor bereits die Zinslasten den US-Finanzhaushalt zusammenbrechen lassen, ist völlig offen. Polleits Vorschlag, obgleich äußerst schmerzlich: „Verfassungsmäßiges Verbot für die Neuverschuldung.“

Von der Inflation verzehrt

Hauptfeind Nummer Eins für Anleihen und ihre Halter ist somit die Inflation – erst recht in Niedrigzinsphasen. Die Strategie in einem solchen Szenario kann nur lauten: raus aus Anleihen mit langen Laufzeiten, hinein in kurzfristige Anleihen oder inflationsgesicherte Papiere (siehe hierzu auch das Interview mit Anleihemanager Markus Kohlenbach aus S. 42, der angesichts genau dieser Erwartungshaltung sein gemanagtes Portfolio entsprechend umgeschichtet hat). Je länger die Laufzeiten, um so gravierender ist der Einfluß eines Zinsanstiegs, wie er im Falle einer – ausgewiesenen – Inflation von Seiten der Notenbank früher oder später kommen muß. Als Alternative zu kurzlaufenden Anleihen stehen noch sogenannte Floater zur Verfügung, das sind Papiere mit variabler Verzinsung. Der Zinskupon wird in regelmäßigen Abständen dem Interbankenmarktzins angepaßt. Wenn jedoch die Inflation bereits höher ausfällt als der aktuelle Notenbankzins – wie wir es derzeit in den USA erleben –, so kommen Anleger auch mit Floatern nur vom Regen in die Traufe. Zwar verzeichnen in den letzten Monaten auch Inflationsanleihen eine unheimliche, aber doch nicht überraschende Nachfrage, doch stellen diese ebenfalls nur eine „Notlösung“ dar. Die Rückzahlung dieser inflationsgesicherten Anleihen ist ebenfalls an die offiziell ausgewiesenen Konsumentenpreise gekoppelt.

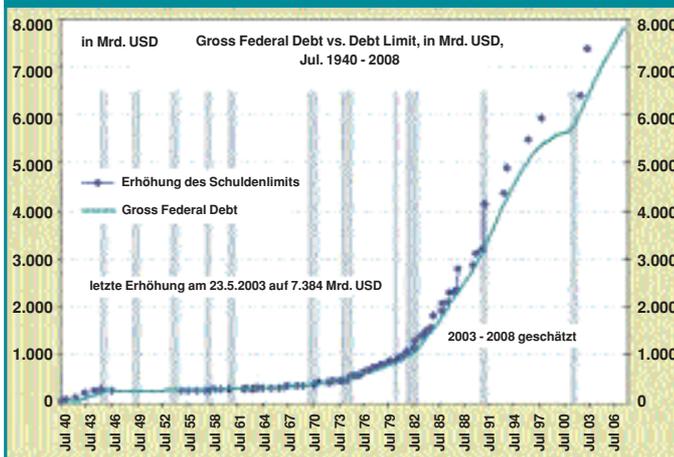
Tatsächlich steigende Zinsen?

Die derzeitige Reaktion auf einen erwarteten Anstieg der Zinsen scheint jedoch übertrieben. Wenn in den USA die Leitzinsen von aktuell 1 auf 1,25 oder 1,5 % steigen, so bleibt das fast ohne Belang, genausowenig, wie die vorhergehende Absenkung noch Wirkung zeitigte. Fest steht aber, daß mit der nächsten Zinsanhebung ein ganz neuer Zyklus in Gang gesetzt wird, der die historische Rekordniedrigzinsphase beendet. Von da an ist die Richtung vorgezeichnet. „Zinserhöhungen sind längst überfällig“, so Thorsten Polleit weiter gegenüber Smart Investor. Angesichts der sich andeutenden Inflationszunahme hätten die Leitzinsen längst wieder behutsam nach oben genommen werden müssen. Aufgrund der totalen Überschuldung sowohl der Privathaushalte (via Konsumentenkredit, Hypotheken) wie auch des Staatsapparates hätten höhere Zinslasten jedoch eine verheerende Auswirkung auf den Schuldendienst. Man kann daher resümieren: Greenspan kann die Zinsen gar nicht so weit anheben, wie es längst geboten wäre. Aus diesem Grund ist es schon seit langem beschlossene Sache in den USA, der Geldentwertung ihren Lauf zu lassen, da sich eine Alternative hierzu bereits nicht mehr auftut. Der Wertverfall der US-Währung kommt schließlich nicht von ungefähr.

Der Markt vergißt schnell – zu schnell?

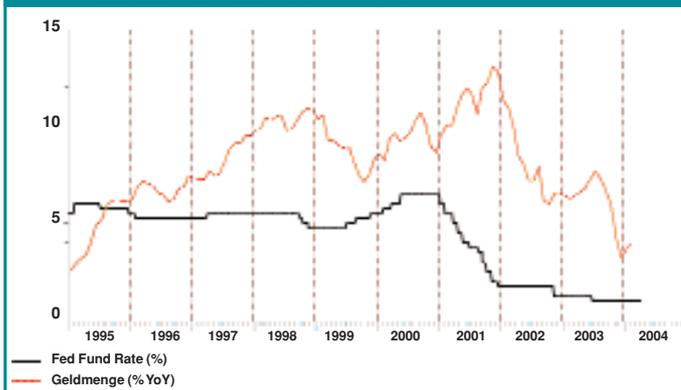
Zwei erwähnenswerte Dinge waren zuletzt zu beobachten. Zum einen hat sich die Renditedifferenz zwischen Staats- und Unternehmensanleihen verringert. Das läßt im Prinzip zwei Interpretationen zu: Entweder gehen Investoren davon aus, daß Zahlungsausfälle auf Unternehmensebene kaum noch häufiger auftreten als solche bei Staaten – die Interpretation: „Das Enron-Debakel scheint inzwischen komplett vergessen“, mutmaßt Johnny Debuysscher von Petercam S.A., der größten belgischen Anlagegesellschaft. Oder aber umgekehrt, mögliche Defaults auf Staatsebene (wie zuletzt im Falle von Argentinien) sind wieder vermehrt zu befürchten. Dagegen spricht jedoch, daß sich die Renditedifferenz zwischen „sicheren“ Staatsanleihen (sogenannte Triple-A) und Anleihen „von Emerging Markets“ seit dem Krisenjahr 2002 (Brasilien, Argentinien, Uruguay) kontinuierlich verringert hat. Auch hier scheinen jüngste Vorfälle (Argentinien) schon wieder vergessen. Brasilien und einige südamerikanische Nachbarn konnten nur dank IWF- und Weltbank-Kreditspritzen ihre Verpflichtungen erfüllen. Auf der Suche nach höheren Renditen eignen sich daher Staatsanleihen

ABB. 3: US-STAATSVerschuldung UND SchuldenLIMITS SEIT 1940



Quelle: Cosa@markt-daten.de

ABB. 4: HAUPTREFINANZIERUNGSSATZ UND
GELDMENGENVERÄNDERUNG USA



Quelle: BW Bank

von Ländern mit soliden und ungefährdeten Haushalten, als da wären: die meisten asiatischen Länder mit hohen Export- und sogar Staatshaushaltsüberschüssen.

Fed-Modell mit Null-Aussage

Mit einem Nimbus muß schließlich noch aufgeräumt werden: Immer wieder ist vom Fed-Modell die Rede. Dazu wird das Kurs/Gewinn-Verhältnis eines bestimmten Aktienmarktes mit dem des Rentenmarktes verglichen (100 dividiert durch die Rendite – siehe Kasten). Angeblich orientiert sich Alan Greenspan daran. Die Schwachpunkte sind jedoch offensichtlich: Bei steigender Inflation verliert das Modell erheblich an Aussagekraft, da Aktien einen gewissen Schutz bieten (als Quasi-Anlage in Sachwerte), Anleihen dagegen nicht; das Aktien-KGV wiederum basiert auf Schätzungen für künftige Unternehmensgewinne; und schließlich gibt es weder einen Automatismus, der eine Anpassung zwischen den Anlagekategorien herbeiführt, noch sind Aussagen über den Zeithorizont möglich. Von einem „wissenschaftlich fundierten Modell“ kann man somit kaum sprechen. Wenn die Rendite zehnjähriger US-Anleihen in Richtung von 5 % läuft – von zeitweise nur noch 3,5 % ausgehend –, dann scheinen Anleihen, sofern wir die besagte Inflationserwartung ausklammern, relativ gesehen zur ernsthaften Konkurrenz von Aktien werden zu können. Probleme für die Aktienmärkte sind dann aber vorprogrammiert. Dies ist ein weiterer Grund dafür, warum die US-Notenbank scheinbar zögerlich mit einer Anhebung der Leitzinsen umgeht. Auch hier gilt: Eine Alternative dazu, das derzeitige Niedrigzinsniveau im wesentlichen beizubehalten, existiert nicht mehr.

Fazit

Ein britischer Notenbanker wurde einmal gefragt, was denn die größte Gefahr für eine Regierung sei: Seine berühmt gewordene Antwort lautete: „Ereignisse, mein Lieber, Ereignisse.“ Das kann nur unterstrichen werden. Sprünge bei den Erträgen von Anleihen fallen fast ausschließlich mit internationalen oder inneren politischen Krisen zusammen. Da die gegenwärtige Finanzierung des US-Haushalts wie gezeigt vor allem auf Vertrauen basiert, avanciert jede Erschütterung des Systems zu einem potentiellen „Roten Alarm“ – Angriffsflächen für diese sogenannten „Ereignisse“ sind wahrlich ausreichend vorhanden. Die Flucht in Sachwerte wie Edelmetalle und Immobilien ist also kein Zufall, obgleich in den letzten Wochen und Monaten ein massiver Rücksetzer bei beiden zu beobachten war. Vielleicht

wandert aber auch hier endgültig das Geld von den schwachen in die starken Hände. Angesichts ausufernder Geldmengenausweitungen und damit einer praktisch weltweiten Rückkehr höherer Inflationsraten gäbe es reichlich Kapital von Rentempapieren in Sachanlagen umzuschichten. Wie man ein Rentenportfolio durch rauhe Wasser navigiert, lesen Sie im folgenden Beitrag, in dem fundamentale und technische Analyse in einem quantitativen Durationsmodell vereint wird.

Falko Bozicevic

WISSENSWERTES:

Ansprüche eines Käufers einer Anleihe:

- ◆ Verzinsung in Höhe des Kupons
- ◆ Recht auf Rückzahlung (i.d.R. 100 %)
- ◆ Im Insolvenzfall vorrangige Rückzahlung gegenüber Aktionären (bei Unternehmensanleihen)

Rentenmarkt-KGV: 100 / Rendite in % (entweder eine Einzelrendite oder die eines Index). Beispiel: Bei einer Anleihenrendite von 5 % kommt man auf ein Rentenmarkt-KGV von 20.

Rendite: Die Effektivverzinsung setzt sich zusammen aus dem Kuponzins und den Kursveränderungen während der Laufzeit. Berechnung geht von der (unrealistischen) Annahme aus, daß Kuponzahlungen wieder zu einem der Rendite entsprechenden Zins reinvestiert werden.

Kupon: Der Kuponzins gibt die Höhe der regelmäßigen Zinszahlungen an, bezogen auf den Nennwert des Papiers.

Stückzinsen: Sie fallen an, wenn man Anleihen zwischen den Zinsterminen kauft oder verkauft. Verkauft man beispielsweise in der Mitte zwischen zwei Terminen, muß man logischerweise die Hälfte seiner Kuponeinnahmen an den Käufer abtreten.

Duration: Zinssensitivitätsmaß, das die durchschnittliche Bindungsdauer des in einer Anleihe oder einem Rentenportfolio angelegten Kapitals in Jahren angibt. Je länger die Restlaufzeit und je niedriger der Kupon, desto höher ist die Duration und die Kursänderung der Anleihe bei Veränderungen des Zinsniveaus.

Zero-Bonds: Nullkuponanleihen besitzen keine regelmäßigen Zinszahlungen, sie werden abdiskontiert gehandelt. Die Rendite ergibt sich allein durch die Kursveränderung über die Laufzeit. Ihre Restlaufzeit ist identisch mit der Duration.

Floater (Floating Rate Notes): Bei diesen variabel verzinslichen Wertpapieren wird der Zinssatz regelmäßig neu festgelegt (i.d.R. mit einem bonitätsabhängigen Aufschlag zu einem kurzfristigen Zins; z.B. 3-Monats-LIBOR plus 16 Basispunkte).

Bund-Future: Terminkontrakt auf eine fiktive Bundesanleihe mit zehn Jahren Laufzeit.

Rating: Die wichtigsten Ratingagenturen sind Moody's und Standard & Poor's. Die Bonität des Emittenten wird nach einem Buchstaben-Code festgelegt, z.B. AAA für Staatsanleihen bester Bonität, C für Junk Bonds, D für Default.

Empfehlenswerte Internetseite rund um das Thema Anleihen:
www.bondboard.de

Titelstory

Rentenanleger im Dilemma – Vorstellung eines quantitativen Durationsmodells

Der Problematik von Renten im aktuellen Niedrigzinsumfeld und deren Implikationen für Investoren widmen sich Jürgen Ganßleben und Dr. Eckhard Schulte von EPC Economic Portfolio Consult AG

Problematik

Die aktuelle Situation an den Rentenmärkten ist für Investoren sehr problematisch: Ein im historischen Vergleich niedriges Zinsniveau sowie eine steile Renditestrukturkurve zwingen zu Investitionen in langlaufenden Anleihen, um akzeptable Renditen zu erzielen. Daraus resultiert jedoch ein erhöhtes Kursrisiko im Falle eines Zinsanstiegs. Beispielsweise erleidet die Bundesanleihe (Kupon 4,25 %, fällig am 4.1.2014) bei einem Renditeanstieg von 1 % einen Kursverlust von ca. 7,6 %, der erst nach knapp zwei Jahren durch Kuponeinnahmen ausgeglichen werden kann. Folglich greifen traditionelle benchmarkorientierte Ansätze im Niedrigzinsumfeld zu kurz, da diese immer stark von der allgemeinen Marktentwicklung abhängen und damit das Risiko einer absolut negativen Performance aufweisen. Relativ gut kann immer auch absolut schlecht sein!

Lösungsansätze

Überrenditen im Bondbereich sind möglich – unter Inkaufnahme zusätzlicher Risiken. In der Vergangenheit wurde man bei von Unternehmen oder Emerging Market-Staaten begebenen Anleihen („Credits“) fündig. Deren „Spreads“ (Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen) haben sich seit Oktober 2002 von ca. 200 Basispunkten (bp) auf ungefähr 50 bp verringert (je nach Bonität des Emittenten), so daß sich das Chance-/Risiko-Verhältnis dieser Papiere deutlich verschlechtert hat. Zudem hat der argentinische Staat mit der Einstellung seines Schuldendienstes („Default“) vielen Marktteilnehmern das Ausfallrisiko solcher Schuldverschreibungen in Erinnerung gerufen. Aggressivere Anleger versuchen ihren Renditehunger mit Hedgefonds zu stillen. Selbst wenn diese gerne als neue Asset-Klasse gepriesenen verbrieften Strategien ausschließlich an den Zinsmärkten aktiv sind, verbergen sich dahinter oft einige Nachteile wie mangelnde Transparenz, Leverage (er-



Jürgen Ganßleben von EPC Economic Portfolio Consult AG



Dr. Eckhard Schulte von EPC Economic Portfolio Consult AG

höhtes Risiko durch Kreditaufnahme), ungenügende Liquidität sowie vergleichsweise hohe Gebühren. Welche Möglichkeiten hat nun ein eher konservativer Investor, der seiner Asset-Klasse „Renten“ im Rahmen der strategischen Asset-Allokation treu bleiben, gleichzeitig aber bei einem möglichen Zinsanstieg keine Vermögensverluste erleiden möchte?

Ansprüche an eine Rentenstrategie im Niedrigzinsumfeld

Die Ausgangslage (niedrige Zinsen, steile Kurve, Kapitalerhaltungsziel und Partizipation an Kurssteigerungen) führt zu folgenden Anforderungen an eine Rentenstrategie:

- ◆ Anstelle von Benchmark-Orientierung muß Absolute Return-Orientierung treten, um auch in Phasen steigender Renditen positive Erträge erwirtschaften zu können
- ◆ In guten Rentenjahren sollte mindestens „der Markt“ verdient werden, d.h. das absolute Return-Ziel soll nicht durch eine Beschneidung der Ertragspotentiale erkaufte werden
- ◆ Aufgelaufene Performance muß gesichert werden, um im Falle eines Zinsanstiegs nicht verlorenzugehen.

Umsetzung

Neben der Vereinnahmung von Kupons können durch gezielte Ausnutzung von Kurschancen an den Rentenmärkten weitere Erträge erzielt werden. Letzteres erfordert eine aktive Strategie, die lediglich bei positiver Markteinschätzung in langlaufende Renten investiert. Das Potential für Kurssteigerungen wird anhand eines von EPC entwickelten Durationsmodells bestimmt, das sowohl fundamentale als auch technische Faktoren berücksichtigt. Das fundamentale Element des Modells basiert auf der Beobachtung, daß die 10-Jahresrenditen in einem engen Zusammenhang mit wirtschaftlichen Kennzahlen stehen. So lassen sich mit Hilfe statistisch-ökonomischer



Verfahren ökonomische Kerngrößen (Wirtschaftswachstum, Inflationsrate, kurzfristige Zinsen etc. für Deutschland sowie die fundamentale und technische Situation der US-Zinsen) in einen angemessenen 10-Jahreszins für Deutschland „umrechnen“. Der auf diese Weise ermittelte „faire Zins“ wird im ersten Schritt mit der am Markt realisierten Rendite für 10-jährige Staatsanleihen verglichen. Aufgrund dieses fundamentalanalytischen Soll/Ist-Vergleichs können nun Bewertungsextreme am Rentenmarkt diagnostiziert werden.

Beispiele:

1. Während der Emerging Market-Krise 1998 fanden massive Vermögensumschichtungen von als risikobehaftet eingeschätzten Märkten hin zu als sicher erachteten Staatsanleihen statt. Diese „Flucht in Qualität“ führte zu stark steigenden Anleihenkursen, was vom EPC-Modell als fundamental nicht gerechtfertigtes Unterschneiden der Renditen identifiziert wurde.
2. Ähnlich die Situation Mitte 2003: Die von der Fed angeheizte Deflationsdiskussion animierte die Marktteilnehmer zu verstärkten Käufen langfristiger Anleihen (siehe Abb. 1). Der folgende Renditeabfall wurde vom Modell ebenfalls als übertrieben erkannt.

SZENARIOANALYSE

Der aktuelle volkswirtschaftliche Datenkranz führt zu einem angemessenen 10-Jahreszins für deutsche Staatsanleihen von 4,30 % (per 19. Mai 2004). Welche 10-Jahresrenditen wären nun angemessen, wenn sich beispielsweise die Inflationsrate (Kernrate Konsumentenpreisindex der Eurozone, aktuell 1,8 %) und der Ifo-Geschäftsklima-Index (wichtigstes Konjunkturbarometer, aktuell 96,3) gemäß folgender Tabelle verändern würden? Es handelt sich dabei um eine „ceteris paribus“-Betrachtung, d.h. alle anderen Inputgrößen des Modells (z.B. Notenbankzins und US-Zinsen) bleiben konstant. Gleichgerichtete Bewegungen von Konjunktur und Inflation in den USA würden die Zinsveränderungen hierzulande folglich noch verstärken.

IFO	INFLATIONSRATE (IN %)			
	1	2	3	4
90	3,80	4,23	4,66	5,09
95	4,07	4,48	4,89	5,30
100	4,40	4,76	5,12	5,48

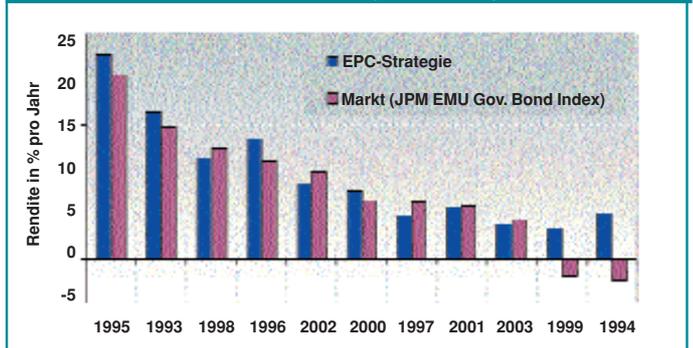
Tabelle 1: Angemessene Renditen deutscher Staatsanleihen in Abhängigkeit von Konsumentenpreisindex sowie Ifo-Geschäftsklima-Index

Da Börsenkurse nicht immer ihrem als angemessen angesehenen Niveau entsprechen und Fehlbewertungen auch über einen längeren Zeitraum Bestand haben können, wird im zweiten Schritt die Markttechnik herangezogen. Damit wird quasi eine Trendfolgekomponente in das Modell integriert – „the trend is your friend“. Positionierungen am Markt erfolgen in Abhängigkeit des Zusammenspiels von fundamentalen und technischen Signalen, wobei eine fest definierte Regelbindung zur Anwendung gelangt.

Kapitalerhalt durch aktive Risikobudgetierung

Die Prognose des Ertragspotentials mit Hilfe des EPC-Durationsmodells garantiert allerdings noch nicht den Kapitalerhalt

ABB. 2: PERFORMANCERECHNUNG DES EPC-DURATIONSMODELLS MITTELS RÜCKBERECHNUNG („BACKTEST“)



bis zum Jahresende. Dies erfolgt mittels der zweiten Säule des Ansatzes, der aktiven Risikobudgetierung, die das Ertragspotential in einen Investitionsgrad übersetzt, der mit dem „Absolute Return“-Ziel vereinbar ist:

- ◆ Es wird nur dann in lange Renten investiert, wenn Ertragspotential an den Rentenmärkten erkannt wird
- ◆ Der Investitionsgrad in lange Renten hängt dabei davon ab, wie viel Reserven vorhanden sind. Sind weniger Reserven vorhanden, so wird auch weniger Risiko eingegangen
- ◆ Wird kein Ertragspotential an den Rentenmärkten identifiziert, so wird nicht in lange Renten, sondern in den Geldmarkt investiert.

Die Reserven bestimmen sich dabei durch die im Jahresverlauf bereits aufgelaufenen Gewinne sowie den sicheren Geldmarktzins.

Gemäß obiger Grafik ist die Erzielung von positiven absoluten Erträgen in jedem Marktumfeld realisierbar. Vor allem werden trotz Absolute Return-Orientierung relative Mehrerträge sowohl in schlechten (1994, 1999) als auch in guten Bondjahren erzielt. Weiterhin wird ohne Reserven kontrolliert Risiko eingegangen und damit das Risiko negativer Renditen vermieden.

Fazit

Aus den niedrigen Zinsen in Kombination mit steiler Renditestrukturkurve ergibt sich ein asymmetrisches Risikoprofil für Rentenanleger. Agile Spezialisten begreifen diese Konstellation als Herausforderung, durch aktives Portfoliomanagement nicht nur den Kapitalerhalt ins Zentrum des Investmentprozesses zu stellen, sondern auch die Outperformance der Benchmark bei überschaubarem Risiko anzustreben. Ein in Theorie und Praxis bereits erfolgreich begangener Weg vereint die fundamentale und technische Analyse in einem quantitativen Modell zur Durationssteuerung, um diese Investmentziele dank einer aktiven Risikobudgetierung bei konsequenter Regelbindung zu erreichen.

EPC

EPC Economic Portfolio Consult AG definiert sich als Investment-Boutique mit folgenden Tätigkeitsfeldern: Portfoliomanagement, Asset Management Consulting, Produktentwicklung. Infos: www.epc.ag

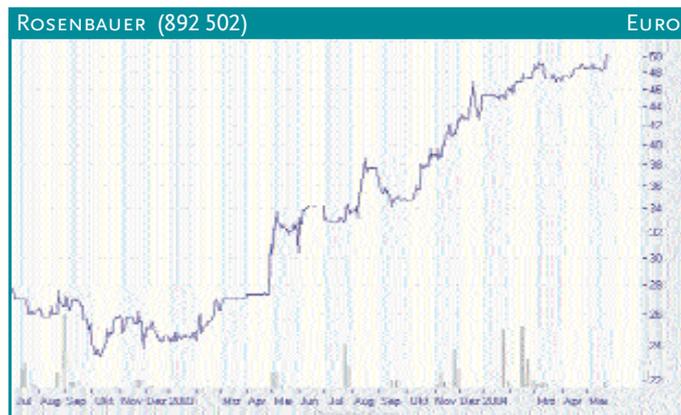
An der Wiener Börse wird Walzer getanzt

Wer als Anleger in Österreich investiert, der bekommt dafür nicht nur ein gesundes wirtschaftliches Umfeld, er kauft auch qualitativ hochwertige Unternehmen zu einem attraktiven Preis

Mit unserem südlichen Nachbarn verbinden wir Deutschen oftmals den langjährigen Urlaubsort des Altbundeskanzlers am Wolfgangsee, die Bergiselschanze in Innsbruck oder aber den politisch im Abseits stehenden Rechtsaußen Jörg Haider. Allerdings ist uns das Lachen in den letzten Jahren geradezu im Halse stecken geblieben, denn die Alpenrepublik hat eine Wirtschaftsdynamik entfaltet, von der wir Deutsche nur träumen können, und die Chancen, die sich aus dem Boom in Osteuropa ergeben, nicht nur lokalisiert, sondern auch genutzt. Immerhin sind die österreichischen Unternehmen, gemessen am Investitionsvolumen, die fünfgrößten Akteure in dieser Region, und in vielen Bereichen von der Pole Position nicht mehr zu verdrängen. Damit war das Fundament gelegt für einen nachhaltigen Anstieg des Wiener Aktienmarktes, der lange Jahre ein Schattendasein fristete und von den Anlegern entsprechend gemieden wurde.

Wirtschaft und Wachstum – das paßt zusammen

Die Neuordnung des österreichischen Pensionssystems, welches ganz ähnliche Verwerfungen wie das deutsche Pendant aufweist, sorgt zudem dafür, daß der Aktienmarkt auch zukünftig stetige Mittelzuflüsse erhalten dürfte. Ebenso positiv aufgenommen wurde die kürzlich verabschiedete Steuerreform, die vor allem durch die Senkung des Körperschaftssteuersatzes auf 25 % für Aufmerksamkeit sorgte, da die Regierung hiermit ein weiteres gewichtiges Argument für den Standort Österreich ins Felde führt. Der Leitindex der österreichischen Börse, der ATX, gehörte in den vergangenen Jahren vor dem Hintergrund des positiven makroökonomischen Umfelds zu den Top-Performern in Europa. Er überstand die Börsenbaisse wesentlich besser als die europäischen Pendants und markierte vor kurzem ein neues Allzeithoch bei 1.985 Punkten. Neben den Schwergewichten des Wiener Leitindices, wie zum Beispiel Telekom Austria, Erste Bank oder OMV, konnten auch zahlreiche kleinere Titel nachhaltig zulegen und dabei von ihrem gesunden wirtschaftlichen Fundament gepaart mit einer günstigen Bewertung profitieren. Da-



von konnte sich Smart Investor auf dem regelmäßig stattfindenden „Investor Round Table“ der Schumacher's Finanz- und Unternehmenskommunikation Mitte April in München wieder überzeugen.

Nicht nur Feuerwehren für die ganze Welt

Ein Beispiel ist die Rosenbauer AG aus dem oberösterreichischen Leonding. Der Spezialist für Feuerlöschfahrzeuge im Industrie-, Kommunal-, Hubrettungs- und Flughafenbereich überzeugt mit soliden Bilanzzahlen, einer klaren Aktionärsstruktur und einer trotz Kurszuwächsen immer noch günstigen Bewertung. So weist das Unternehmen für 2003, dem besten Geschäftsjahr in seiner knapp 140jährigen Geschichte, einen Umsatz von 323 Mio. Euro aus. Dabei verdient Rosenbauer etwa 7 Mio. Euro. Außerdem schüttet der zu über 50 % in Familienbesitz befindliche Konzern eine Dividende von 1,50 Euro je Stammaktie aus, was einer Rendite von 3,3 % entspricht. Interessant für das Unternehmen ist der Bedarf, der sich für seine Produkte durch die zunehmende Industrialisierung Chinas und Indiens und vermutlich bald aufgrund des Investitionsrückbaus der Öffentlichen Hand in Märkten wie Deutschland ergibt.

Alternativ zu Rosenbauer könnte man den Technologiekonzern Andritz anführen, der als Technologielieferant für die Papier-, Stahl- und Umweltindustrie ein Rekordergebnis nach dem anderen einführt und nicht zuletzt mit einer gehörigen Portion China-Appeal ausgestattet ist. Mithin stammen 20 % des Gesamtumsatzes aus diesem asiatischen Land, womit Andritz von allen österreichischen Konzernen den größten Umsatzanteil mit dem Reich der Mitte realisiert.

RHI – Umstrukturierung nach Maß

Ein in Deutschland eher unbeachteter Wert ist die RHI AG, die mit circa 1,2 Mrd. Euro Umsatz zu den größten Industriekonzernen in Österreich gehört. Das Profil des Konzerns offenbart eine starke Fokussierung auf den Geschäftsbereich Feuerfestprodukte, die vor allem bei industriellen Hochtemperatur-Produktionsprozessen ab-

ABB. 1: WIRTSCHAFTSWACHSTUM ÖSTERREICHS 1990 - 2005
VERÄNDERUNG DES REALEN BIP (IN %)



Quelle: STATISTIK Austria, WIFO

1.200 Grad Celsius benötigt werden. So liefert RHI beispielsweise Glasschmelzwanne, Kalksacht- und Anodenöfen an die Industrie und ist damit ein wichtiger Partner bei der Produktion von Ziegeln und Stahl. In Bedrängnis gekommen ist das Unternehmen vor gut zwei Jahren im Zusammenhang mit Asbestschadenersatzzahlungen in den USA, die den Konzern in eine existenzbedrohende Krise stürzten. Die mit den Banken im Frühjahr 2002 vereinbarten Maßnahmen, so das Aussetzen von Zins- und Tilgungszahlungen für 400 Mio. Euro bis 2006, Zinsbegünstigungen für weitere Verbindlichkeiten und eine 144 Mio. Euro schwere Wandelanleihe, werden den Konzern noch auf Jahre hinaus prägen. Resultierend aus diesen Abmachungen ergibt sich ein optisch günstiges KGV von 5, allerdings ist die Verschuldung immer noch relativ hoch und die Ausschüttungsfähigkeit der Gewinne sehr gering. Die Erfolge der Restrukturierung sind indes nicht von der Hand zu weisen, was der Aktienkurs seit dieser Zeit aber auch schon überzeugend reflektiert hat. RHI steht wie Rosenbauer oder aber der Kranhersteller Palfinger für das solide industrielle Fundament in Österreich, welches durch immer neue Innovationen erfolgreich verteidigt werden kann.

Pankl Racing – im Renntempo zurück auf die Erfolgsspur

In dieser Logik ist denn auch die bei Graz beheimatete und in Deutschland gut bekannte Pankl Racing positioniert. Das mit 66 Mio. Euro Umsatz vergleichsweise kleine Unternehmen beliefert verschiedene Rennsportserien, an der Spitze natürlich die Formel 1, mit Motor- und Antriebsteilen und versucht durch Leichtbauinnovationen auch im Bereich Auspuffsysteme und Getriebe Fuß zu fassen. Daneben werden Helikopterhersteller mit Rotor- und seit neuestem auch mit Triebwerkswellen versorgt. Interessant ist daneben das Vorhaben, einen nachrüstbaren Konverter für die Rußpartikelreduzierung bei Nutzfahrzeugabgassystemen auf den Markt zu bringen, der die stetige Umsatzentwicklung der Firma weiter anschieben könnte. Hierfür ist aber eine Kapitalerhöhung vonnöten. Allerdings stellen die immer neuen Entwicklungsprojekte die Profitabilität des Unternehmens auf eine harte Probe. Es fällt Pankl dabei offensichtlich schwer, auf den bis 2001 stetigen Gewinnpfad zurückzukehren.

S&T IT Solutions & Services – Osteuropa als Chance

Da der osteuropäische Markt direkt vor der Haustür der Österreicher liegt, haben zahlreiche Unternehmen ihren Geschäftsfocus auf diese Region gelegt. Der IT-Dienstleister S&T zum Beispiel versteht sich als Full Service-Anbieter und versucht diesen Anspruch vor allem in den neuen EU-Staaten, aber auch darüber hinaus, in die Tat umzusetzen. So unterhält das Unternehmen inzwischen Niederlassungen vom Balkan bis an den Ural und ist mit dieser Strategie recht erfolgreich, vor allem an den für 2003 veröffentlichten Umsatzzahlen ist dies klar ersichtlich. Immerhin stieg der Umsatz um über 21 % auf gut 204 Mio. Euro und verzeichnete damit den höchsten Wert der Fir-



menhistorie. Auf der Ertragsseite trägt der Konzern der Expansion und der verstärkten Ausrichtung auf den Dienstleistungsbereich Rechnung. Dafür wachsen die von S&T avisierten Märkte überdurchschnittlich, womit durchaus die Chance auf künftige Gewinnzuwächse besteht.

Voestalpine – geschmiedete Zukunft

Etwas anders gestaltet sich der Blick auf den Spezialstahlhersteller Voestalpine. Dieser ist nicht nur profitabel und zahlt seinen Aktionären eine Dividende, sondern insgesamt ein wesentlich größerer Player als die oben erwähnten Werte. Das Unternehmen produziert hochwertige Stahlerzeugnisse und verarbeitet andere Werkstoffe zu Komponenten und Komplettsystemen um. Gerade die neuen Automobilwerke wie in der Slowakei und andere Abnehmer in Osteuropa gehören zu den potentiellen Kunden und sichern dem Konzern durch die räumliche Nähe die ohnehin schon starke Wettbewerbsposition. Was bei Voest freilich nachdenklich stimmt, sind die steigenden Rohstoffpreise, unter denen das Unternehmen spürbar leidet.

Fazit

Es könnte sich lohnen, vor allem für den als vorsichtig bekannten deutschen Anleger, anderthalb Augen auf den österreichischen Aktienmarkt zu werfen, denn dort findet man auch nach den immensen Kurszuwächsen immer noch günstig bewertete Firmen, deren Aktien auf lange Sicht aufgrund der klaren Focussierung auf Wachstumsmärkte und des politischen Willens zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit der Alpenrepublik ihre immer noch vorhandenen Bewertungsabschläge abbauen können. Ob man allerdings in die aktuelle Rally hinein einsteigen sollte, erscheint doch fraglich, Anleger sollten aufgrund der sichtbaren Überhitzungserscheinungen kurzfristig eine Konsolidierung abwarten.

Tobias Karow

Tab. 1: BEWERTUNGEN AUSGEWÄHLTER ÖSTERREICH-AKTIEN

NAME	ROSENBAUER	RHI	PANKL RACING	S&T	VOESTALPINE	ANDRITZ
KURS	49	17,05	11,30	10,05	36,24	37
WKN	892 502	874 182	914 732	915 194	897 200	632 305
UMSATZ 03 (Mio.)	323,0	1.232,0	66,3	209,3	4.391,0	1.225,0
MARKTKAPITALISIERUNG (Mio.)	83,3	342,1	43,9	35,6	1435,1	481,0
DIVIDENDENRENDITE (%)	3,1	/	/	/	3,3	2,7
KGV 03	12,31	4,67	NEG.	NEG.	18,40	16,37
KUV 03	0,26	0,28	0,66	0,17	0,33	0,39

Alle Angaben in Euro

Indien

Scherbenhaufen oder zweite Chance?

Indien ist mit 660 Mio. Wahlberechtigten die größte Demokratie der Welt und hinter China das bevölkerungsreichste Land der Erde. Es wurde bis zur Parlamentswahl von der Nationalen Demokratischen Allianz (NDA) unter Führung des Premierministers Atal Behari Vajpayee regiert, die durch ihren Reformkurs dem Land die Perspektive einer prosperierenden Volkswirtschaft gab. Die Wahlen brachten nun ein unerwartetes Ergebnis an den Tag, denn die Kongreßpartei mit ihrer Spitzenkandidatin Sonia Gandhi konnte den Löwenanteil des Wählerpotums für sich verbuchen, wobei zur absoluten Mehrheit im Parlament noch die Stimmen der linksgerichteten Parteien vonnöten sind. Genau dieser Punkt, also die mögliche Beteiligung der Kommunisten an der Regierung, versetzte der Börse den entscheidenden Schlag. So verlor der Leitindex Sensex am Montag nach der Bekanntgabe des Endergebnisses in der Spitze 18 % seines Wertes und sackte bis auf gut 4.000 Punkte durch.

Wird der Reformmotor gestoppt?

Der Einbruch der indischen Börse geschah natürlich unter dem Eindruck einer Einmischung der Kommunisten in den Reformprozeß, der von Vajpayee mit Augenmaß forciert wurde und Indien für internationale Investoren interessant machte. Mithin liegt das für dieses Jahr prognostizierte Wachstum des Bruttoinlandsprodukts bei 6,3 %, die direkten Auslandsinvestitionen nehmen sich im Vergleich zum Reich der Mitte mit 5 % gegenüber 36 % der Wertschöpfung eher bescheiden aus. Ambitioniert kann der Plan aufgefaßt werden, bis zum Jahr 2007 über 13.000 Kilometer neue Straßen zu bauen und damit einen wichtigen Wachstumshemmer zu beseitigen. Auch kam die NDA damit voran, Handelserleichterungen, vor allem mit China, zu erwirken und Staatsbetriebe zu privatisieren. Zuletzt wurden Expertisen für einen Börsengang der beiden größten internationalen Flughäfen in Neu Delhi und Mumbai (Bombay) eingeholt. All diese Anstrengungen stehen vorsichtigen Auguren zufolge nun zur Disposition, obwohl der ursprüngliche Impuls zur Öffnung der indischen Volkswirtschaft von der jetzt so skeptisch bäugten Kongreßpartei ausging.

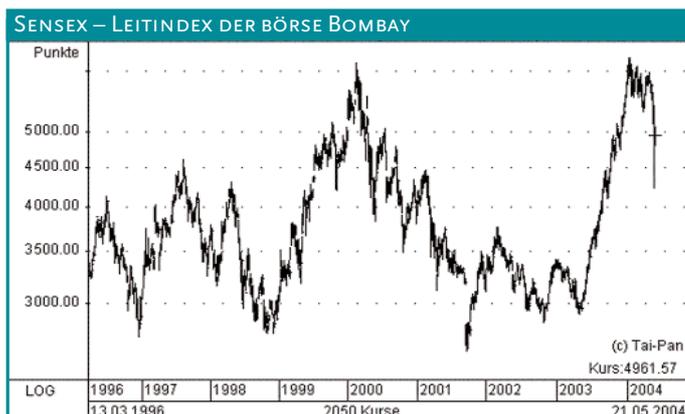


Die zweite Chance für den ersten Eindruck

Für den Anleger stellt sich heute die Frage, ob er in das fragile Szenario einsteigen oder aber abwarten sollte, bis sich die neue Regierung konstituiert hat und wie stark der linke Flügel vertreten sein wird. Sonia Gandhi wird indes nicht Regierungschefin, sondern der frühere indische Finanzminister Manmohan Singh. Da politische Börsen aber bekanntlich kurze Beine haben, empfiehlt es sich, mehr als nur einen Blick auf den indischen Aktienmarkt zu werfen (siehe auch Smart Investor 9/2003), denn durch Abschlüge von in der Spitze 50 % vom Hochpunkt wie im Fall der State Bank of India (SBI) lassen sich wieder etliche Schnäppchen finden. Neben der SBI (KGV 8) scheint auf dem erniedrigten Niveau auch das Konglomerat Reliance Industries wieder günstig zu sein. Für die Aktie des Konzerns, der für dieses Jahr mit Nettogewinnzuwächsen von 20 % aufwarten will, wird das 14fache des Gewinns bezahlt. Interessant ist auch das Open-End-Zertifikat (WKN 256 685) der ABN AMRO auf den indischen Aktienmarkt, welches die größten indischen Aktien zusammenfaßt und einen aussichtsreichen Korb für die Partizipation an der trotz der Rückschläge noch andauernden Hausse bereitstellt. Smart Investor hat am Mittwoch, den 19. Mai, bereits 250 Stück dieses Papiers via Online-Börsenbrief Smart Investor Weekly in das Musterdepot aufgenommen.

Fazit

Sollte die Kongreßpartei die Deregulierung, Marktöffnung und Privatisierungsanstrengungen fortsetzen, dann läßt sich mit Sicherheit sagen, daß die Börsenstory in Indien durch den Crash schlicht 30 % billiger geworden ist. Damit böte sich für den Anleger eine überraschend aufgetauchte, aber dennoch sehr gute Möglichkeit zum Einstieg.



Tobias Karow

„Ein gewaltiger Betrug“

Smart Investor im Gespräch mit Ferdinand Lips über die Manipulation des Goldpreises, ein betrügerisches System und den aktuellen Einbruch der Edelmetallpreise

Smart Investor: Herr Lips, Sie sprechen in Ihrem Buch von einer „Goldverschörung“* – wer sind die Beteiligten und welches ihre Motive?

Lips: Die Beteiligten sind gleichermaßen die Zentralbanken, die Banken und die Politiker dieser Welt. Das heutige Papiergeld kann man in praktisch beliebigem Ausmaße vermehren, während Gold nun mal nicht aus dem Nichts entsteht. Das Papiergeldsystem ermöglicht den Beteiligten gewaltige Gewinne, ist aber eigentlich nichts weiter als ein gewaltiger Betrug. Daher ist Gold der Gegner dieses Systems.

Smart Investor: Also so etwas wie ein Barometer?

Lips: Ganz genau. Es ist ein Gradmesser dafür, ob im bestehenden Papiergeldsystem etwas schief läuft. Darum muß der Goldpreis künstlich unten gehalten werden. Diese Manipulation existiert schon lange, mindestens seit das Federal Reserve System besteht, vor allem aber seit Roosevelt, der, wie Sie wissen, den amerikanischen Bürgern 1933 das Gold gestohlen hat, indem er privaten Goldbesitz bei Strafe verbot. Ich habe dies in meinem Buch klar dargelegt. Diese Manipulation wird wahrscheinlich so lange dauern, wie es Zentralbanken gibt oder aber bis wir ein Weltwährungssystem haben, das diesen Namen auch tatsächlich verdient, nämlich den klassischen Goldstandard.

Smart Investor: Haben Sie denn eine Vermutung, wann dies so weit sein könnte? Mir scheint, daß wir davon noch ziemlich weit entfernt sein dürften.

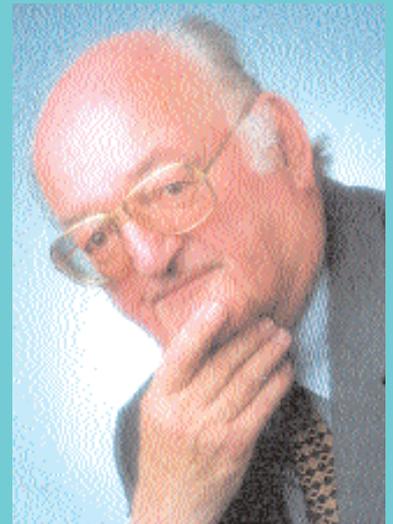
Lips: Nun, ich habe früher immer gedacht, es könne gar nicht mehr so lange dauern. Aber schauen Sie, was die Amerikaner alles unternehmen, um das jetzige Papiergeldsystem am Leben zu halten, die Wirtschaft wieder anzukurbeln und die Aktienmärkte mit immer höherer Liquidität zu versorgen. Wir stehen heute vor einer ernstesten Dollarkrise, die dann ihren Höhepunkt erreicht, wenn die ausländischen Zentralbanken ihre Dollarbestände nicht mehr erhöhen und sogar zu verkaufen beginnen. Dann dürfte es zu einem Crash an den Finanzmärkten kommen.

Smart Investor: Aber von wem oder welcher Regierung sollte denn der Anstoß, der Wille kommen, wieder einen Goldstandard einzuführen?

Lips: Das ist eine gute Frage. Ich beschäftige mich seit 35 Jahren mit diesem Thema und sehe tatsächlich niemanden, der das praktisch umsetzen könnte. Vergessen darf man auch nicht, wieviel Zeit schon seit dem letzten „richtigen“ Währungssystem verstrichen, wieviel Know-how hier verlorengegangen ist. Wer weiß denn heute überhaupt noch, wie die Welt vor dem jetzigen Papiergeldsystem ausgesehen hat oder warum Währungen in der Vergangenheit teilweise über Jahrhunderte stabil waren, praktisch ganz ohne Inflation?

FERDINAND LIPS

Ferdinand Lips, 1931 in der Schweiz geboren, war Mitgründer der Züricher Rothschild-Bank. 1987 eröffnete er, ebenfalls in Zürich, mit der Bank Lips AG ein eigenes Finanzhaus, bevor er sich 1998 aus dem Bankgeschäft zurückzog. Heute sitzt er im Vorstand verschiedener Firmen und verwaltet die „Foundation for the Advancement of Monetary Education“ (FAME) in New York.



Smart Investor: Wo liegt denn das Bindeglied zwischen der Prosperität früherer Kulturen oder Zeiten und dem Goldstandard?

Lips: Das ist ein wichtiger Punkt. Der Goldstandard war so etwas wie „ehrliches Geld“, das heutige Geldsystem dagegen ist ein Betrug. Unter dem Goldstandard wäre es nie zu dem katastrophalen Schuldenberg gekommen, der heute unser ganzes System gefährdet. In meinem Buch habe ich beschrieben, daß sich die Finanzmärkte nur unter einem Goldstandard befriedigend entwickeln können, weil die Finanzmärkte für ein perfektes Funktionieren stabiles und ehrliches Geld benötigen, d.h. Geld, dessen Wert immer gleich bleibt. Der Staat sollte Vorbild sein. Wenn wir in einem System leben, in dem Regierungen, Zentralbanken, Banken das Geld entwerten und die Menschen anlügen, dann ist es kein Wunder, wenn dieses Lügen und Betrügen auch auf die Marktteilnehmer und Menschen abfärbt. Auch die Medien spielen hier eine enttäuschende Rolle. Irgendwann gibt es dann Kriege.

Smart Investor: Ich befürchte, daß wir hier aber noch nicht am Ende des Weges angekommen sind, denn das, was Sie sagen, dürfte man kaum bereits als allgemeines Gedankengut bezeichnen können. Muß die generelle Lage also erst noch ernster werden, bevor sich das nötige Bewußtsein durchsetzt?

Lips: Absolut richtig. Es wird wohl erst noch viel schlimmer werden. Von den Regierenden können wir nichts erwarten. Die Geschichte hat gezeigt, daß es hier eines Vordenkers oder auch einer Gruppe von Menschen bedarf, die sagt: So wird es gemacht. Es ist auch eines meiner persönlichen Ziele, auf die-

sem Gebiet die Menschen zu informieren, sei es in Buchform oder auf Kongressen wie beispielsweise schon mit den von meiner Bank organisierten Währungskonferenzen 1992 und 1996. Aber leider wurden diese Anlässe von der Öffentlichkeit nicht richtig zur Kenntnis genommen. Ich verstehe das ehrlich gesagt nicht, weil sich die Finanz- und Wirtschaftslage doch von Jahr zu Jahr verschlechtert: Eigentlich müsste auch die Goldindustrie ein Interesse daran haben, daß ihr Produkt richtig dargestellt und anders behandelt wird. Vielleicht liegt es daran, daß für sie Gold nicht gleich Geld bedeutet, sondern nur die Ausgangsbasis für die Schmuckindustrie.

Smart Investor: Nun mal zu etwas Aktuellem: Hierzulande werden die geplanten Goldverkäufe der deutschen Bundesbank kontrovers diskutiert. Ihre Meinung hierzu?

Lips: Nun ja, die Bundesbank kann auch nicht einfach machen, was sie will. Erstens gibt es jetzt die europäische Zentralbank.

Ferner liegt ein Großteil des Goldes gar nicht in Frankfurt, sondern in den USA oder bei der Bank von England. Die offiziell ausgewiesenen Mengen sind nie im Leben so vorhanden. Es hat in der Vergangenheit mehrere Anfragen im Bundestag gegeben, und alle wurden unbefriedigend beantwortet. Vermutungen gehen dahin, daß etwa die Hälfte des deutschen Goldes schon weg ist, es ist entweder einfach nicht mehr da oder nicht in offiziell lieferbarer Form vorhanden. Und die andere Hälfte soll ausgeliehen sein. Auch war das Verhalten von Ex-Bundesbankchef Ernst Welteke in den letzten Jahren meines Erachtens stets verdächtig. Wann immer Gold ein bißchen im Preis anzog, verkündete er, daß Deutschland Gold verkaufen wolle. Ganz so, als habe er gerade mal einen Anruf von seinem Chef Alan Greenspan erhalten.

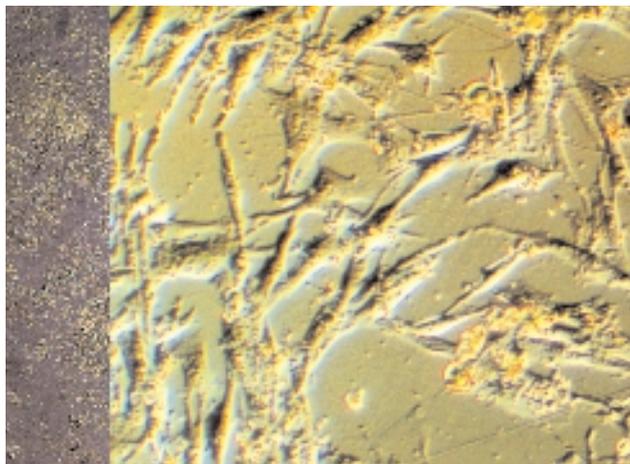
Smart Investor: Und bis zu 16.000 Tonnen Zentralbankgold sollen unausgewiesen verliehen worden und inzwischen unwiederbringlich verloren sein. Wann führt dieser Zustand denn zu Problemen, wann könnten diese Praktiken auffliegen?

Lips: Der World Gold Council behauptet, es seien 5.000, aber es gibt Schätzungen von Experten, und die gehen bis zu 16.000 Tonnen. Es gibt keine zuverlässigen Zahlen, nur Schätzungen, weil der Internationale Währungsfond den Zentralbanken erlaubt und empfiehlt, auch verliehenes Gold als Bestand aufzuführen, als ob nichts passiert wäre. Dimitri Speck (Anm. d. Red.: ein freier Autor des Smart Investor Magazins; siehe http://www.smartinvestor.de/pdf/0309S16_SI.pdf) hat auf diesem Gebiet hervorragende Arbeit geleistet und die Funktionsweise der Goldausleihungen und die Manipulation beschrieben. Wenn die physische Nachfrage nach Gold steigt, wird es zu Problemen kommen, denn das einst ausgeliehene Gold ist weg. Die Bullionbanken haben es ihrerseits weitergereicht oder verkauft, wohl an die Schmuckindustrie, und dieses Gold kommt nie mehr zurück. Mein Vorredner hier auf dem Goldkongreß, Rainer Meier von der Züricher ZPMO (siehe auch Ko-

lumne auf S. 41), hat aufgezeigt, daß sich die Zentralbanken spätestens ab 2008 Gold besorgen müßten, vielleicht schon ab 2006, wenn sie weiterhin genügend Reserven haben wollen.

Smart Investor: Der jüngste drastische Rückgang in den Edelmetallpreisen – und Rohstoffwerten – dürfte viele Investoren auf dem falschen Fuß erwischt haben. Wandern jetzt die Positionen von den „schwachen“ in „starke“ Hände?

Lips: Solche Baissen kommen periodisch vor und sollten als notwendige technische Korrekturen betrachtet werden. Die gegenwärtige Korrektur ist allerdings durch Manipulation sehr verschärft worden. Man sprach davon, daß Frankreich und Italien Gold verkaufen wollen. Rothschild hat das Goldgeschäft aufgegeben. Welteke mußte zurücktreten, und kleine Staaten wie Armenien und Albanien wurden von den Amerikanern zu Goldverkäufen überredet oder angehalten. Norwegen solle verkaufen. Dabei hat sich



übrigens gezeigt, daß Norwegen sein Gold bereits ausgeliehen hat. Spanien hat offenbar auch schon alles ausgeliehen. Dann haben die Amerikaner ihre Arbeitsmarktstatistiken geschönt, damit das Publikum den Eindruck erhält, daß es mit der Wirtschaft nach oben gehe. Die Goldaktien sind dabei besonders stark in Mitleidenschaft gezogen worden. Sie haben recht, daß das Gold dann immer von schwachen in starke Hände wechselt. Eine große Rolle spielten auch die Hedge Fonds, die über 1.000 Mrd. US-\$ verwalten und mit ihren Dispositionen mehr und mehr solch drastische Kursschwankungen auslösen.

Smart Investor: Zeigt dieser Rückfall nicht auch sehr eindrucksvoll, daß sich beim Anstieg gerade auch viele kurzfristige Investoren auf den Zug aufgeschwungen haben? Also: War der vorherige Anstieg vielleicht gar nicht die wirkliche Trendwende beim Gold?

Lips: Es handelte sich um eine typische Korrektur, die bald vorbei sein sollte. Bestimmt war auch schon Spekulation dabei. Pierre Lassonde, der CEO von Newmont Mining, hat kürzlich gesagt, daß die Goldhaussa erst am Anfang stehe. Fundamental sieht die Lage für Gold mit jedem Tag besser aus. Das US-Finanzministerium und die Notenbank haben es natürlich nicht gern, daß ein steigender Goldpreis zunehmend inflationäre Tendenzen anzeigt, deshalb bekämpfen sie den Goldpreisanstieg.

Smart Investor: Herr Lips, haben Sie herzlichen Dank für das aufschlußreiche Gespräch.

Das Interview für Smart Investor führte Falko Bozicevic am Rande des Goldkongresses in München.

*) Die Buchbesprechung „Die Goldverschöpfung – ein Blick hinter die Kulissen der Macht“, erschienen im Kopp-Verlag, finden Sie im Smart Investor Magazin 2/2004.

Des einen Leid, des anderen Freud

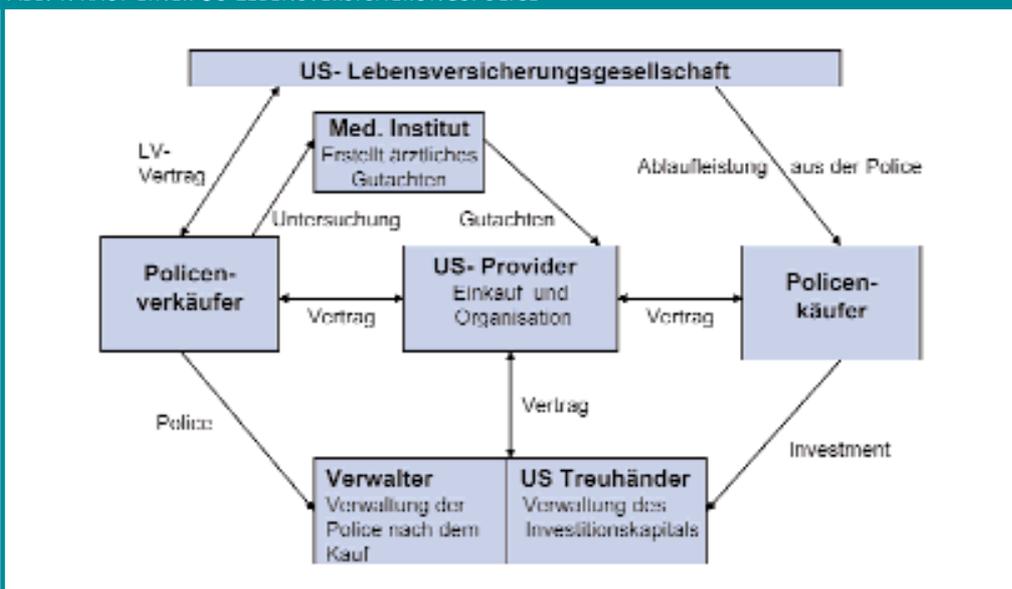
Zweitmarkt für Lebensversicherungspolice gewinnt an Bedeutung

Was in Großbritannien bereits seit 1844 gang und gebe ist, erfreut sich seit kurzem auch am deutschen Kapitalmarkt zunehmender Beliebtheit: der Handel mit bestehenden Lebensversicherungspolice. Für eine Investition sprechen attraktive Renditen sowie die Diversifizierung der Vermögensanlage in Bereiche jenseits herkömmlicher Immobilien- und Kapitalmarktrisiken.

Grundgedanke und Idee

Die Idee, die hinter dem Handel mit Lebensversicherungspolice steckt, ist verhältnismäßig einfach. Will der Besitzer einer Lebensversicherung aus seinem Vertrag aussteigen, kann er die Police bei einer Kapitallebensversicherung entweder ruhen lassen oder zum Rückkaufwert an den Versicherer zurückgeben. Bei der reinen Risikolebensversicherung bleibt nur die Kündigung. Da keine Ersparnisbildung erfolgt, weisen derartige Polices auch keinen Rückkaufwert auf. Alternativ kann der Vertrag an einen Dritten verkauft werden. Rechtlich betrachtet tritt der Verkäufer (Versicherungsnehmer) dabei sämtliche Rechte, wie insbesondere das Recht an der bei Eintritt des Versicherungs-

ABB. 1: KAUF EINER US-LEBENSVERSICHERUNGSPOLICE



Quelle: Scope Group

falls durch die Versicherung zu zahlenden Geldleistung, an den Käufer ab. Gleichzeitig gehen sämtliche Pflichten auf den Erwerber über. Noch anfallende Versicherungsprämien werden bis zum Eintritt des Versicherungsfalles somit von diesem übernommen. Versichert bleibt allerdings weiterhin das Leben der bisher versicherten Person – und zwar zu unveränderten Konditionen. Bei Kapitallebensversicherungen stellt der Rückkaufwert den Mindestpreis dar. Bei reinen Risikopolices basiert der prozentuale Kaufpreis auf einem oder mehreren ärztlichen Gutachten über die erwartete Restlebensdauer des Versicherungsnehmers. Liegt diese bei ca. zwei Jahren, kann der Verkäufer mit rund 75 % der Versicherungssumme kalkulieren. Für „sechsjährige Polices“ lassen sich am Sekundärmarkt dagegen lediglich 25 % der Ablaufleistung erzielen.

Investments in einzelne Lebensversicherungen

Grundsätzlich bestehen zwei Möglichkeiten, sich am Zweitmarkt für Lebensversicherungspolice zu engagieren. Zum einen können einzelne Versicherungen erworben werden. Einschlägige Angebote finden sich bisweilen in überregionalen Tageszeitungen. Auch über Versicherungsmakler, die sich auf diesen Bereich spezialisiert haben, ist ein Ankauf möglich. Zwar sprechen insbesondere die verhältnismäßig niedrigen Transaktions- und Verwaltungskosten für diesen Weg, dennoch ist von einem Erwerb einzelner Polices unter Risikoaspekten dringend abzuraten. Abgesehen davon, daß potentielle Investoren nur in Ausnahme-



TAB. 1: ERTRÄGE AUS SECOND HAND POLICEN

VERSICHERUNGSPOLICE	TODESFALLSUMME IN (%)	RENDITE P.A. BEI	TODESFALLSUMME IN (%)	RENDITE P.A. BEI
MIT ERWARTETER	DES INVESTIERTEN BETRAGS	DURCHSCHNITTL. LAUFZEIT	DES INVESTIERTEN BETRAGS	DURCHSCHNITTLICHER LAUFZEIT
FÄLLIGKEIT IN	(OHNE RÜCKVERSICHERUNG)	(OHNE RÜCKVERSICHERUNG)	(MIT RÜCKVERSICHERUNG)	(MIT RÜCKVERSICHERUNG)
2 JAHREN	128 %	17,78 %	122 %	14,18 % (5,1 %)*
3 JAHREN	142 %	19,61 %	135 %	16,64 % (6,19 %)
4 JAHREN	150 %	21,68 %	148 %	20,89 % (6,75 %)
5 JAHREN	160 %	27,52 %	154 %	25,02 % (6,36 %)
6 JAHREN	172 %	37,36 %	160 %	31,67 % (6,05 %)

Quelle: Berechnungen des Lehrstuhls für Finanzdienstleistungen, Universität Wien, für den Zeitraum zwischen 1995 und 2003. *Werte in Klammern geben die garantierte Mindestrendite an.

fällen über das nötige Know-how verfügen, fällt die Streuung des Vermögens selbst beim Erwerb mehrerer Policen mit niedriger Versicherungssumme viel zu gering aus. Deutlich sinnvoller ist da der zweite Weg, nämlich die Beteiligung an einem auf den Ankauf von Versicherungspolicen spezialisierten Fonds.

Fondslösung uneingeschränkt zu bevorzugen

Durch den Erwerb von teilweise über 100 unterschiedlichen Policen können die Fonds eine Diversifizierung in verschiedene Dimensionen vornehmen. Um die Konkursgefahr der Anbieter zu reduzieren, stammen die erworbenen Verträge in der Regel von unterschiedlichen Versicherungsgesellschaften. Zudem repräsentieren sie – bezogen auf den erwarteten Ausübungsfall – differierende Krankheiten, um auf diese Weise einem unerwarteten medizinischen Fortschritt vorzubeugen bzw. den sich daraus ergebenden „Überschreitungsfall“ einzelner Policen abzufedern. Darüber hinaus sollten die erworbenen Verträge verschiedene erwartete Fälligkeiten (meist zwischen einem und sechs Jahren) repräsentieren. So bieten die den Sekundärmarkt derzeit beherrschenden US-amerikanischen Risikolebensversicherungspolicen bei langen prognostizierten Restlaufzeiten statistisch betrachtet zwar die attraktivsten Renditen (siehe Tabelle), weisen dafür aber auch die höchste Wahrscheinlichkeit einer Fehlprognose auf. Da Prognosefehler letztendlich in beide Richtungen auftreten können, läßt sich das aus ihnen resultierende Risiko im Einzelfall zwar nicht verhindern, durch die hohe Anzahl ins Portfolio aufgenommenen Policen jedoch auf ein Minimum reduzieren. Fonds, die das „Langlebkeitsrisiko“ weiter verringern wollen, schließen für einzelne Policen oder das gesamte Portfolio eine zusätzliche Rückversicherung ab, über die die Zahlung der Todesfalleistung zu einem spätesten Zeitpunkt garantiert wird. Typischerweise liegt das zugesagte Auszahlungsdatum dabei bei „Lebenserwartung plus zwei Jahre“. Sollte der Versicherte zwei Jahre nach dem ursprünglich erwarteten Sterbetermin noch am Leben sein, zahlt der Rückversicherer die Versicherungssumme an den Fonds aus. Verschiedene Experten, wie beispielsweise Lutz Schroeder von cash.life, geben allerdings zu bedenken, daß derartige Absicherungen mit angemessenem Rating am Markt derzeit überhaupt nicht angeboten werden.

Effiziente Märkte: Fehlanzeige

Nach sämtlichen Kosten liegen die prognostizierten Renditen der in Deutschland angebotenen Fonds je nach Konzept und Höhe der einkalkulierten Sicherheitsabschläge meist zwischen 10 und 14 %, wobei sich diese Werte stets nur auf das jeweils gebundene Kapital beziehen (Methode des internen Zinsfußes). Die unter Risikoaspekten überdurchschnittlichen Renditeerwartungen werden von Christian Angermayer, Vorstand der VCH Equity Group und dort zuständig für den Bereich Alternative Investments, mit

Marktineffizienzen begründet. „Der Zweitmarkt für Lebensversicherungen befindet sich in der Entwicklungsphase, die Anzahl institutioneller Investoren ist noch relativ gering. Momentan besteht deshalb ein Angebotsüberhang an Policen, von dem potentielle Käufer in Form überdurchschnittlicher Ertragschancen profitieren können. So richtet sich der Verkaufswert einer Lebensversicherung derzeit noch primär nach dem Rücknahmepreis, der

ALLES ANDERE ALS UNMORALISCH

Immer wieder wird Kritik laut, daß das Geschäft mit Ablebspolicen unmoralisch sei, da der Käufer vom Tod des Verkäufers profitiere, im Prinzip sogar auf ihn spekuliere. Unter diesem Aspekt wäre die Lebensversicherung allerdings grundsätzlich unmoralisch, da letztendlich jede Police einen Begünstigten hat. Kommt bei der herkömmlichen Abwicklung einer klassischen Risikolebensversicherung nicht der Versicherte, sondern dessen Nachkommen oder ein begünstigter Dritter in den Genuß der Versicherungsleistung, ergibt sich durch den Policenübertrag eine sofortige Besserstellung des Versicherten. So kann der Verkäufer die erlösten Mittel zur Finanzierung der im Endstadium einer Krankheit besonders stark ansteigenden Behandlungs- und Pflegekosten verwenden sowie sein Leben durch Spezialbehandlungen verlängern oder zumindest so menschenwürdig wie möglich gestalten.

Ablesen läßt sich der Nutzen eines Sekundärmarktes auch an der hohen Stornoquote von Lebensversicherungsverträgen, die in den USA ca. 38 % beträgt und in Großbritannien sogar bei über 50 % liegt. Ein nicht unerheblicher Teil der Policen wird dabei noch unmittelbar vor dem Ableben des Versicherungsnehmers gekündigt. Als ethisch verwerflich sind da wohl eher Verhaltensweisen bzw. Regularien einzuordnen, die dem Versicherten genau dies verweigern. So wird der Sekundärmarkt für Versicherungen auch insbesondere von humanitären und kirchlichen Organisationen beworben, die schwerkranke Patienten regelmäßig auf die Möglichkeit eines Verkaufs ihrer Policen aufmerksam machen.

Zumindest für den US-amerikanischen Markt hat die staatliche Versicherungsbehörde 1993 und 1994 zudem strikte Regeln erlassen, die einen Mißbrauch durch Marktteilnehmer effektiv verhindern sollen. Dazu gehören unter anderem festgelegte Mindestpreise, Bestimmungen zur Abwicklung der Zahlungsmodalitäten sowie die Anonymisierung der Versicherungsnehmer, um auf diese Weise die Privatsphäre der Verkäufer zu schützen.

bei reinem Todesfallschutz bei Null liegt, bzw. im Falle eines Verkaufs einem gesetzlich festgelegten Mindestwert entspricht“, so Angermayer. Zweifellos werden sich die aus Sicht der Verkäufer ungünstigen Verhältnisse mit zunehmender Nachfrage auf der einen sowie voranschreitender Aufklärung auf der anderen Seite zukünftig allerdings wohl deutlich reduzieren.

Steuerliche Unsicherheiten und fehlende Marktnähe

Nachdenklich stimmt bereits heute allerdings die nicht zu unterschätzende Unsicherheit bezüglich der steuerlichen Behandlung der Erträge. Derzeit wird der Erwerb von Versicherungspolicen von den meisten Fonds als Vermögensverwaltung eingestuft und deshalb für den Anleger als steuerfrei bezeichnet, wie Ralf Beeg, Geschäftsführer der Helios Life Management, erläutert. „Wir sehen die Gefahr, daß geschlossene Fonds, die US-Lebensversicherungspolicen ankaufen, zukünftig als gewerblich behandelt werden, was eine steuerliche Belastung der Ausschüttungen zur Folge hätte. Unter diesem Gesichtspunkt scheint es sinnvoll, sich von Anfang an auf die gewerbliche Prägung einzustellen und einen Teil der Finanzierung über Fremdkapital abzuwickeln. Bei Vermeidung des Steuerisikos lassen sich durch den Hebeleffekt auf diese Weise ebenfalls Renditen von ca. 10 % erzielen.“ Abgesehen von der steuerlichen Unsicherheit, müssen sich interessierte Anleger natürlich auch fragen, wie bzw. ob es tatsächlich realistisch ist, daß deutsche Anbieter beim Einkauf der Policen stets das gleiche Chance-Risiko-Profil wie ihre dichter am Markt agierenden amerikanischen Konkurrenten realisieren können. Eine gewisse negative Haltung (Bias) ist bei der Auswahl unter diesem Aspekt wohl nicht immer auszuschließen. Teilweise wird versucht, diesem Problem durch die statistische Auswertung einer möglichst hohen Anzahl von Krankheitsfällen und einer darauf aufbauenden Portfoliooptimierung entgegenzuwirken. Ein weiteres latent stets vorhandenes Risiko trat erst Anfang Mai wieder massiv zu Tage. So wurde der Mutual Benefits Corp. (MBC), einer der größten Settlement Gesellschaften (Provider) der USA, aufgrund dringenden Verdachts des Anlagebetrugs von der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC jegliches Geschäft untersagt. Nach SEC-Angaben habe Mutual Benefits mehr als 1 Mrd. US-\$ von über 29.000 Anlegern (zum Teil auch aus Deutschland und Österreich) mit Hilfe betrügerischer Angebote eingesammelt. Dabei sollen rund 65 % der laufenden Lebens-



versicherungspolicen mit Hilfe gefälschter Lebenserwartungsschätzungen verkauft worden sein.

Fazit

Grundsätzlich bietet der Zweitmarkt für Lebensversicherungen, in den allein Warren Buffetts Berkshire Hathaway im Frühjahr vergangenen Jahres über 800 Mio. US-\$ investiert hat, für risikobewußte und aufgeklärte Investoren sowohl unter Ertrags- als auch Diversifizierungsaspekten attraktive Anlagemöglichkeiten. So lassen sich nach Angaben der Anbieter aufgrund des derzeitigen Angebotsüberhangs an sekundärmarktfähigen Versicherungspolicen trotz der zum Teil üppigen Gebühren momentan noch Renditen im unteren zweistelligen Bereich realisieren, was in wenigen Jahren voraussichtlich nicht mehr der Fall sein wird. Aufgrund nicht vorhandener Korrelation mit Aktien-, Renten- oder Immobilienrisiken eignen sich entsprechende Fonds hervorragend zur weiteren Streuung gut strukturierter Portfolios. Vor einem Investment sollten aber auf jeden Fall verschiedene Anbieter miteinander verglichen werden. Besonderes Augenmerk ist dabei auf den Auswahlprozeß der einzelnen Policen sowie ihre Streuung über Krankheitsbilder, Laufzeiten und anbietende Versicherungsgesellschaften zu legen. Sinnvollerweise sind Vergleiche von Renditeprognosen stets nach allen Kosten durchzuführen, wobei auch das zu zahlende Agio zu berücksichtigen ist. Im Regelfall liegt es bei 5 %, läßt sich insbesondere bei größeren Anlagebeträgen jedoch problemlos verhandeln. Unbedingt gemieden werden sollten Anbieter, die die Lebenserwartung nicht durch unabhängige, sondern hauseigene oder beim Provider angesiedelte Mediziner ermitteln lassen.

Martin Ahlers

VERANSTALTUNGSHINWEISE:

Am 29. Mai 2004 findet im Grand Hotel Wien ein Edelmetallseminar statt. Die Referenten sind Uwe Bergold und Christian Wolf (beide Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W), Robert Hartmann (Pro Aurum GmbH), Claus Vogt (Berliner Effektenbank), Johann A. Saiger (Herausgeber des Goldbriefes) und Martin Siegel (Fondsberater des PEH-Q-Goldmines).

Kontakt: seminar@argentuminvest.com

Am 30. Mai 2004 (also einen Tag nach dem Edelmetallseminar) veranstaltet die VTAO (Technische Vereinigung Österreichs) ebenfalls in Wien einen Zyklenworkshop. Die Referenten sind die Gastautoren des letzten Smart Investor (5/2004), Uwe Ber-

gold und Richard Mayr sowie die Zyklenexperten Manfred Zimmel und Pius Fink.

Info unter www.vtao.at/einstiegzyklen.htm,

Kontakt: Philipp Schleinzer, 0043-676-7923999

Am 4. und 5. Juni findet in Aschaffenburg die FuturesExpo 2004 statt. Diese Veranstaltung richtet sich in erster Linie an kurzfristig orientierte Anleger und Trader.

Informationen hierzu gibt es unter: www.futures-expo.de

Im Juni 2004 finden in München unter der Leitung von Joe Ross Seminare zum Thema „Spreads und Saisonalitäten“ und „Profitables Futures Day-Trading“ statt.

Kontakt: 06146/7204, Info unter: www.ross-trading.de

Nachhaltiges Investieren

„Als permanenter Sekundärenergieträger kommt künftig nur Silizium in Frage“

Smart Investor im Gespräch mit Prof. Dr. Norbert Auner, Institut für Anorganische Chemie der Universität Frankfurt, über die Zukunft unserer Energieversorgung, Silizium als geeigneten Sekundärenergieträger und die zu erwartenden Widerstände auf dem Weg dorthin

Smart Investor: Prof. Auner, die Ergebnisse Ihrer Studien haben Eingang in die Research Notes der Deutschen Bank – unter Federführung von Chefvolkswirt Norbert Walter – gefunden. Wie kam es dazu?

Auner: Sowohl Prof. Walter als auch ich hatten auf einem vor einiger Zeit in Aachen stattgefundenen Forum Vorträge gehalten. Er war mehr oder weniger gezwungen, auch meinen Vortrag mit anzuhören. An diesen hat er sich dann später erinnert, als er seinerseits mit der Wasserstoffthematik zu tun hatte und so schließlich mit mir Kontakt aufgenommen.

Smart Investor: Bitte erläutern Sie uns doch Ihre Forschungen an Silizium und die Motive Ihres Konzeptes.

Auner: Wenn wir uns heute über die Energieform der Zukunft Gedanken machen, kommen wir um den Wasserstoff nicht mehr herum. Aus Umwelt-, Ressourcen- und schließlich wirtschaftlichen Gründen wird dies der Energieträger der Zukunft sein. Da sich fossile Brennstoffe absehbar ihrem Ende zuneigen, müssen wir lernen, mit einer Wasserstoffherzeugung aus nichtfossilen Brennstoffen umzugehen. Wenn ich mir also vor allem den Faktor Verfügbarkeit herausgreife, so bleibt als vernünftige längerfristige Alternative zur Herstellung dieses Brennstoffes nur der Sand, der dann in Silizium überführt wird. Natürlich gibt es auch hier die thermodynamische Energielücke: Man muß zunächst einmal Energie aufbringen, um einen Sekundärenergieträger zu schaffen. Aber man kann dies ja tun, indem man billige Überschussenergie einsetzt, die noch dazu vielerorts verfügbar ist: z.B. Sonnenenergie. Natürlich kann man mit Erneuerbaren Energien auch direkt Strom erzeugen – oder eben Wasserstoff –, doch hat man das Problem mit der Speicherung bzw. Transportabilität. Als permanenter Sekundärenergieträger mit einer hohen Energiedichte, der genau diese Probleme nicht aufweist, kommt meines Erachtens nur Silizium in Frage. Mittels Oxidation mit Wasser zum Beispiel kann aus dem Silizium dann

Wasserstoff gewonnen werden – und zwar dort, wo er benötigt wird. Als „Abfallprodukt“ fällt dabei jedoch nicht Kohlendioxid an, sondern es bilden sich wiederverwertbare Stoffe. Um es zusammenzufassen: Man erzeugt Energie aus Silizium, Wasser und Luft, während als Endprodukte eben Wasserstoff sowie weitere verschieden nutzbare Stoffe übrig bleiben.



Prof. Dr. Norbert Auner

Smart Investor: Hier möchte ich nochmals nachhaken: Bei der Energieerzeugung mit Hilfe von Silizium entstehen nicht nur keine Umweltgifte, sondern weiterverwertbare Materialien.

Auner: Richtig, im Falle der Oxidation entsteht unter anderem wieder Sand, allerdings kein gewöhnlicher, sondern ein veredelter. Dieser muß bislang im Zuge aufwendiger Verfahren erst hergestellt werden und findet seinen Einsatz zum Beispiel in der Baustoffindustrie. Bei der Verbrennung mit Stickstoff dagegen entsteht Siliziumnitrid. Dies setzt man beispielsweise als Hartstoff bei Gaseinleitungsrohren, Pumpen- oder Turbinenbauteilen ein. Auch ließe sich Ammoniak als eines der Endprodukte ansteuern, ein Grundstoff für die Düngemittelindustrie bzw. selbst auch energieeffizienter Lieferant für Wasserstoff.

Smart Investor: Auch andere Alkalimetalle könnten zur Erzeugung von Wasserstoff genutzt werden – was wäre denn die nächstbeste Lösung, welche zusätzlichen Möglichkeiten existieren außerdem?

Auner: Eine weitere attraktive Möglichkeit wäre Aluminium, was allerdings kein Alkalimetall ist. Es kommt ausreichend vor und man weiß gut damit umzugehen. Allerdings ist bei der Aluminium-Reaktion einerseits der Einsatz von mehr Wasser erforderlich, andererseits entsteht auch weniger Wasserstoff im Vergleich zum Silizium. Vergleicht man also Silizium mit anderen Ausgangsstoffen mit dem Ziel der Wasserstoffherzeugung, so stellt es in puncto Handhabbarkeit, Energiedichte und Syntheseaufwand den besten Kompromiß dar. In Bezug auf die Verfügbarkeit ist Silizium wie schon erwähnt ohnehin unschlagbar, denn rund 75 % der uns zugänglichen Erdoberfläche bestehen aus irgendeiner Form von Sand.

Smart Investor: Nun gab es aber schon vor mehreren Jahren Publikationen über diesen interessanten Ansatz. Was hat sich seitdem getan?

ZUR STUDIE VON PROF. AUNER:

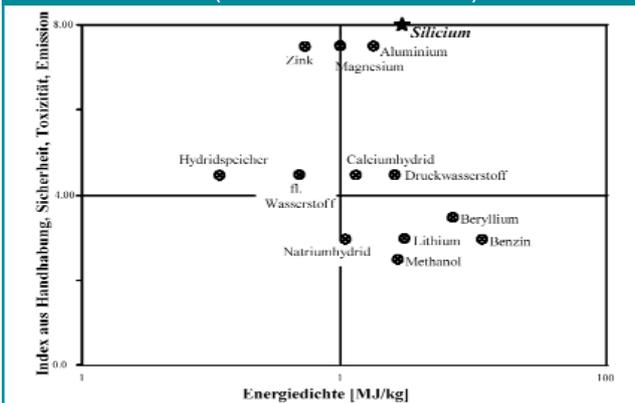
Das Energiekonzept einer solaren und damit kohlenstoffunabhängigen Wasserstoffwirtschaft bedarf zur technischen Realisierung eines Zwischenspeichers für regenerative Energien. Silizium kann dies leisten, wie Prof. Auner in seiner Studie nachweist. Der Transport und die Speicherung von Silizium sind – im Gegensatz zu Öl oder besonders zu Wasserstoff – ohne Gefährdungspotential und / oder hohe Energieverluste möglich und erfordern nur eine technische Infrastruktur, wie sie auch für Kohle benötigt wird. Die Studie können Sie kostenlos auf der Internetseite der Deutsche Bank Research abrufen: www.dbresearch.de

Auner: Zwischen einer Idee und einem greifbaren Ergebnis ist es manchmal ein weiter Weg. Die Idee fiel vor einigen Jahren, als ich sie bereits auf Vorträgen präsentierte, nicht nur auf fruchtbaren Boden. Inzwischen sind wir mit der Forschung ein gutes Stück weiter, viele Einzelschritte mußten erst geprüft werden. Die Umsetzung im Labormaßstab ist nunmehr gelungen. Jetzt ist es daher an der Zeit, dieses Konzept öffentlich darzustellen. Nun wird als nächstes die Frage zu klären sein, wie diese Prozesse großtechnologisch angegangen werden können. Als Chemiker kann ich jedenfalls sagen: So – es funktioniert.

Smart Investor: Wo liegen denn die Widerstände: auf politischer, wirtschaftlicher oder wissenschaftlicher Ebene?

Auner: Ich erwarte welche nicht zuletzt auf gesellschaftlicher Ebene. Bei Sand oder Silizium denken Menschen sicherlich nicht an Energieträger, sondern an Strände und Computerchips. Hier ist ein Umdenken erforderlich, um zu einer technologischen Akzeptanz zu gelangen. Auch auf politischer Ebene ist natürlich Aktivität gefordert, denn das Projekt im Großmaßstab weiterzuführen braucht Fördermittel, Spezialisten etc.

ABB. 1: ENERGIETRÄGER ZUR WASSERSTOFFSPEICHERUNG UND -ERZEUGUNG (EINFACHLOGARITHMISCH)



Quelle: D. Herbst, Dissertation 2003, Uni Karlsruhe

Smart Investor: Wie sieht es nun mit der „Road Map“ aus, also der zeitlichen Umsetzbarkeit bis hin zu einem kommerziellen Einsatz – wann wäre so etwas zu erwarten, von welchen Zeiträumen sprechen wir hier?

Auner: Das ist wohl die schwierigste Frage überhaupt. Und zwar eine der Kapazitäten und des Kapitals. Mit den richtigen Mitteln und Leuten kommt man ganz schnell voran, vielleicht drei bis fünf Jahre. Mit dem Einsatz von Brennstoffzellen in Fahrzeugen ist es genauso – man könnte schon viel weiter sein, wenn nur der gesellschaftliche Wille vorhanden wäre. Die Wasserstofffrage ist genau wie zuvor schon erwähnt eine der politischen und wirtschaftlichen Akzeptanz. Man sollte besser nicht darauf warten, bis die Erdölvorräte soweit aufgebraucht sind, daß die Preise durch die Decke gehen. Sollte man nicht besser diese endlichen Reserven z.B. den pharmazeutischen Anwendungen vorbehalten sein lassen, als bei ihrer Verbrennung unnötig Kohlendioxid in die Luft zu blasen?

Smart Investor: Prof. Auner, herzlichen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic

» Direkt zur Rendite.«

Der Plambeck-Genussschein

Mit einem Zins von 7% bietet Ihnen der Genussschein von Plambeck Neue Energien bereits eine hohe Basisrendite. Je nach Ertragsentwicklung des Unternehmens werden zusätzlich noch einmal bis zu 3% fällig. Um Ihre Anlage-Flexibilität zu erhalten, wird der Genussschein darüber hinaus täglich an der Börse handelbar sein.

Call: 01805 71 71 70 8,32€/min.
www.plambeck.de/genuss

Das allein maßgebliche Kennzeichnungsmerkmal ist die bei der Plambeck Neue Energien AG, Postfach 100000, D-72074 Stuttgart, unter www.plambeck.de/genuss festgelegte Kennzeichnung.

Derivate

Zinsspekulation ohne doppelten Boden

Wem die Spekulation auf steigende oder fallende Zinsen nicht zu nervenaufreibend ist, kann sich bereits einer ansehnlichen Auswahl an Optionsscheinen bedienen – oder einfach zur Absicherung eines bestehenden Anleihenportfolios zugreifen.

Auf den deutschen Bund-Future, einen adjustierten Endloskontrakt (siehe auch Zinsen-Haupttext ab S. 6), existieren inzwischen nicht weniger als 110 Optionsscheine, Calls und Puts in gleichem Umfang. Auf die Kursnotierungen von US-Staatsanleihen ist die Angebotspalette noch deutlich spärlicher. Bei beiden Basiswerten teilen sich aber nur zwei Emittenten den Markt untereinander auf: UBS Warburg und die Dresdner Bank.

„Bund“ gut, alles gut?

Bis Ende März ging der Markt noch davon aus, daß der nächste Zinsschritt im Euro-Land wohl nochmals nach unten gehen könne. Mit den US-Arbeitsmarktdaten Ende März wurden vielen Investoren dann aber die Augen geöffnet. Auch die seit einigen Monaten „über Plan“ liegenden Inflationszahlen – in den USA und auch im Euro-Raum – signalisieren nunmehr, daß es hierzulande keine Zinssenkung mehr geben dürfte, allen politischen Unkenrufen zum Trotz. Entsprechend positiv hätte man mit Puts auf den Bund-Future abschneiden können. Eine Kursverdopplung seit Ende März war mit vielen der zur Verfügung stehenden Scheine realisierbar. Und dies, obwohl sich für den Euro-Raum kaum mehr als eine Nicht-Erfüllung weiterer Zinssenkungsphantasien ergeben hat. Eine Leitzinserhöhung durch die EZB ist schließlich noch nicht zu sehen.



Quelle: © 1999-2004 OnVista Gruppe

Fazit

Mit Hilfe der Optionsscheine auf den Bund-Future – auf die US-Staatsanleihen gibt es leider nur Calls – können Investoren auf eine Veränderung in der Zinslandschaft spekulieren. Angesichts des hohen Hebeleffekts der Optionsscheine haben selbst kleinste Bewegungen im Bund-Future enorme Auswirkungen auf die Derivatekurse. Ein Total-Verlust ist somit jederzeit möglich. Wer sich auf diesem äußerst sensiblen Feld engagieren möchte, sollte dies nur in einem sehr überschaubaren Depotumfang vornehmen.

Nikkei Hebel-Zertifikat

Wie in der Rubrik „Musterdepot“ auf S. 36 angedeutet, beabsichtigen wir in Kürze mit einem Hebelzertifikat auf den Nikkei auf die Fortsetzung der Aufwärtsbewegung am japanischen Aktienmarkt zu setzen. Der Hintergrund ist klar: Nachdem Japan seine deflationären Probleme überwunden zu haben scheint, kann es eigentlich nur noch voran gehen. Jüngste Wirtschaftsdaten deuten auf eine Erholung hin, die die meisten Ökonomen sogar bereits überrascht haben könnte.

Von dieser Sondersituation wollen wir mittels eines Zertifikats profitieren. Ein Basispreis bei rund 8.000 Punkten dürfte genau das Richtige sein, um auf der sicheren Seite zu stehen. Da wir den Zeithorizont nicht genau einschätzen können, sollte es ein Zertifikat ohne Laufzeitende sein, also ein Open End. Angesichts des derzeitigen Nikkei-Standes von etwa 11.000 Punkten ergibt sich ein rechnerischer Hebel von 3,6. Das Zertifikat, das diesen Parametern am nächsten kommt, ist von der ABN Amro begeben und hat die WKN 327 073. Die Knockout-Schwelle (Barriere) liegt 163 Zähler über dem Basispreis von 8.007 Punkten – aber Achtung: Die Refinanzie-

rungskosten werden vom Emittenten auf das Produkt umgeschlagen, so daß sich Basispreis und Barriere im Laufe der Zeit langsam anheben. Der aktuelle Kurs steht bei etwa 23 Euro.

Falko Bozicevic



Quelle: © 1999-2004 OnVista Gruppe

Prinzipien des Marktes

Mythos Gap

Das Gap (englisch für Lücke) hat ganze Generationen von Investoren fasziniert. Aber viele Mythen bestehen einfach nur deshalb, weil sich selten jemand die Mühe macht, sie nachzuprüfen. Wie also verhält es sich mit dem Gap?

Entstehung von Gaps

Eine Kurslücke oder Gap entsteht in einem Chart immer dann, wenn sich ein Kurs so sprunghaft verändert, daß sich – allgemein gesprochen – zwischen den graphischen Repräsentanten zweier aufeinanderfolgender Perioden (z.B. Candles) ein Kursbereich öffnet, in dem kein Handel stattgefunden hat. Diese Preissprünge haben ihre Ursache – wiederum ganz allgemein gesprochen – in schlagartigen Verschiebungen der Angebots- und/oder Nachfrageseite. In einem Tageschart sind hierfür häufig Nachrichten oder Ereignisse verantwortlich, die in der handelsfreien Zeit publik werden und erst zu Beginn der nächsten Sitzung im Kurs verarbeitet werden können. Je kürzer die tägliche Handelszeit eines Marktes ist, desto anfälliger werden die dort erstellten Tagescharts tendenziell für Gaps sein. In Wochencharts dagegen können, aufgrund der wochenweisen Verdichtung der Daten, lediglich zwischen dem Wochenschlußkurs und dem Eröffnungskurs der Folgewoche Gaps entstehen. Ob und wie viele Gaps in einem Chart sichtbar werden, hängt also auch ganz entscheidend von der gewählten Datenkompression ab. Daneben empfiehlt es sich für die Gap-Analyse ausschließlich Charts des jeweils liquidesten Börsenplatzes zu benutzen; in der Regel wird dies die Heimatbörse eines Titels sein. Je weniger liquide ein Markt ist, desto häufiger entstehen Gaps zufällig, weil sich Angebot und Nachfrage nur unter eratischen Schwankungen oder aber gar nicht treffen. Bei ausländischen Aktien, die in einer anderen Zeitzone (z.B. USA, Asien) beheimatet sind, erweisen sich zudem die Euro-Notierungen als besonders „Gap-anfällig“, da hier zur Eröffnung regelmäßig zunächst die Bewegungen der Heimatbörse nachvollzogen werden.

Unabhängig von den Gap-Ursachen gilt: Je häufiger Gaps in einem Chart auftreten, desto geringer ist deren analytische Aussagekraft im Einzelfall.

Gap ist nicht gleich Gap

Grundsätzlich lassen sich Aufwärts- und Abwärts-Gaps unterscheiden, die in der Theorie – je nach ihrer Lage im Kursverlauf – in bis zu vier Untergruppen unterteilt werden (vgl. Abb. 1): Große Beachtung finden bei Investoren die sogenannten Breakaway-Gaps (Ausbruchslücken), sollen sie doch definitionsgemäß das Ende einer Konsolidierungs- bzw. Umkehrformation markieren und gleichzeitig Startpunkt eines neuen Trends sein.

Dagegen treten Fortsetzungslücken (Runaway/Continuation Gaps) innerhalb eines bereits etablierten Trends auf und haben trendbestätigenden Charakter. Das bevorstehende Ende eine Trends wird schließlich häufig durch sogenannte Erschöpfungslücken (Exhaustion Gaps) angezeigt. Gerade die Unterscheidung zwischen den beiden letztgenannten Gap-Arten, deren Implikationen für die weitere Kursentwicklung vollkommen gegensätzlich sind (hier Trendbestätigung, dort Trendwende), ist in der Praxis häufig problematisch. Der wahre Charakter dieser Kurslücken offenbart sich in der Regel erst mit einigem zeitlichen Ab-

ABB. 1: VERSCHIEDENE ARTEN VON GAPS



stand, und diese Erkenntnis kommt dann für eine gewinnbringende Nutzung häufig zu spät. Der Vollständigkeit halber sei noch auf die Common Gaps (Gewöhnliche Lücken) hingewiesen, die innerhalb größerer Formationen auftreten sollen und denen innerhalb der Literatur keine besondere Prognosekraft zugeschrieben wird. In Abb. 1 ist die Lage der verschiedenen Gaps im Kursverlauf veranschaulicht, die freilich in der Realität nur selten so idealtypisch und leicht identifizierbar anzutreffen sind.

„Irgendwann wird jedes Gap geschlossen“

Es ist ein nahezu unausrottbarer Mythos unter vielen Marktteilnehmern, daß über kurz oder lang jedes Gap geschlossen werde.

Unter dem „Schließen eines Gaps“ versteht man dabei, daß der Kurs nach dem Gap den zunächst übersprungenen Kursbereich in der Folge noch einmal überstreicht. Abb. 2 zeigt für die Dax-Aktien (Kurse der Frankfurter Präsenzbörse der Jahre 1996-2002), daß es sowohl für Abwärts- als auch für Aufwärts-Gaps tatsächlich eine starke Tendenz zur Schließung dieser Gaps gibt. Sie zeigt aber auch, daß selbst nach 200 Handelstagen knapp 12 % der Aufwärts-Gaps noch immer offen waren. Abwärts-Gaps schließen sich demgegenüber tendenziell schneller und per saldo häufiger – nach 200 Handelstagen waren nur noch rund 3 % dieser Gaps offen. Vollständig werden jedoch auch diese in angemessener Zeit nicht geschlossen. In Abb. 3 ist dargestellt, welchen entscheidenden Einfluß der Faktor Zeit auf die Wahrscheinlichkeit hat, daß noch verbliebene offene Gaps innerhalb der jeweils nächsten 10 Handelstage geschlossen werden. Während diese Wahrscheinlichkeit für die ersten 10 Handelstage nach Entstehung des Gaps bei 65 % für Aufwärts-Gaps bzw. 76 % für Abwärts-Gaps liegt, nimmt sie für die danach noch verbliebenen offenen Gaps im Zeitablauf dramatisch ab. Ein Aufwärts-Gap, das nach 50 Tagen noch offen ist, hat während der nächsten 10 Handelstage (das sind die Tage 51 bis 60 nach dem Gap) nur noch eine Schließungswahrscheinlichkeit von rund 5 %. Je länger also ein Gap offen geblieben ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, daß es auch weiter offen bleibt. Diese Charakteristik läßt es dringend angeraten erscheinen, lediglich bei jungen, insbesondere abwärtsgerichteten Gaps auf deren rasche Schließung zu setzen. Ein spätes Schließen von Gaps dürfte dagegen viel eher Zufallscharakter haben, als daß es einer besonderen magischen Anziehungskraft des Gaps zuzuschreiben wäre. Sinnvoll erscheinen daher Handelsansätze, die die Tendenz zum zeitnahen Schließen von Gaps berücksichtigen, sei es als direkte Spekulation auf die Schließungsbewegung, oder aber zur Positionierung in Trendrichtung nach vollendeter Schließung. In jedem Fall ist ein geeigneter (Zeit-)Stop zu berücksichtigen, sonst bestünde die Gefahr, beispielsweise auch heute noch – nach mehr als 4 Jahren – auf die Schließung des Abwärts-Gaps der Deutschen Telekom im Bereich von ca. 99 Euro zu warten. Unter den verschiedenen Gap-Arten fällt auf, daß tendenziell aufwärtsgerichtete Breakaway-Gaps etwas langsamer als der Durchschnitt gefüllt werden. Insgesamt sind die Unterschiede in dieser Hinsicht jedoch nur gering.

ABB. 2: SCHLIEßUNG VON GAPS IN ABHÄNGIGKEIT VON DER ZEIT

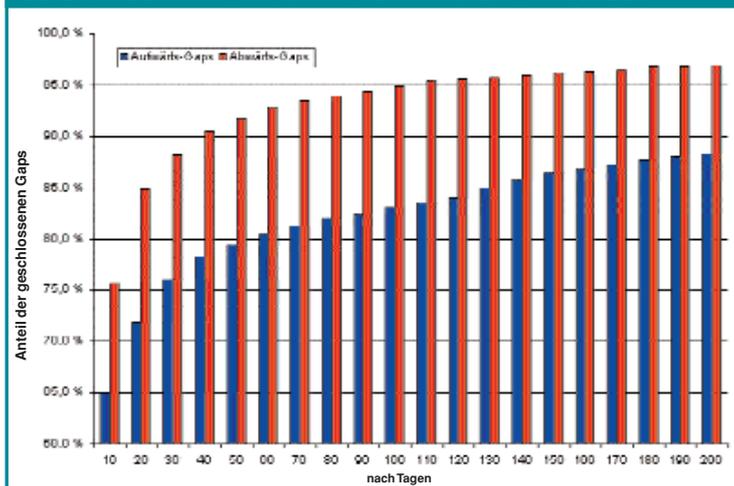
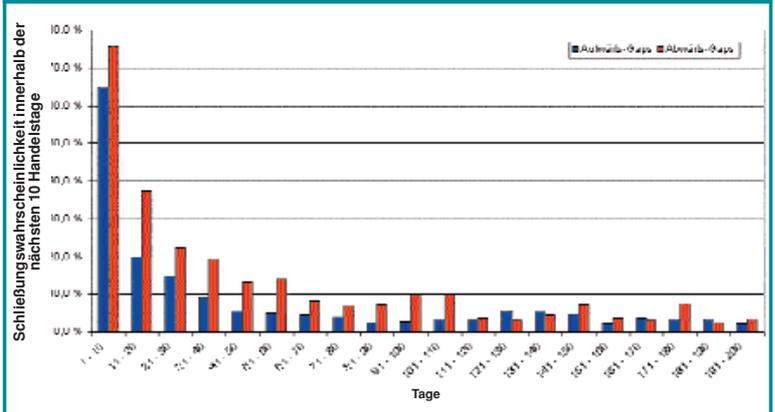


ABB. 3: WAHRSCHEINLICHKEIT FÜR DIE SCHLIEßUNG NOCH OFFENER GAPS WÄHREND DER JEWEILS NÄCHSTEN 10 HANDELSTAGE



Prognosekraft von Gaps

Haben Gaps neben der Standarderwartung, daß sie mehrheitlich in überschaubarer Zeit geschlossen werden, eine darüber hinausgehende Prognosekraft? Mitunter wird argumentiert, daß nicht geschlossene Gaps Vorboten kraftvoller Trends sind, und tatsächlich scheinen auch unsere Dax-Aktien diese These zu bestätigen: Sie entwickelten sich in den ersten 30 Handelstagen bei nicht geschlossenem Aufwärts-Gap um 11 % besser, bei nicht geschlossenem Abwärts-Gap um ca. 15 % schlechter als der Durchschnitt. Doch Vorsicht, daß genau diese Gaps während der 30 Handelstage nicht geschlossen wurden, wissen wir natürlich erst hinterher. Dann aber ist die ermittelte Über- bzw. Unterperformance bereits Geschichte und nicht mehr nutzbar. Ohne die unrealistische Annahme derartiger Vorinformationen ergibt sich ein anderes und zunächst durchaus überraschendes Bild: Sowohl nach Aufwärts- als auch nach Abwärts-Gaps entwickelten sich die Kurse während der folgenden 30 Tage positiver als im Durchschnitt, wenn auch bei weitem nicht so spektakulär wie mit Vorinformation; bei Abwärts-Gaps liegt diese Überrendite mit ca. 2,4 % tendenziell sogar höher als bei Aufwärts-Gaps. Je nach Lage im Kursverlauf – z.B. nach einem längeren Abwärtstrend – kann sich dieser Effekt sogar noch verstärken. Die Entstehung eines Abwärts-Gaps ist insbesondere in dieser Konstellation ein Hinweis darauf, daß die Verkäufer ihrem Leidensdruck nicht mehr standhielten und auch Kurse akzeptierten, zu denen sie in einem weniger emotionalisierten Zustand wohl nicht verkauft hätten. Die systematische Nutzung derartiger Panikreaktionen ist eine robuste Möglichkeit zur Erzielung von Überrenditen, auch und gerade weil Käufe in solchen Phasen der Intuition zuwiderlaufen (aktuell z.B. Aktien der Bereiche China, Indien, Korea oder Edelmetalle).

Fazit

Statistisch ist mehrheitlich von einer raschen Schließung entstandener Kurslücken auszugehen. Die Annahme einer ausnahmslosen Schließung überfordert jedoch eine an sich gute Idee und ist praktisch kaum umsetzbar. Abwärts-Gaps, insbesondere nach längeren Abwärtsphasen, deuten auf Panikzustände hin und eröffnen mutigen Käufern kurzfristig Gewinnchancen.

Ralph Malisch

Das große Bild

Finale grande

Kaum eine Frage bewegt die Börsen derzeit mehr: Wird Alan Greenspan auf der nächsten Offenmarktausschußsitzung der US-Notenbank Ende Juni die Zinsen erhöhen, und wenn ja, um wieviel Prozentpunkte?

Zunächst einmal kann man folgendes feststellen: Unter rein währungspolitischen Gesichtspunkten müßte die Fed Fund Rate in den kommenden Monaten massiv nach oben gesetzt werden. Verlieft dieser Refinanzierungssatz für die US-Banken in früheren Zeiten im wesentlichen parallel zur Wirtschaftsentwicklung, tut sich seit Anfang 2002 eine weite Schere auf (sh. Abb. 1). Während das nominelle US-Wachstum (= reales Wachstum + Inflationsrate) auf annualisierter Basis mittlerweile bei etwa 6 % liegt, verharrt die Fed Fund Rate nach wie vor bei 1 %. Daraus läßt sich ganz unmißverständlich erkennen, daß – unabhängig davon, ob die Notenbank-Zinsen im Juni angehoben werden oder nicht – die Fed einen klaren Inflationkurs fährt.

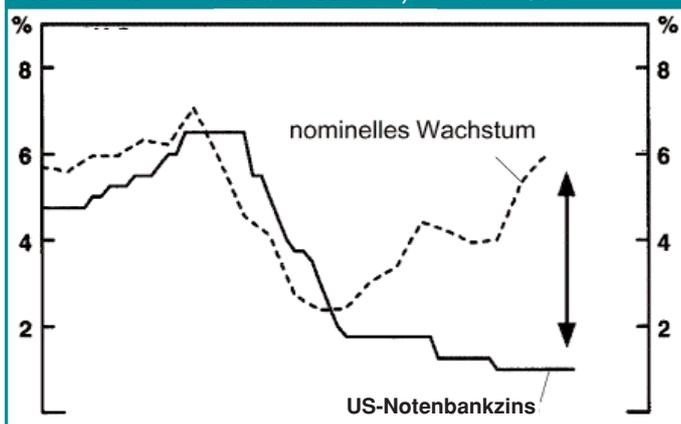
Bankrotterklärung

Auch die US-Regierung tut alles erdenklich mögliche, um die Konjunktur zu stimulieren und langfristiges Inflationspotential aufzubauen. Für das laufende Jahr sind bei voraussichtlichen Steuereinnahmen von ca. 1.800 Mrd. US-\$ Ausgaben von ca. 2.320 US-\$ geplant, d.h. die Differenz von 520 Mrd. US-\$ wird über die Ausgabe neuer Anleihen (T-Bonds) beschafft, oder anders herum ausgedrückt: Der US-Staat nimmt im Jahr 2004 voraussichtlich 29 % seines „Umsatzes“ (= Steuereinnahmen) an neuen Schulden auf. Damit wird die Gesamtverschuldung des US-Staates am Jahresende bei ca. 7.500 Mrd. US-\$ liegen, was mehr als dem 4fachen der Steuereinnahmen dieses Jahres entspricht. Ein privates Unternehmen mit solchen Verschuldungskennzahlen müßte man sofort und ohne jeden Zweifel für bankrott erklären. Im übrigen gilt dies auch für nahezu alle anderen westlichen Industrienationen.

Zinsen müssen langfristig steigen

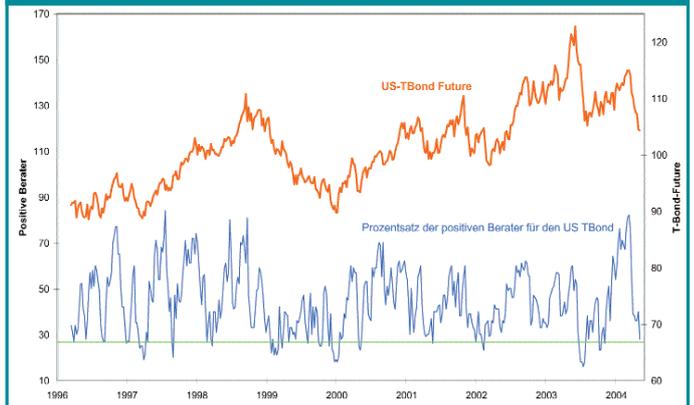
Wenn also auf der einen Seite die Staatsschulden in der westlichen Welt mit immer größeren Wachstumsraten ansteigen – die

ABB. 1: EXTREMSTIMULIERUNG DER KONJUNKTUR IN USA



Quelle: BCA Research 2004

ABB. 2: WENIG OPTIMISMUS FÜR DEN US-T-BOND



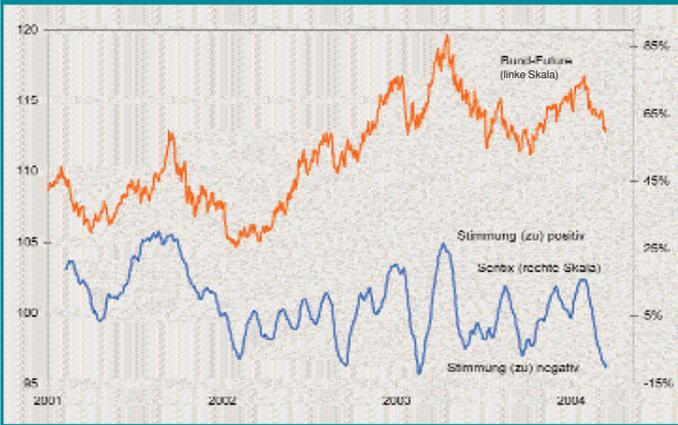
Quelle: Consensus Inc., ING BHF-Bank

jüngste politische Diskussion in Deutschland um die Neuverschuldung zeigt, daß auch der europäische Stabilitätspakt bald nur noch Makulatur sein wird – und zugleich die Notenbanken keinerlei Interesse zeigen, mit einer restriktiven Geldpolitik die Geld- und Kreditmengen unter Kontrolle zu halten, dann sind massive inflationäre Entwicklungen in den kommenden Jahren nahezu sicher. Und damit wissen wir auch bereits, wohin sich langfristig die Zinsen entwickeln werden, nämlich deutlich nach oben. Soweit zu unserem Titelthema „Anleihen“ (sh. auch S. 6 bis 11).

Skepsis für US-Anleihenmarkt

Unsere bisher aufgestellten Überlegungen sind so offensichtlich, daß sie inzwischen gedankliches Allgemeingut sind. In Börsenangelegenheiten sind jedoch diejenigen Sachverhalte, die bereits von allen verinnerlicht wurden, bereits in den Kursen enthalten, und damit ist das dahingehende Potential, in unserem Fall das Abwärtspotential bei den Anleihekursen, bereits ausgeschöpft, zumindest kurz- bis mittelfristig. Unsere These ist daher: Auf Sicht einiger Monate besteht für die Rentenmärkte Potential nach oben respektive für die Kapitalmarktzinsen Potential nach unten. Diese These wird untermauert durch verschiedene Indikatoren, die die Stimmungslage unter den Anleiheinvestoren wiedergeben. Wie Abb. 2 verdeutlicht, sind momentan nur noch etwa 30 % der US-Anlageberater positiv für die Renten gestimmt. Wie die Historie dieses Indikators zeigt, sind solch niedrige Optimismuswerte in der Regel an den Tiefpunkten des Anleihenmarktes festzustellen. Folglich dürften immerhin fast 70 % der Anlageberater von einer positiven Marktentwicklung überrascht werden – bekanntlich tendieren Märkte meist genau dorthin, wo die meisten Marktteilnehmer überrascht werden.

ABB. 3: SENTIX-STIMMUNGSBAROMETER FÜR DEN BUND-FUTURE



Quelle: www.sentix.de, ING BHF-Bank

Pessimismus auch in Deutschland

Einen ebenso deutlich ausgeprägten Pessimismus wie in den USA findet man auch am deutschen Rentenmarkt. Dies läßt sich, wie aus Abb. 3 ersichtlich wird, zumindest aus den sentix-Umfrageergebnissen ableiten (www.sentix.de). Dieser Indikator errechnet sich als Differenz der positiv gestimmten minus der negativ gestimmten Investoren. Hohe Werte deuten dementsprechend Optimismus an und tiefe bzw. negative Werte wie die aktuellen -11 % sprechen für zuviel Pessimismus unter den Anlegern. Schließlich sei in diesem Zusammenhang noch auf das sehr niedrige Call/Put-Ratio bei den Bund-Future-Optionen hingewiesen, was ebenfalls für zu viel Skepsis unter den Anleiheinvestoren spricht und welches in der Rubrik „Sentimenttechnik“ auf Seite 29 eingehend erläutert wird.

Fazit für den Anleihenmarkt

Die Einschätzung des Smart Investor zur zukünftigen Zinsentwicklung verdeutlicht Abb. 4. Während die Zinsen in den kommenden 6 bis 12 Monaten aus Sentimentüberlegungen heraus tendenziell seitwärts bis abwärts verlaufen sollten, ist langfristig in jedem Falle mit anziehenden Zinsen zu rechnen. Schließlich dürften sich die schon seit Jahren gelegten Inflationspotentiale (z.B. über starke Geldmengensteigerungen) irgendwann in tatsächlichen Preissteigerungen niederschlagen. Aus Sicht eines Investors sind festverzinsliche Wertpapiere daher langfristig kaum zu empfehlen, da die Rendite durch die zukünftig höhere Inflation „aufgefressen“ werden dürfte. Sowohl unser kurz- wie auch langfristiges Zins-Szenario ist aus heutiger Sicht nicht davon abhängig, ob Greenspan im Juni oder „sonst irgendwann“ die Fed Fund Rate erhöht oder nicht.

Zu den Aktien

Seit Herbst letzten Jahres lesen Sie an dieser Stelle unsere Prognosen für die westlichen Aktienmärkte, wonach sich aus zyklischer Sicht im März/April 2004 ein Hoch ergeben sollte, welches während der Monate Mai und Juni (und vielleicht noch in den Juli hinein) von deutlich schwächeren Kursen gefolgt sein sollte. Anschließend sollte es wegen der auf die Wiederwahl George Bushs abzielenden extrem expansiven Fiskal- und sehr laschen Geldpolitik in den USA zu einer freundlichen zweiten Jahreshälfte für die Aktienbörsen kommen. Die positive Entwicklung in der zweiten Hälfte des US-Präsidentschaftswahljahres ist gemäß dem Analysten Robert Rethfeld (www.wellenreiter-invest.de)

übrigens statistisch hoch signifikant. Seinen Berechnungen zufolge hat ein Kauf eines S&P 500-Future im Juni mit Haltedauer bis Dezember in einem US-Wahljahr in 17 von 19 Fällen einen durchschnittlichen Profit von 10,5 % erbracht.

Modifizierung unserer Prognose

Inwieweit unsere ursprüngliche Prognose bislang zutraf, geht aus Abb. 5 hervor. Tatsächlich kam es im März zum bisherigen Hoch beim EuroSTOXX 50-Index und im April zu einem weiteren etwas tiefer gelegenen Hoch (jeweils mit einem gelben Kreis markiert). Bis hierher lagen wir also unter der Berücksichtigung, daß wir unsere Prognose erstmals im dritten Quartal des letzten Jahres veröffentlichten, erstaunlich richtig. Allerdings fiel die seitherige Korrektur zugegebenermaßen bislang schwächer aus, als wir es erwartet hatten. Aufgrund einiger Entwicklungen in den vergangenen Wochen bzw. Tagen werden wir nun unsere Aktienmarkt-Prognose darüber hinaus

ABB. 4: ANLEIHEN-RENDITE USA (30 JÄHRIGER T-BOND)



dahingehend ändern, daß wir den Abschluß der Korrektur bereits für Ende Mai oder Anfang Juni vermuten (also in etwa auf dem Niveau am Redaktionsschluß), womit aus unserer Sicht die Wahl-Rally schon in Kürze beginnen könnte. Dafür gibt es mehrere Gründe:

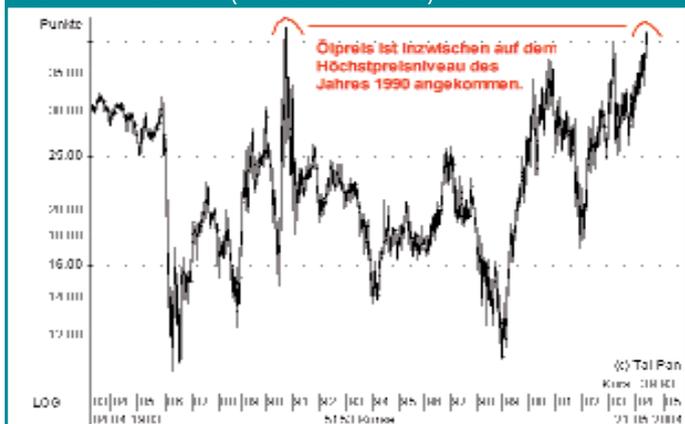
Zinsen und Öl

Erstens dürfte ein tendenziell freundlicher Rentenmarkt, wie wir ihn für die kommenden Monate prognostizieren (sh. oben), unterstützend für die Aktien wirken. Zweitens ist zu vermuten, daß der Ölpreis demnächst ein Hoch ausbildet und deutlicher zurückkommt, womit eine der größten Belastungen

ABB. 5: SMART INVESTOR-PROGNOSE FÜR DEN EURO STOXX 50



Abb. 6: ROHÖL-PREIS (CRUDE OIL-FUTURE) SEIT 1983

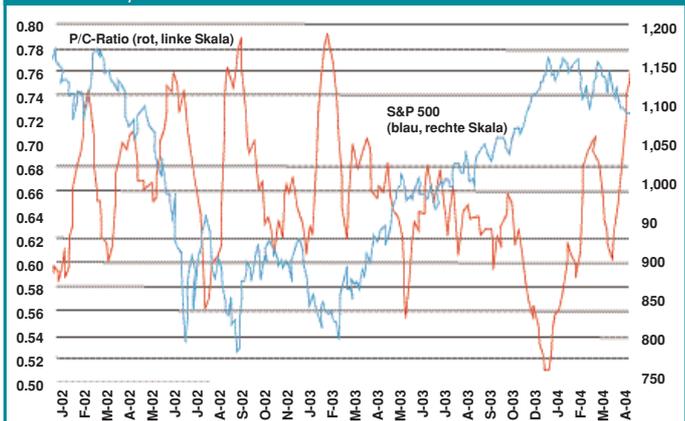


für die Aktienmärkte wegfallen würde. Hierfür sprechen einerseits sentimenttechnische Gründe. So gehen mittlerweile fast drei Viertel der US-Wertpapierberater davon aus, daß der Ölpreis weiter steigen wird. Ähnlich der obigen Argumentation für den Rentenmarkt läge die Überraschung beim Öl also in fallenden Preisen, womit dieses Szenario auch mit einer hohen Wahrscheinlichkeit versehen werden muß. Andererseits legt auch das Chartbild für den Öl-Future (Crude Oil) nahe, daß der Anstieg so ungebremst wie in den letzten Wochen nicht mehr weitergehen sollte. Schließlich wurde zuletzt das Hoch aus dem Jahre 1990 erreicht (sh. Abb. 6), und alte Höchstniveaus stellen charttechnisch gesehen tendenziell schwierige Hürden dar.

Aktien-Sentiment am Boden

Parallel zu den Rentenmärkten hat sich auch an den Aktienmärkten die Stimmung in den letzten Wochen dramatisch verschlechtert. Die Gründe hierfür dürften in erster Linie in der Angst vor steigenden Zinsen bzw. steigendem Ölpreis liegen. Anhand der Put/Call-Ratio für die US-amerikanischen Aktien-Optionen läßt sich die miese Stimmung sehr schön quantifizieren. Wie aus Abb. 7 ersichtlich wird, herrscht derzeit eine Skepsis für Aktien, wie sie in ähnlicher Weise nur an den drei Tiefpunkten Ende 2002 bzw. Anfang 2003 zu beobachten war. Das gleiche Bild vermitteln auch die Put/Call-Ratios für die europäischen Aktienmärkte. Scheinbar stellen sich die Anleger also auf fallende Kurse ein (da sie vermehrt Puts kaufen), und dies ist gemäß dem Contrary Opinion-Ansatz positiv für die zukünftige Entwicklung zu sehen.

Abb. 7: PUT/CALL-RATIO BEI US-AKTIEN-OPTIONEN

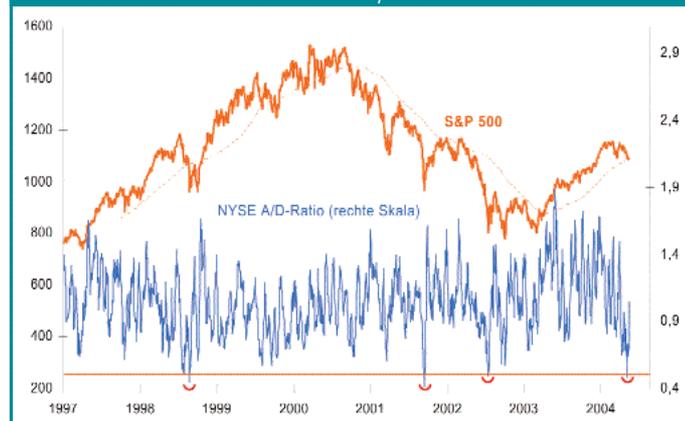


Quelle: www.vtoreport.com

US-Marktstruktur

Viele Technische Analysten bemängeln zur Zeit die sich verschlechternde Marktstruktur in den USA. Damit ist gemeint, daß während der Seitwärtsphase der letzten Wochen tendenziell mehr Aktien fielen als stiegen. Dies wird durch die Advance/Decline-Ratio für die an der New York Stock Exchange (NYSE) gehandelten Aktien verdeutlicht (Abb. 8). Sie errechnet sich, indem für jeden Tag die Anzahl der gestiegenen Aktien durch die Anzahl der gefallen Aktien dividiert wird. Zuletzt fiel dieses A/D-Ratio bis auf einen Wert von 0,5 (an diesem Tag kamen auf eine Gewinner-Aktie zwei Verlierer-Aktien), um sich allerdings in den Folgetagen wieder deutlich zu erholen. Der Indikator zeigt unmißverständlich, daß die Marktbreite zuletzt nachgelassen hat (Rückgang der A/D-Ratio), dennoch läßt sich aus dem Verhalten dieses Indikators auch Hoffnung schöpfen. Immer wenn die A/D-Ratio während der letzten Jahre unter die 0,5-Marke fiel, markierte dies einen Tiefpunkt am Aktienmarkt. Es ist also zu vermuten, daß solch niedrige Werte in der A/D-Ratio das Ende eines Ausverkaufs anzeigen. Unterstützt wird diese These in unserem konkreten Fall dadurch, daß der S&P 500-Index zuletzt auf seinem 200-Tage-Durchschnitt aufgesessen ist (sh. Abb. 8).

Abb. 8: S&P 500 MIT NYSE ADVANCE/DECLINE-RATIO



Quelle: ING BHF-Bank

Fazit

Der Anstieg bei den Zinsen dürfte (vorerst) gebremst sein. Smart Investor geht hier für das zweite Halbjahr 2004 von einer Seitwärts- bis Abwärtsentwicklung aus. Ab dem Jahr 2005 ist aufgrund der enormen Inflationspotentiale allerdings mit weiter steigenden Zinsen zu rechnen. Am Aktienmarkt dürfte die von uns seit langem prognostizierte Korrektur bereits zu Ende sein, oder aber in Kürze enden. Wir rechnen hier in den kommenden Monaten mit stark steigenden Kursen. Die von uns als „Pit Bull Market“ bezeichnete Rally seit dem Tief von März 2003 dürfte nun zum „Finale grande“ (= großes Finale) übergehen. Für die kommenden Monate rechnen wir also genau mit jenen Entwicklungen, die gemäß den Sentiment-Indikatoren von der Masse der Anleger am wenigsten erwartet werden: steigende Rentenmärkte (bzw. fallende Zinsen), Fortsetzung der Aktienmarkt-Rally und Rückgang des Ölpreises. Schließlich wäre noch zu erwähnen, daß wir auch für die Edelmetallmärkte von einem Ende der Korrektur ausgehen. Wöchentliche Marktberichte und -prognosen finden Sie jeden Dienstag nachmittag (ab ca. 17.00 Uhr) in unserem Online-Börsenbrief Smart Investor Weekly (www.smartinvestor.de).

Relative Stärke

Hinter vorgehaltener Hand

Deutschland...

Obwohl sich der Dax im Monatsvergleich um fünf Ränge verbessern konnte, bleibt Deutschland international ein Sorgenkind. Tatsächlich ist es schwierig geworden, Argumente für Investitionen im Land des einstigen Wirtschaftswunders zu finden. Neben der Rohstoffarmut, die sich in Zeiten steigender Rohstoffpreise besonders negativ auswirkt, gibt es kaum einen Bereich, in dem der uns eigene Hang zu Überregulierung und Bevormundung den Bürgern nicht die Freude am Wirtschaften rauben würde. Während zudem die Politik über Zuwanderung zankt, bewegt viele Leistungsträger hinter vorgehaltener Hand das Thema Auswanderung längst weit mehr; daß zahlreiche Bürger ohnehin nur noch hinter vorgehaltener Hand sagen, was sie wirklich denken, ist eines der neuen Markenzeichen unserer „DDR light“ geworden. Eine Wachstumstory ist Deutschland jedenfalls derzeit nicht und unter Value-Gesichtspunkten erscheint es nur bedingt attraktiv. Lediglich als mögliche Turnaround-Spekulation flackert es gelegentlich auf.

Größter Gewinner waren im abgelaufenen Monat jedoch die Rentenwerte (plus 15 Ränge) – weniger allerdings aufgrund eigener Stärke, als wegen der akuten Schwächeneigung zahlreicher Aktienmärkte. In absoluten Zahlen war nämlich auch der REXP-10-Index auf dem Rückzug, nur eben langsamer als der Rest. Das negative Sentiment für Rentenanlagen sollte hier kurzfristig Unterstützung bieten, auf lange Sicht ist jedoch von weiter ansteigenden Zinsen und damit einhergehend niedrigeren Rentenkursen auszugehen.

...und die Welt

Selten gab es in kurzer Zeit so große Veränderungen innerhalb unseres Universums, wie im Berichtsmonat. Einige zuvor favorisierte Märkte stürzten nahezu „aus heiterem Himmel“ in die Tiefe. Mit Südkorea (minus 15 Ränge) und Indien (minus 16 Ränge) wurden gleich zwei Märkte von hausgemachten politischen Turbulenzen ereilt. Dabei erzeugte der indische Sensex aufgrund panikartiger Verkäufe sogar ein markantes Abwärts-Gap. Nach dem ersten Schock wurde allerdings dieses Gap – ganz der statistischen Erwartung folgend – in nur wenigen Tagen geschlossen (zum Thema „Gap“ siehe auch S. 23). Insgesamt erwiesen sich die Einbrüche an beiden Märkten zunächst als übertrieben und wurden deutlich korrigiert – ein Kursverlauf, der die alte Börsenweisheit von der „Kurzbeinigkeit“ politischer Börsen zu bestätigen scheint. Apropos Politik: Trotz neuen Ungemachs für Amtsinhaber Bush konnten sich insbesondere die US-Börsen relativ gut halten; womöglich ein früher Hinweis auf eine dort im Präsidentschaftswahljahr zu erwartende Stärke.

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

Index	Land	RS				
		21.05.	16.04.	12.03.	13.02.	23.01.
Rohöl		1	3	5	21	17
SMI	CH	2	13	14	11	14
RTX	Rus	3	1	3	9	10
MDAX	D	4	10	10	4	6
FTSE 100	GB	5	15	17	17	16
Shenzhen A	China	6	7	6	18	26
S&P 500	USA	7	17	22	22	22
REXP 10 *	D	8	23	16	19	21
CAC 40	F	9	14	13	12	11
PTX	Polen	10	12	7	10	7
DJIA 30	USA	11	19	23	23	23
IBEX 35	E	12	9	8	6	8
NASDAQ 100	USA	13	22	26	25	20
Nikkei 225	J	14	8	20	26	18
DAX	D	15	20	19	8	5
Gold		16	24	25	24	25
All Ord.	Aus	17	16	18	13	15
Silber		18	2	1	7	12
TecDAX	D	19	21	12	2	4
KOSPI	Korea	20	5	11	16	19
Hang Seng	HK	21	25	21	15	13
Sensex	Indien	22	6	9	5	9
H Shares	China	23	11	4	1	1
HUI *	USA	24	26	24	20	24
S.E.T.	Thai	25	18	15	3	3
Merval	Arg	26	4	2	14	2

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

Öl ins Feuer

Im Rohstoffbereich lassen sich derzeit gegensätzliche Entwicklungen beobachten: Rohöl konnte weiter vorrücken und erreichte Rang 1. Angesichts des nunmehr stark positiven Sentiments für Rohöl und der Tatsache, daß es trotz des zunehmend entgleitenden Irak-Feldzugs nur noch marginal zulegen konnte, sind hier aber jederzeit Rückschläge nicht nur möglich, sondern wahrscheinlich. Dagegen brach Silber nach der fulminanten Rallye der Vormonate weiter ein (minus 16 Ränge) und rief erneut in Erinnerung, warum dieser Markt als einer der volatilsten überhaupt gilt. Die Marktstimmung für Silber erreichte in der Folge(!) neue Tiefpunkte, die rechte Zeit also, um als Contrarian über (Zu-)Käufe nachzudenken. Nur wer sich extremen Stimmungslagen entziehen kann, dürfte langfristig zu den Gewinnern gehören.

Ralph Malisch

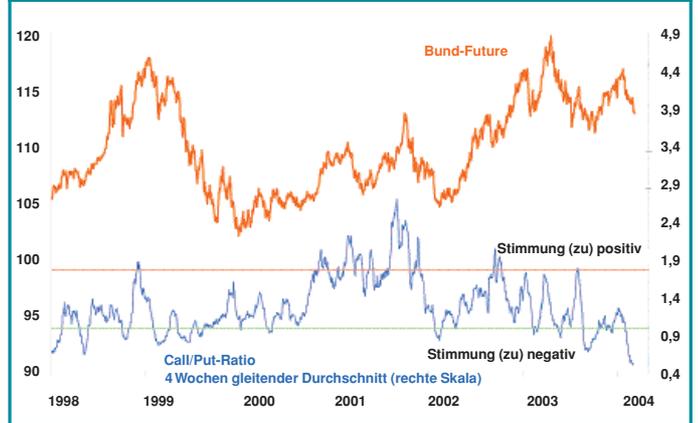
Sentimenttechnik

Beim Bund-Future rührt sich was...

Durch den starken Renditeanstieg am deutschen Rentenmarkt hat sich in den letzten Monaten ein nicht unerhebliches Korrekturpotential aufgebaut, welches sich kurzfristig in einer heftigen Aufwärtsreaktion des Bund-Futures entladen könnte. Anlaß zu dieser Vermutung gibt das Call/Put-Ratio (CPR), denn dieses bewegt sich weit im negativen Bereich und deutet durch seine auch im Fünfjahresvergleich niedrige Notierung ein vorläufiges Ende der Rentenbaisse an.

Dieser (nicht immer verlässliche) Stimmungsindikator dividiert die Anzahl der an der Terminbörse EUREX auf den Bund-Future gehandelten Call-Optionen durch die Anzahl der gehandelten Put-Optionen und leitet daraus eine Aussage über die aktuelle Marktverfassung ab. Werte über 1 implizieren eine mehrheitlich bullische Marktstimmung, für Werte unter 1 gilt das Gegenteil. Dabei entspricht das CPR dem Kehrwert des bekannten Put/Call-Ratios, mit genau der entgegengesetzten Interpretation. Ein niedriger Wert für das CPR zeigt folglich einen Überhang an gehandelten Verkaufsoptionen an und weist auf ein entsprechendes Engagement der Anleger auf der Verkäuferseite hin. Der Indikator offenbart momentan mit einem Wert von nahe 0,4 ein sehr hohes Maß an Pessimismus bezüglich des deutschen Rentenmarktes.

ABB. 1: BUND-FUTURE MIT CALL/PUT-RATIO



Quelle: ING BHF-Bank

Gemäß dem CPR, mit dessen Hilfe Angaben über das aktuelle Stadium des Marktes gemacht werden können, herrscht schon seit etwas mehr als zwei Monaten zuviel Pessimismus für die Renten, weshalb demnach eine kräftige Bewegung des Rentenmarktes bzw. des Bund-Future nach oben zu erwarten wäre.

Emerging Markets-Aktie

OTP Bank (Ungarn)

Nicht erst durch die Osterweiterung der Europäischen Union ist der Wirtschaftsraum, der einst hinter dem Eisernen Vorhang lag, in den Focus vieler Anleger gekommen. Zu den größten Gewinnern des Ostbooms zählen bislang die Banken. Die ungarische OTP Bank hat in den vergangenen Quartalen die Erwartungen der Analysten regelmäßig übertroffen.

Frühe Privatisierung

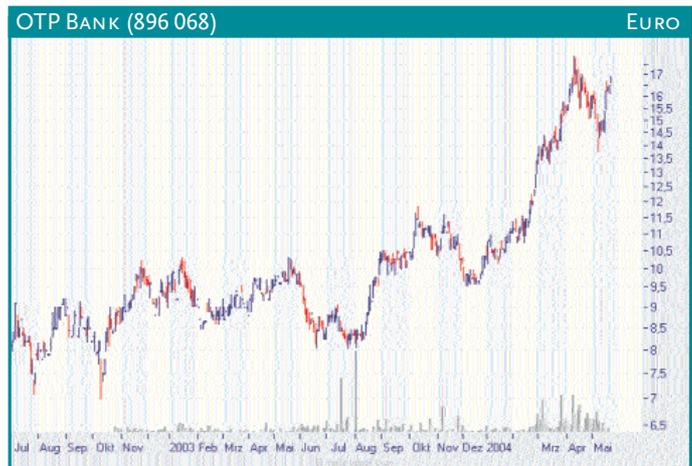
Bereits 1990 wurde die ehemals staatliche Bank in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. 1992 erfolgte eine erste Aktienplatzierung, 1994 erhöhte die staatliche Privatisierungs- und Beteiligungsgesellschaft das Grundkapital um gut 20 % (50 Mrd. HUF*), um sich im Zuge dieser Aktion von 33,43 % der Aktien zu trennen. Sie wurden in Ungarn öffentlich für das Publikum sowie Management und Mitarbeiter angeboten und im Ausland auf dem Wege einer Privatplatzierung verkauft.

1997 trennte sich der Staat von den restlichen Anteilen und behielt nur eine Goldene Aktie, die weiterhin ein Vetorecht einräumt. Die aktuelle Aktionärsstruktur setzt sich aus dem Finanzministerium (0,1 %), Management und Mitarbeitern (2,9 %), ungarischen Anlegern (16,1 %) und zu mehr als 80 % aus internationalen Investoren zusammen. Das Grundkapital ist in 280 Mio. Aktien mit jeweiligem Nennwert von 100 HUF (ca. 0,37 Euro) eingeteilt. Im Spitzenmanagement sind ausschließlich ungarische Manager vertreten.

Universalbank mit Focus auf Retailkunden

Die Bank hat in den vergangenen Jahren beachtliche Erfolge vorzuweisen. Die Bilanzsumme stieg von 7,422 Mrd. Euro in 2001 über 10,1 Mrd. auf zuletzt 12,6 Mrd. in 2003, wobei Akquisitionen in Bulgarien (Sparkasse DSK) und Rumänien noch nicht voll konsolidiert wurden. Damit ist die OTP Bank im europäischen Maßstab allerdings noch ein Mini-Institut. Noch schneller als der Umsatz stiegen die Gewinne, um durchschnittlich 33 % jährlich in den vergangenen drei Jahren. Der Vergleich Q1/2003 gegenüber Q1/2004 brachte sogar ein Gewinnwachstum um 85 %. Für 2003 wurde ein Gewinn von 1,18 Euro pro Aktie ausgewiesen (gem. IFRS-Standard). Bei Kursen von zuletzt 16 Euro ergibt dies ein KGV von 13,5.

In 2003 kam die OTP Bank am ungarischen Retailmarkt auf einen Marktanteil von 37,7 % bei den Einlagen und 39,2 % bei den Krediten. Das Institut profitiert als Einsammler von Primärmitteln vom hohen Zinsniveau in Ungarn und der relativ hohen Zinsspanne, die zuletzt bis zu 4 % betrug. Ein wesentlicher Gewinntreiber ist das Geschäft mit Hypothekendarlehen. In Ungarn wird der private Wohnungsbau und -erwerb staatlich sehr stark gefördert, was hohe Nachfrage auslöste. Mahnende Stimmen warnen aber, daß das hohe Staatsdefizit die Regierung zu einer Änderung der Praxis zwingen könnte.

**Bereits breit aufgestellt**

Auf der anderen Seite sieht zum Beispiel der Bundesverband deutscher Banken in Ungarn gerade im Retail-Geschäft (also Privatkundengeschäft) noch großes Potential. Derzeit betrage der Anteil der Konsumenten- und Hypothekenkredite in Ungarn lediglich gut 5 % des Bruttonationaleinkunds. Im Euro-Raum seien es 50 %.

Die OTP Bank ist schon jetzt breit aufgestellt. Es gibt operativ tätige Töchter im Fonds-, Immobilien-, Versicherungs- und auch Flottenmanagement-Bereich, so daß die Bank bei Nachlassen des Retail-Geschäfts Gewinne aus anderen Gebieten generieren kann. Der Vorstand hat im April wissen lassen, daß er derzeit aktiv nach Akquisitionsmöglichkeiten in Serbien und Montenegro Ausschau hält.

Fazit

Die OTP Bank gilt als technisch gut gerüstet und hervorragend gemanagt. Praktisch in allen namhaften Osteuropa-Fonds ist die führende Bank Ungarns im Portfolio. Mit einem erwarteten 2004er KGV von 10 ist die Aktie kein Schnäppchen, anhand der bislang realisierten Gewinnsteigerungen erscheint das Risiko aber überschaubar.

Stefan Preuß

*) HUF steht für Hungarian (= Ungarische) Forint, 100 HUF entsprechen derzeit etwa 0,37 Euro

Buy & Good Bye

Buy: Dr. Höhle

Exakt ein Jahr ist es her, seit wir den Spezialisten für Farb- und Lacktrocknung an dieser Stelle besprochen hatten. Seitdem hat sich einiges getan, und zwar genau das, was Vorstand Norbert Haimerl seinerzeit gegenüber Smart Investor als mittelfristige Strategie angekündigt hatte. Dr. Höhle hat seine Marktstellung weiter ausgebaut und verzeichnet Wachstum vor allem in den neu gegründeten Bereichen, so z.B. beim Inkjet-Drucker oder indem König & Bauer als weiterer Großkunde gewonnen werden konnte. Auf der alle vier Jahre stattfindenden DruPa, der weltweit bedeutendsten Messe für die Druck- und Papierindustrie, konnten weitere Projekte an Land gezogen werden bzw. werden in den Folgewochen erwartet. Eine stetig zunehmende Auftragslage kann auch im Wachstumsmarkt Klebstoffe präsentiert werden.

Interessant bei alledem: Von Konjunkturerholung könne derweil noch nicht einmal die Rede sein. Das starke Wachstum von 32 % auf 10,4 Mio. Euro beim Halbjahresumsatz (Gj.ende 30.9.) resultiert also aus den neuen Geschäftsfeldern, wobei die Umsatzsteigerung in der bislang größten Sparte, der Farb- und Lacktrocknung, am deutlichsten ausfiel. Das Vorsteuerergebnis legte derweil um fast zwei Drittel auf 1,4 Mio. Euro zu, kein Wunder, werden doch im laufenden Jahr die neugegründeten Gesellschaften Aladin GmbH (UV-Strahler) und Wellomer GmbH (Klebstoffe) be-

reits in die Profitabilität geführt. Mittel- bis langfristig wird der Bereich Industrielackstoffe auf einer Höhe mit der Lacktrocknung veranschlagt. Auch über Zukäufe werde nachgedacht, so Unternehmenssprecher Peter Weinert. Mehr als 15 Mio. Euro an „nicht-betriebsnotwendigen Mitteln“ hat Dr. Höhle zu diesem Zweck in der Hinterhand, während die Marktkapitalisierung bei 37 Mio. Euro liegt. Bei einem 2004er Kurs/Umsatzverhältnis von 1,7 und einem KGV von 15 werden die guten Wachstumsaussichten – vor allem, wenn die Konjunktur tatsächlich mal anspringen sollte – nur bedingt widergespiegelt.



Buy: Krones

Wie genau die Zukunft der zersplitterten deutschen Bier- und Mineralwassergilde aussieht, spielt für Krones eigentlich gar keine Rolle. Das Unternehmen aus dem niederbayerischen Neutraubling projiziert und installiert jährlich etwa 100 komplette Abfüll- und Verpackungsanlagen für Brauereien, Getränkehersteller sowie für die chemisch-pharmazeutische Industrie. Daß dieses oftmals als unattraktiv und mitleidig belächelte Geschäft alles andere als langweilig ist, beweist Krones regelmäßig mit der Präsentation neuer Bestmarken bei Umsatz und Ertrag. So verlief auch der Start ins neue Jahr verheißungsvoll: Der Umsatz legte in den ersten drei Monaten um 8 % auf 406 Mio. Euro und das Nettoergebnis um 2,5 % auf 16,3 Mio. Euro zu.

Auf der Hauptversammlung Ende Juni wird Krones dem Vernehmen nach abermals eine Erhöhung der Dividende vorschlagen – übrigens das sechste Jahr in Folge. Für die Vorzugsaktien, die Plänen zufolge irgendwann in Stämme umgewandelt werden sollen, erwartet man eine Erhöhung um rund 10 % auf 1,20 Euro je Anteil. Bei einem Kurs von über 70 Euro wird Krones damit auch dann nicht zum „Dividendenknaller“, erst recht nicht gemessen an MDax-Verhältnissen. Allerdings partizipieren Krones-Aktionäre in erster Linie über die nach wie vor intakten Wachstumsperspektiven an den Kursavancen. Die Auftragslage weist volle Bücher aus (Großaufträge von Anheuser

Bush, Danone u.a.), so daß die von Krones selbst veranschlagten mittelfristigen Wachstumsraten im hohen einstelligen Prozentbereich realistisch erscheinen – zumindest beim Umsatz. Das unterproportionale Ertragswachstum ist auf aufkommenden Preisdruck zurückzuführen und zeigt, daß auch für Krones das Geld nicht auf der Straße liegt. Die Marktkapitalisierung von 0,75 Mrd. Euro beträgt ziemlich genau die Hälfte eines Jahresumsatzes, während das erwartete 2004er KGV bei etwa 11 liegt. Für neue Positionen böten sich Rücksetzer an, denen man am besten mit Abstauberlimits beikommt.



Aktie im Blickpunkt

Nintendo



GameCube und kein Ende

Die Deflation hat Japan seit Jahren im Griff, ebenso den japanischen Aktienmarkt, der seit über zehn Jahren nur eine Richtung kennt. Daß es dadurch am Kabutocho zahlreiche Perlen gibt, nach denen man auch nicht all zu lange suchen muß, ist aber scheinbar noch nicht bis in die hintersten Winkel der Investorengemeinde vorgedrungen. Nintendo ist ein Beispiel für eine solche Gelegenheit, denn der weltweit zweitgrößte Hersteller von Spielkonsolen überzeugt nicht nur durch gute Produkte, sondern auch durch ein gewisses Maß an „Rückständigkeit“, wenn man den Aktienkurs und dessen Bewertung mit denen anderer Hochtechnologiefirmen, etwa in den USA, vergleicht.

Von der Spielkarte zur Spielkonsole

Nintendo wurde 1889 von Fusajiro Yamauchi in der ehemaligen Kaiserstadt Kyoto gegründet und begann ursprünglich mit der Entwicklung und Produktion von Kartenspielen, wie zum Beispiel dem beliebten und traditionsreichen Hanafuda. Der auf den Spielwarenbereich gelegte Focus wurde in der über hundertjährigen Geschichte niemals abgelegt, so prägten auch Brettspiele lange Jahre die Produktpalette des Unternehmens. In den 70er Jahren begann durch die erstmalige Einführung elektronischer Komponenten endgültig die Transformation vom Kartenspielhersteller zum Videospiegelgiganten. Im hundertsten Jahr des Bestehens führte Nintendo dann mit dem GameBoy eine Innovation ein, die den Spielemarkt bis heute sehr stark beeinflusst: die Spielkonsole. Der Gipfel des Fortschritts wurde erreicht mit der Einführung des GameCube im September 2001.

Der GameCube im Kampf um den Heimkonsolenmarkt

Mit dieser Heimkonsole liegt Nintendo bei den Verkaufszahlen zwar deutlich hinter der PlayStation 2 von Sony, aber immer noch knapp vor der Xbox aus dem Hause Microsoft, wobei die Marke von 10 Mio. weltweit verkauften GameCubes noch in diesem Jahr geknackt werden soll. Da aber Microsoft für 2005 und Sony für 2006 angekündigt haben, neue Konsolen einzuführen,

steht auch Nintendo unter dem Druck, die Herausforderung anzunehmen und nicht nochmals den Fehler zu begehen, eine Konsole verspätet zu lancieren. Daher wird vermutet, daß der GameCube2 baldigst auf den Markt gebracht wird und ein Ausstieg aus dem Hardwaremarkt, über den in der japanischen Presse spekuliert wurde, damit ad acta gelegt wurde. Statt dessen informierte das Unternehmen über die Erweiterung der Spielfunktionen und den Ausbau des Komponentenangebotes im Hardwarebereich des GameCube. Auch wäre die mögliche Umpositionierung des GameCubes zur Zweitkonsole eine Alternative für Nintendo, denn damit stünde man nicht direkt in Konkurrenz zu Sony und Microsoft. Interessant ist zudem, daß Nintendo im Gegensatz zu seinen Gegenspielern im Konsolenbereich mit seinen Konsolenspielen am meisten Geld verdient. So benötigt Nintendo derzeit drei verkaufte Spiele, um die laufenden Verluste beim Verkauf einer Konsole auszugleichen, wohingegen Sony 5 bis 6, Microsoft gar 8 Spiele braucht.

David gegen Goliath – ein aussichtsreicher Kampf

Neben den Spielkonsolen für das Wohnzimmer mit den bekannten Kontrahenten liefert sich Nintendo auf dem Markt für mobile Unterhaltungsgeräte, kurz „Handhelds“ genannt, eine Auseinandersetzung mit Nokia mit deren N-Gage-Konsole und wiederum Sony. Deren tragbare Einheit, die PlayStation „portable“, kommt allerdings nicht vor März 2005 auf den Markt. Nokia indes versucht, mit ihrem stark aufgerüsteten N-Gage QD Boden gegenüber Nintendo gut zu machen. In dem 3,7 Mrd. US-\$ schweren Segment der Handhelds ist Nintendo unangefochtener Marktführer. Diese Position dürfte auf absehbare Zeit nicht in Gefahr geraten, da der japanische Konzern auf der Electronic Entertainment Expo, kurz E3, in Los Angeles seine neue Nintendo DS Konsole vorstellt.

Mobil ist die Konsolen-Zukunft

DS steht dabei für Double Screen, womit völlig neue Spielmechanismen und ein neues Spieldesign durch die beiden 3-Zoll-Bildschirme realisiert werden können. Da die Einführung noch vor dem wichtigen Weihnachtsgeschäft geplant ist, könnte es Nintendo gelingen, seine Marktstellung aufgrund eines zeitlichen Vorteils zu verteidigen. Von Seiten der Spieleentwickler, wie zum Beispiel Electronic Arts, wird die Nintendo DS bereits sehr gut angenommen, was als Zeichen für die nach wie vor nicht erloschene Innovationskraft des Unternehmens zu werten ist. Damit dürfte der Siegeszug des GameBoy, der sich inclusive seiner Nachfolger immerhin 168 Mio. mal verkaufte, weitergehen und auch das Geschäft mit der Konsolensoftware wieder neu anfachen. Hier zeichnet sich das Unternehmen nämlich durch einen nicht versiegen wollenden Strom neuer Produkte aus, der gerade durch neue Hardwareentwicklungen immer wieder angeschoben wird.

NINTENDO			
BRANCHE	VIDEOSPIELE		
WKN	864 009	AKTIENZAHL (MIO.)	141,67
GJ-ENDE	31.03.	KURS AM 24.5.04 (EURO)	76,30
MITARBEITER	461	MCAP (MIO. EURO)	10.809,4

	2002/03	2003/04	2004/05 €
UMSATZ (MIO. EURO)	3.700,0	3.900,0	4.300,0
% cGÜ. VJ.		+5,4 %	+10,3 %
EPS (EURO)	3,22	1,82	3,25
% cGÜ. VJ.		-43,5 %	+78,6 %
KUV	2,92	2,77	2,51
KGV	23,7	41,9	23,5



Nintendo in Zahlen

Der Videospiegelgigant veröffentlichte vor kurzem seine Zahlen für das am 31. März abgelaufene Geschäftsjahr und enttäuschte dabei seine Anleger beziehungsweise erwischte diese auf dem falschen Fuß. So mußte der Konzern einen Gewinneinbruch auf 33 Mrd. Yen, umgerechnet 258 Mio. Euro, bekanntgeben bei einem leicht auf 510 Mrd. Yen (3,9 Mrd. Euro) gestiegenen Umsatz. Dieses schlechte Ergebnis ist auf die Schwäche des Dollar zum Yen zurückzuführen, wobei Nintendo allein im letzten Geschäftsjahr Umsatzverluste von 57,7 Mrd. Yen zu verbuchen hatte. Der

Konzern rechnete für das Gesamtjahr mit einem durchschnittlichen Dollar-Yen Wechselkurs von 1:114, tatsächlich lag die Relation aber bei 1:105. Da sich dies massiv auf den Gewinn des Unternehmens auswirkt, gab Nintendo für den am 1. April diesen Jahres beginnenden neuen Berichtszeitraum eine Gewinnwarnung heraus. Die Währungssensibilität des Konzerns ist insofern von Bedeutung, als daß knapp 75 % der Umsätze in Märkten außerhalb Japans realisiert werden. Das Unternehmen zahlt Aktionären zudem eine Dividende von 140 Yen (1,04 Euro) je Anteilsschein.

Fazit

Nintendo gehört sicherlich zu den Großen seiner Zunft, aber die Zukunft des Unternehmens hängt von zwei Parametern ab. Einerseits muß der GameCube2 möglichst vor den beiden Konkurrenzprodukten am Markt plaziert werden und seine Verkaufszahlen mindestens halten, andererseits sollte die neue mobile Konsole Nintendo DS die Marktstellung untermauern und ihre zweifelsohne vorhandenen Vorteile voll ausspielen. Kann Nintendo dies bewerkstelligen, dann sollte die Aktie zu den besser performenden Papieren Japans gehören, denn die Bewertung auf Basis der Umsätze und Gewinne im Vergleich zu US-amerikanischen und japanischen Konkurrenten ließe in einem positiven Umfeld noch Raum für Zugewinne.

Tobias Karow

Anzeige

IN MÜNCHEN GIBT ES JEDE MENGE BANKFILIALEN.
UND EINE
PRIVATBANK.



Wir unterliegen keinen Standards und können flexibel und schnell entscheiden. Deshalb bieten wir Lösungen, die den Bedürfnissen unserer Kunden punktgenau entsprechen. Eine Privatbank eben ...

MERKUR
BANK



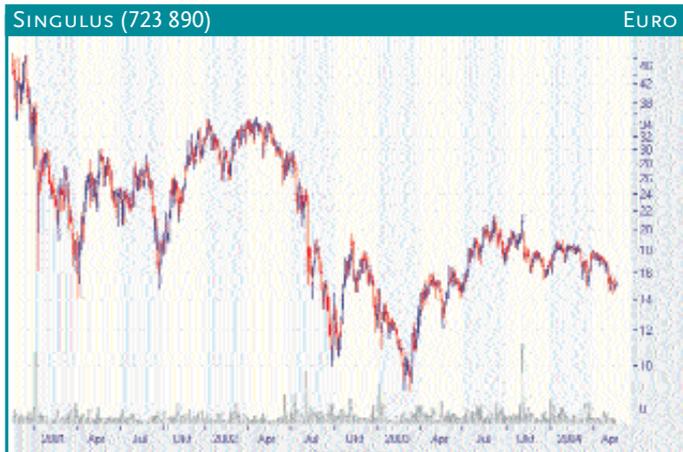
Meine Bank!

Externe Analyse

Singulus Technologies – Profitieren vom Wachstum von DVD & Co.

Von Malte Schaumann, SES Research

Singulus bietet Anlagen für die Herstellung optischer Speichermedien an. Dabei erreichte das Unternehmen die Marktführerschaft im Segment der vorbespielten Medien CD und DVD. Eine respektable Marktstellung erlangt Singulus im Bereich der Produktionslinien für beschreibbare Medien CD-R und DVD/R, die derzeit mit attraktiven Wachstumsraten einen wichtigen Markt darstellen. Die zur Produktion notwendigen Spritzgußmaschinen werden bei der Singulus-Tochter emould hergestellt. Mit der Akquisition von Teilen der ODME zum 1.1.2004 hat die Gesellschaft die eigenen Mastering-Aktivitäten gestärkt und auch in diesem Bereich die globale Marktführerschaft erlangt. Mit dieser Aufstellung kann Singulus als einziger Anbieter der Branche die komplette Wertschöpfungskette für jegliche Teilsegmente bedienen.



Beschichtung ist key...

Um das Risikoprofil weiter zu verbessern, hat das Management begonnen, weitere Geschäftsbereiche um die Kernkompetenz der Vakuum-Beschichtung zu erschließen. Als ersten Schritt hat Singulus dazu das Produktportfolio um eine Anlage auf Basis der TMR-Beschichtungstechnologie erweitert. Diese wird in der Produktion von MRAM-Speicherbausteinen und von Schreib-/Leseköpfen für Festplatten eingesetzt. Es wird erwartet, daß MRAM-Speicher aufgrund der spezifischen Vorteile einen Marktanteil (auf heutiger DRAM-Basis) von bis zu 50 % einnehmen. Wir erwarten die Umsatzrealisierung von ersten Prototypen in 2005. Größere Relevanz erfährt dieser Anlagentyp erst mittelfristig ab 2006/07. Als weiteres Geschäftsfeld entwickelt Singulus eine Anlage für den Bereich der Schutz- und Antireflexionsbeschichtung von Brillengläsern aus Kunststoff. Weltweit nehmen beschichtete Kunststoff-Linsen einen Marktanteil von über 40 % mit steigender Tendenz ein. Gegenüber der herkömmlichen z.T.

manuellen Produktion werden die Produktionsschritte von neun auf sechs verringert. Dabei sinkt die Produktionszeit von über sechs Stunden auf unter 30 Minuten. Die Produktionskosten werden hierdurch mit rund 50 % deutlich verringert. Erste Anlagen werden bereits in den kommenden Monaten ausgeliefert.



Malte Schaumann

Q1 kein Indikator für das Gesamtjahr

Singulus erwischte einen schwachen Start in das Jahr 2004. Auf der Umsatzseite konnte das Unternehmen im traditionell schwächeren ersten Quartal zwar Zuwächse gegenüber Q1/2003 aufweisen, der Ergebnisausweis enttäuschte jedoch. Hierfür war ein unattraktiver Produktmix verantwortlich. Über 40 % der Erlöse entfielen auf die sehr margenschwachen Anlagen für CDs und CD-Rs. Im margenstarken Segment der Anlagen für vorbespielte DVDs konnten lediglich 15 Linien fakturiert werden gegenüber 183 im Gesamtjahr 2003 und 32 im vergleichbaren Vorjahresquartal. Insgesamt resultierte dies in einer schwachen Bruttomarge von lediglich gut 26 %. Der Blick auf den Auftragseingang und -bestand indiziert jedoch eine zügige Besserung. Rund die Hälfte der Bestellungen von insgesamt 140 Mio. Euro entfiel auf DVD-Anlagen. Eine hohe Nachfrage verzeichneten auch die Anlagen zur Produktion von DVD-Rs. Mit 25 Einheiten lagen nahezu so viele Aufträge vor, wie im gesamten Jahr 2003 verkauft wurden (28).

DVD-Formate mit hohen Wachstumsraten

Im Stammgeschäft der Anlagen für vorbespielte Medien zeigen sich in den kommenden Jahren deutlich steigende Produktionszahlen von DVDs. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, daß die Anlagenverkäufe vorerst auf einem hohen Niveau gehalten werden können und Singulus als Marktführer von dieser Entwicklung profitiert. Auf Basis der Anlagen für vorbespielte CDs führt langfristig ein zwar rückläufiges, aber dennoch hohes Produktionsniveau zu einem veritablen Ersatzgeschäft. Als Wachstumsmarkt zeigt sich das Segment der DVD-Rs. Mit der zunehmenden Verbreitung der entsprechenden Aufnahmegeräte wird in den nächsten Jahren mit einem Fort-

SINGULUS UMSATZ- UND ERTRAGSZAHLEN

	2003	2004E	2005E
UMSATZ*	362,6	405,4	422,7
EBIT*	60,5	68,1	81,4
EBIT-MARGE	16,7 %	16,8 %	19,3 %
NETTOGEWINN*	40,2	45,6	54,2
NETTOMARGE	11,1 %	11,2 %	12,8 %
EPS	1,23	1,46	1,77
KGV	12,19	10,26	8,50

Quelle: SES Research; allen Angaben in Euro; *) Mio.
Angaben auf Basis eines Kurses von 15,09 Euro am 21.5.2004

setzen des dynamischen Trends zu rechnen sein. In den kommenden Jahren rechnen wir mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von rund 50 %. In diesem Gebiet zeigen sich derzeit noch die japanischen Konkurrenten im Wettbewerb als führend. Dennoch erreicht Singulus schon einen Marktanteil von knapp 20 %.

Überkapazitäten bereits wieder in Sicht?

Der derzeitige Investitionsboom läßt die Gefahr von Überkapazitäten als dunkle Wolke am Horizont heraufziehen. Aus mehreren Gründen sehen wir diesen Punkt derzeit nur als eingeschränkt kritisch für Singulus an. Zum einen kann sich die Nachfrage nach den Medien deutlich rasanter als prognostiziert entwickeln. Es existieren Marktprognosen, die ein deutlich stärkeres Wachstum vorhersagen. Zum anderen beliefert Singulus nicht die Top 4 Player der Branche. Die derzeitigen Kunden zeichnen sich durch eine durchdachte Investitionspolitik mit Blick auf diese Gefahr aus. Wir gehen derzeit nicht davon aus, daß es in der Branche zu einem ähnlichen Prozeß wie in der Entwicklung der CD-Rs kommt. Hier wurden „blind“ erhebliche Kapazitäten aufgebaut mit der Folge eines drastischen Verfalls der Nachfrage. Darüber hinaus stammen weitere Impulse in diesem Segment aus der Einführung der Dual-Layer-DVD/R in diesem Jahr. Wir gehen auf heutiger Basis davon aus, daß Anlagen zur Produktion der weiterentwickelten Medien (Blu-Ray, AOD) Ende 2005 ausgeliefert werden können.

Neue Geschäftsfelder in den Startlöchern

Die noch in 2003 vorherrschende euphorische Stimmung im Bereich der MRAM-Technologie konnte nicht in 2004 hineingetragen werden. Zwar ist nach wie vor davon auszugehen, daß die Technologie in den nächsten Jahren Einzug finden wird. Der kurzfristig jedoch abwartenden Einstellung in der Branche kann sich auch Singulus nicht entziehen. Auf der technologischen Seite sehen wir keine Probleme. Auf heutiger Basis gehen wir davon aus, daß das Unternehmen erste Prototypen in 2005 fakturieren wird. Im zweiten neuen Geschäftsfeld läuft die Entwicklung wie erwartet gut. Wir rechnen mit ersten Auslieferungen im zweiten oder dritten Quartal und der Umsatzverbuchung im vierten Quartal. Vor dem Hintergrund der immensen Produktionsvorteile erwarten wir, daß die Nachfrage nach diesem Anlagentyp rasch ansteigen wird.

Umsatz- und Ergebnisperspektive freundlich

Neben einem weiterhin dynamischen Umsatzwachstum wird in den kommenden Jahren wieder eine überproportionale Ergebnisentwicklung zu erkennen sein. Diese resultiert insbesondere aus einer höheren Bruttomarge, nachdem diese mit Werten von gut 30 % zuletzt enttäuschte. Dies spiegelt im wesentlichen den Preisdruck wider, dem Singulus mit einem Redesign der Anlagen begegnet. Inzwischen wird der weitaus überwiegende Teil der Anlagen als überarbeitete Version ausgeliefert. Da in den Monaten nach der Einführung in der Regel noch Anlaufkosten anfallen, erwarten wir den vollständigen Ergebniseffekt hieraus erst in 2005. Darüber hinaus wird ab dem kommenden Jahr eine neue Technologie in den emould-Spritzgußanlagen eingesetzt, die hier zu einer Steigerung der Bruttomarge von derzeit rund 27 % auf über 40 % führt. Auf Gruppenbasis ergibt sich hieraus ein positiver Margeneffekt von rund 3 Prozentpunkten.

Singulus mit Potential

Für das laufende Geschäftsjahr 2004 liegt das KGV bei gut 10 und für 2005 bei rund 8,5. Da vergleichbar aufgestellte börsennotierte Wettbewerber nur begrenzt zu finden sind, eignet sich lediglich eine Vergleichsgruppe mit Unternehmen aus dem Bereich „Technologie“.



Neben dem direkten Wettbewerber Steag HamaTech haben wir Pfeiffer Vacuum, Süss MicroTec, Technotrans und die schweizerische Unaxis herangezogen. Weitere Unternehmen schieden aufgrund der jeweiligen Ertragssituation aus. Damit stehen die KGVs von Singulus in Relation zu durchschnittlichen Werten von rund 17,5 für 2004 und gut 13 für 2005 der Peer-Group und eröffnen einen Bewertungsspielraum von 30 bis 40 % für Singulus. Als zentralen Bewertungsansatz sehen wir auch das Discount Cashflow-Modell an. Bei einem Diskontierungszins von rund 11,8 %

ermitteln wir einen fairen Wert von gut 22 Euro je Aktie, so daß auch hier Bewertungspotential von gut 40 % indiziert wird.

Fazit

Durch die alleinige Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette erreicht Singulus eine herausragende Position im Markt für optische Speichermedien und eine reduzierte Abhängigkeit von den ausgeprägten Einzelzyklen der Teilsegmente. Mit einer außerordentlich schlanken Organisation kann das Unternehmen die technologische Stärke zum Ausweis eines attraktiven Ertragsniveaus nutzen. Das im Unternehmen vorhandene Know-how wird sinnvoll genutzt, um weitere ertrags- und wachstumsstarke Geschäftsbereiche zu erschließen. Das derzeitige Kursniveau sehen wir als günstigen Einstiegspunkt an. Der vom Unternehmen avisierte Aktienrückkauf von bis zu 10 % der ausstehenden Aktien unterstützt dabei eine erwartete Outperformance des Titels.

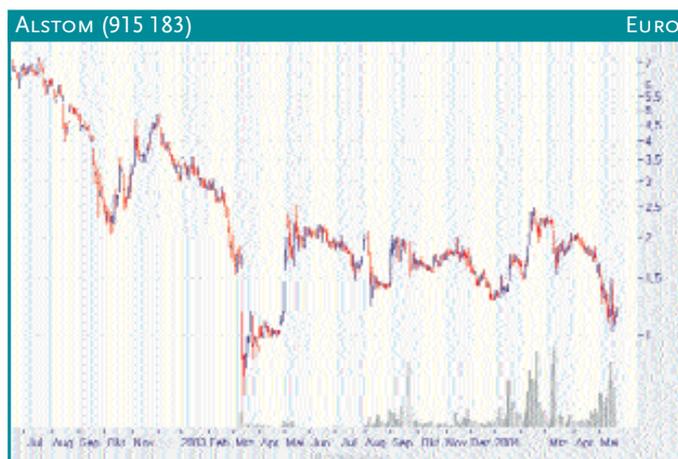
HINWEIS: In der Rubrik „Externe Analyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Research-Häuser zu Wort. Die vorgestellten Studien stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

Musterdepot

Angeschlagen, aber nicht ausgeknockt

Der Auslöser lag im fernen Osten: Kaum hatte Chinas Wirtschaftsminister verbal für eine Abkühlung der überbordenden Investitionslaune im Reich der Mitte gesorgt, erlebten die Rohstoffmärkte einen herben Rückschlag. Unser Musterdepot wurde von dieser Breitseite ebenfalls hart getroffen.

Mehr als 10 % gab der Wert unseres Musterdepots im Vergleich zum letzten Monat nach. Ganz klar machte sich hier die starke Rohstofflastigkeit bemerkbar. Sämtliche Rohstoff- und Edelmetallpreise gaben nach der Aussage des chinesischen Wirtschaftsministers zum Teil drastisch nach, weil nun mit einer zumindest leichten Abkühlung der Investitionen im bevölkerungsreichsten Land der Erde gerechnet wird. Hier gilt es aber die Perspektive zu wahren: Einerseits wird China vielleicht nicht dauerhaft mit 10 % p.a. wachsen können, andererseits: warum eigentlich nicht? Japan wuchs nach dem Weltkrieg über zwei Jahrzehnte hinweg durchschnittlich mit 10 %. Hier sollte man also die Kirche im Dorf lassen. Eine Normalisierung der Erwartungshaltung war schon lange überfällig. Wir gehen fest davon aus, daß die Rohstoff-Hausse nur eine Unterbrechung erfahren, keineswegs aber ihr Ende gesehen hat. Der von China ausgeübte Sog auf die Preise ist lediglich das Tüpfelchen auf dem „i“, das Fundament dagegen beruht auf einer nie dagewesenen weltweiten Ausweitung der Geldmengen. Rohstoffe (Öl, Metalle, Edelmetalle) werden traditionell in US-Dollar abgerechnet: Auch wenn der Greenback gerade eine Erholungstour vollzieht, kann kaum etwas darüber hinweg täuschen, daß die amerikanische Währung inflationiert wird (siehe auch unsere Titelstory ab S. 6).

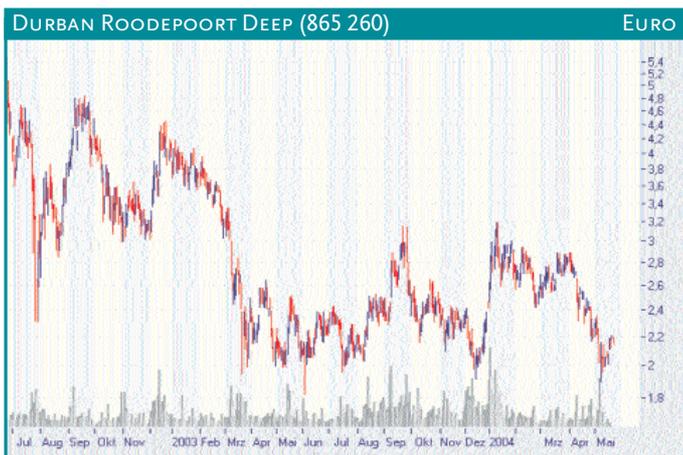


Nicht alles lief optimal

Dem Einbruch an den Börsen sind in den letzten Wochen mehrere unserer Musterdepottitel zum Opfer gefallen (siehe Tabelle 2). Bei Banpu, Seven Eleven, Perilya und Alstom (siehe weiter unten) hatten wir teilweise Stop-Loss-Begrenzungen gesetzt, die auch zur Ausführung kamen. Beim australischen Nickel-Produzenten Perilya sind wir dabei etwas unglücklich ausgestoppt worden, inzwi-

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)										
PERFORMANCE: +31,0 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +51,1 %); -10,6 % GG. VORMONAT (DAX: -3,9 %)										
TITEL (LAND)	WKN	STRATE- GIE**	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	SEIT KAUF
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.2003	3,90	9,67	9.670	7,4 %	-16,7 %	+147,9 %
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.2003	16,00	24,50	4.900	3,7 %	-1,7 %	+53,1 %
CNR (CAN) #	865 114	R	300	18.09.2003	17,00	23,43	7.029	5,4 %	-6,1 %	+37,8 %
HUANENG POWER (CHI)	892 647	A	150	08.08.2003	44,80	59,27	8.891	6,8 %	-12,8 %	+32,3 %
BAYWA (D)	519 406	S	700	28.10.2003	9,50	12,21	8.547	6,5 %	+0,0 %	+28,5 %
CANON (J)	853 055	A	150	31.03.2003	32,50	40,60	6.090	4,6 %	-2,6 %	+24,9 %
ALTANA (D)	760 080	S	100	25.02.2004	47,95	52,93	5.293	4,0 %	-0,5 %	+10,4 %
INDIEN-ZERTIFIKAT (IND)	256 685	A	150	19.05.2004	28,87	30,07	4.511	3,4 %	-	+4,2 %
DURBAN DEEP (SA)	865 260	R	5.000	27.03.2003	2,13	2,12	10.600	8,1 %	-15,2 %	-0,5 %
ALSTOM (F)	915 183	S	5.000	19.05.2004	1,21	1,19	5.950	4,5 %	-	-1,7 %
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.2003	3,70	3,44	2.580	2,0 %	-4,4 %	-7,0 %
ZARUMA RESOURCES (CAN)	886 597	R	20.000	07.04.2004	0,19	0,153	3.060	2,3 %	-10,5 %	-19,5 %
STADA ARZNEIMITTEL (D)	725 180	S	100	20.01.2004	51,00	40,75	4.075	3,1 %	-5,9 %	-20,1 %
CHAROEN POKPHAND (THAI)	885 591	A	90.000	24.03.2004	0,088	0,070	6.300	4,8 %	-15,6 %	-20,5 %
SAP-PUT (D)	290 690	S	6.000	17.03.2004	0,76	0,60	3.600	2,7 %	+1,7 %	-21,1 %
AKTIENBESTAND							91.095	69,5 %		
LIQUIDITÄT							39.953	30,5 %		
GESAMTWERT							131.048	100,0 %		

*) am 24.5.2004; in Euro; **) Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A=Asien; S=Spezialsituationen)
#) 2-1 Aktiensplit am 19.5.04



schen hat sich der Kurs bereits wieder um rund 20 % erholt. Einiges zu sagen gibt es zum französischen Industrieunternehmen Alstom. Kurz nach Erscheinen von Smart Investor 5/2004 hatten wir die Papiere bei 1,89 Euro veräußert. Angesichts einer antizipierten Rettungsmaßnahme des finanziell maroden Unternehmens sowie charttechnischer Erwägungen haben wir Alstom mit Ankündigung im Smart Investor Weekly vom 18. Mai erneut ins Depot aufgenommen (zu 1,21 Euro). Tatsächlich erfolgte inzwischen das OK für die erhoffte Finanzspritze: Einerseits konnten sich sowohl Frankreich als auch die EU-Kommission einigen, andererseits soll Siemens ein konkretes Angebot für den französischen Konkurrenten vorlegen wollen. Dabei interessiert die Münchner in erster Linie die Marktstellung von einzelnen Alstom-Sparten. In dem einen wie dem anderen Fall dürften die Papiere mittelfristig von den Rettungsplänen bzw. Übernahmephantasien profitieren.

Was sonst noch passierte & Planungen

Wie in Tabelle 2 zu sehen, hatten wir uns von unserem Dax-Put leider deutlich zu früh getrennt, weil uns die kurze Restlaufzeit etwas einschüchterte. Vom SAP-Put werden wir uns wohl in Kürze ebenfalls verabschieden, weil sich der erwartete Rücksetzer bislang nicht eingestellt hat. Wenn wir davon ausgehen, daß die aktuelle Korrektur erst einmal beendet ist (siehe auch „Das große Bild“), macht es keinen Sinn, diesen Put noch sehr viel länger im Depot zu belassen. Umgekehrt haben wir außer Alstom noch ein Indien-Zertifikat aufgenommen (über Smart Investor Weekly am 18. Mai), näheres hierzu auch auf S. 14. Unser Investitionsgrad liegt somit bei etwa 70 %. Unsere komfortable Cash-Position von rund 40.000 Euro beabsichtigen wir in nächster Zeit gezielt zu investieren (siehe Tabelle 3). Die Motive sind ganz unterschiedlicher Natur und reichen von Nachkauf über Neuaufnahme bis zur Wiederaufnahme. Genaueres zum beabsichtigten Kauf eines Nikkei-Hebelzertifikats (Long) auch in „Derivate“ auf S. 22. Details wie Positionsgrößen, Aufnahmedatum oder Kauflimits werden wie üblich auch kurzfristig über unseren kostenlosen eMail-Newsletter Smart Investor Weekly veröffentlicht.

Rahmendaten ignoriert: Zaruma Resources

Die Kursentwicklung unseres Musterdepotwertes Zaruma Resources steht leider konträr zur Nachrichtenlage der letzten Wochen. Wie von uns erwartet kam zwar ein positiver Newsflow – doch angesichts der veritablen Korrektur bei praktisch

DURCHFÜHRTE VERKÄUFE UND KÄUFE			
TITEL	KURS (EURO)	STÜCKZAHL	PERFORMANCE
DURCHFÜHRTE VERKÄUFE			
DAX-PUT (KAUF SH. UNTEN)	1,26	1.500	+6,7 %
ALSTOM (21.4.04)*	1,83	3.000	+8,2 %
PERILYA	0,42	5.000	-31,2 %
BANPU	2,00	3.000	+143,9 %
SEVEN ELEVEN	23,00	250	-28,1 %
DURCHFÜHRTE KÄUFE			
DAX-PUT (WKN 963 203)	1,18	1.500	
ALSTOM (19.5.04)*	1,21	5.000	
INDIEN-ZERTIFIKAT (WKN 256 685)	28,87	250	

LISTE DER GEPLANTEN KÄUFE			
TITEL	WKN	BESPROCHEN IN	ART DER TRANSAKTION
STADA ARZNEIMITTEL	725 180	5/2004	NACHKAUF
ALTANA	760 080	FOLGT	NACHKAUF
NIKKEI-ZERTIFIKAT	327 973	SEITE 22	NEUKAUF
DR. HÖNLE	515 710	6/2003	NEUKAUF
HIGHLIGHT	920 299	–	WIEDERAUFNAHME
CROESUS	871 679	5/2003	WIEDERAUFNAHME
PERILYA	876 505	12/2003	WIEDERAUFNAHME

sämtlichen Rohstofftiteln ging dieser völlig unter. So konnte ein umfangreiches Bohrprogramm die Golderzkörper bestätigen und sogar die Sektionen in ihrer Ausdehnung erhöhen. Darüber hinaus meldete Zaruma die Zahlen für das erste Quartal, die erwartungsgemäß von hohen Kosten für die laufenden Explorationstätigkeiten gekennzeichnet waren. Dank einer Privatplazierung aus Aktien und Bezugsscheinen sind dem vom deutschen Geologen Prof. Utter geleiteten Explorer mehr als 1 Mio. US-\$ an frischen Mitteln zugeflossen. Angesichts bevorstehender Updates über das Bohrprogramm dürfte auch in den nächsten Monaten mit einer Flut von Meldungen zu rechnen sein.

...Ähnliches bei Durban

Ein anderes Goldminenunternehmen aus unserem Musterdepot, Durban Roodepoort Deep, konnte gute Zahlen für das erste Quartal 2004 vorlegen. Durban steigerte den operativen Gewinn um 35 % auf 19,1 Mio. US-\$ und konnte sich somit signifikant verbessern. Produziert wurden 240.758 Unzen Gold bei leicht rückläufigen Produktionskosten von 318 US-\$ je Unze. Trotzdem sprechen nicht unbedingt fundamentale Faktoren für den Kauf der Aktie. Es ist vielmehr die Sondersituation, die sich aufgrund der einerseits im Vergleich zu anderen Minen hohen Produktionskosten sowie der hohen Goldreserven andererseits ergibt. Damit weist die Aktie einen extrem hohen Hebel auf den Goldpreis auf. Da wir davon ausgehen, daß der Goldpreis seine Tiefstkurse in der aktuellen Korrektur gesehen hat und vor dem Hintergrund aufkeimender Inflation wieder zulegen wird (siehe auch „Das große Bild“ ab S. 25), halten wir Durban langfristig für überaus interessant.

Über unseren kostenlosen eMail-Service Smart Investor Weekly kündigen wir auch kurzfristige Musterdepottransaktionen an. Positionsgrößen, Kauflimits oder Stop-Losses sind somit jederzeit nachvollziehbar. Die Anmeldung erfolgt auf unserer Homepage www.smartinvestor.de

MoneyTalk

„Deutlich unter Substanzwert“

Smart Investor im Gespräch mit Siegfried Lingel, persönlich haftender Gesellschafter der Merkur Bank KGaA aus München, über die hohe Risikovorsorge der letzten Jahre, eine aussichtsreiche Kooperation und die zukünftigen Potentiale des kleinen Geldhauses

Smart Investor: Herr Lingel, im ersten Quartal dieses Jahres konnte die Merkur Bank den Gewinn um fast 30 % gegenüber dem Vorjahresquartal steigern. Was waren die Gründe dafür?

Lingel: Aufgrund der Verschiebung hin zu ertragsstärkerem Geschäft konnten wir den Zinsüberschuß um etwa 10 % steigern, ebenso den Provisionsüberschuß. Da unsere Kosten nur unterproportional gestiegen sind, kam es zu dieser deutlichen Gewinnausweitung.

Smart Investor: Sie sind unlängst mit der sehr viel größeren Hypo Tyrol Bank eine Kooperation eingegangen. Was versprechen Sie sich hiervon?

Lingel: Es geht hier darum, daß wir nun im Rahmen der Bauträgerfinanzierung größere Kredite vergeben können als dies bisher der Fall war. Die Merkur Bank bietet das Know-how, beispielsweise bei der Abwicklung, die Hypo Tyrol beteiligt sich im Gegenzug an der Kreditvergabe. Dadurch wird unser Eigenkapital weniger in Anspruch genommen.

Smart Investor: Bei Bauträgerfinanzierung fällt einem sofort das Schlagwort Immobilienpreisrückgang ein...

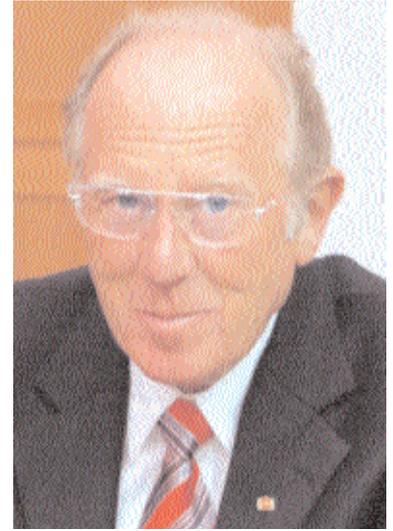
Lingel: Zunächst muß man sagen, daß Bauträgerfinanzierungen Zwischenfinanzierungen sind, also nur kurzfristiger Natur, aber margenträchtig sind. Zudem sind wir hier nur im Wohnimmobilienbereich tätig und obendrein fast ausschließlich im Großraum München, wo die Situation am Immobilienmarkt unverändert positiv ist.

Smart Investor: Ihre Aufwendungen für die Risikovorsorge machen etwa 1 % der Bilanzsumme aus. Für welches Ihrer vier Geschäftsfelder Bauträgerfinanzierung, Refinanzierung von Leasinggesellschaften, Firmenkunden- und Privatkundengeschäft müssen Sie dabei am meisten Vorsorge treffen?

Lingel: Ganz klar für das Firmenkundengeschäft. Auf der einen Seite haben wir durch die schlechte Konjunktur einen Rückgang bei den Bonitäten, auf der anderen Seite ergibt sich durch den Rückgang der Aktien- und Immobilienpreise in den letzten Jahren ein Verzehr der Sicherheiten. Insgesamt beträgt unsere Ausfallquote im Firmenkundengeschäft etwa 2 %, was über dem Branchendurchschnitt liegt. Dagegen dürften wir mit unserer Ausfallquote in Bauträgerfinanzierungen mit etwa 1 % unter dem Branchendurchschnitt liegen. Insgesamt läßt sich jedoch absehen, daß der Gipfel der Wertberichtigungen bereits hinter uns liegt.

Smart Investor: Die deutschen Großbanken glänzten in den vergangenen beiden Jahren doch eher mit Horrormeldungen: Skandale, hohe Wertberichtigungen und Massenentlassungen waren an der Tagesordnung. All dies trifft für die Merkur Bank nicht zu. Was machen die Großbanken falsch bzw. was machen Sie besser?

Lingel: Unser Slogan lautet: schlank, persönlich, unabhängig, und den nehmen wir auch ernst: Erstens achten wir sehr auf die Qualität unserer Mitarbeiter. Im letzten Jahr, als in der Bankenlandschaft massenweise Leute entlassen wurden, haben wir 12 neue Mitarbeiter eingestellt, was bezogen auf unsere Belegschaft fast 10 % ausmachte. Zweitens sind die Entscheidungswege bei uns sehr kurz, was für den Kunden oftmals sehr wichtig ist, und drittens ist auch unsere Abwicklung sehr kompetent.



Siegfried Lingel

Smart Investor: Bezogen auf den Gewinn des letzten Jahres von 0,18 Euro je Aktie liegt das KGV der Merkur Bank bei einem momentanen Aktienkurs von etwa 4,50 Euro bei fast 25. Das ist für eine Bank nicht gerade wenig.

Lingel: Allein unser Substanzwert, also Eigenkapital plus stille Reserven in unserem Immobilienbesitz, beläuft sich schon auf 6,50 Euro je Aktie. Darüber hinaus haben wir eine hohe operative Ertragskraft, die in den letzten beiden Jahren nur durch die konjunkturell bedingt hohe Risikovorsorge gedämpft worden ist.

Smart Investor: Wie wird denn Ihr Ergebnis in diesem Jahr voraussichtlich ausfallen?

Lingel: Es gibt immer noch konjunkturelle Unsicherheiten, so daß eine Prognose nicht seriös wäre. Allerdings gehen wir schon von einer deutlichen Gewinnsteigerung aus, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Kooperation mit der Hypo Tyrol. Denn dadurch erzielen wir einen Hebeleffekt, d.h. wir können mehr Ertrag mit dem gleichen Kapital erwirtschaften.

Smart Investor: Aus Anlegersicht sind die niedrigen Börsenumsätze in Ihrer Aktie jedoch ein Manko.

Lingel: Ja leider, für institutionelle Anleger kommen wir daher kaum als Investment in Frage. Wahrscheinlich ist darin auch ein Grund zu sehen, daß wir so deutlich unter Substanzwert gehandelt werden.

Interview: Ralf Flierl

Turnaround

Wapme – Mit Interaktion zum Börsenstar?

Wenn in Deutschland der Superstar gesucht wird oder aber in der Türkei das Popidol, dann ist Wapme Systems sicherlich mit von der Partie, denn die Dienstleistungen für die interaktive Beteiligung des Publikums sind eines der Geschäftsfelder des Unternehmens.

Mit der Gründung von Wapme im Jahr 1996 und dem Börsengang im Juli 2000 könnte man denken, bei dem Konzern handle es sich um eine typische Geschichte des Neuen Marktes. Wenn man den Kursverlauf der Aktie betrachtet, ist dieses Bild auch noch stimmig, allerdings verrät ein Blick auf das Zahlenwerk, daß die Düsseldorfer mehr sind als nur ein Überbleibsel aus guten alten Tagen. So konnte das Unternehmen mit seinen 60 Mitarbeitern gerade im vergangenen Jahr ein deutlich besseres Bild präsentieren, welches vor allem durch den Ausbau der Marktpräsenz und der Konzentration auf mobile und interaktive Dienste erreicht wurde. Freilich könnten die Expansionspläne nicht zur Gänze umgesetzt werden, wenn es zu einem Abebben der Castingshow-Welle kommen sollte.

Die drei Säulen

Wapme versteht sich als Anbieter hochwertiger Softwarelösungen für das mobile Internet und integriert Internetinhalte in die Mobilfunknetze. Darin enthalten sind unter anderem SMS-Dienstleistungen, die neben den Fernsehsendern ZDF und DSF auch von den Mobilfunknetzbetreibern D1 und Vodafone genutzt werden. Die Fernsehsender garantieren dabei die Vermarktung der Leistungen, Wapme stattet im Gegenzug die Sender mit interaktiven Antworteinheiten aus. Erst Ende April konnte durch die Gewinnung der beiden größten türkischen Fernsehsender als Kunden die Expansion einen Schritt nach vorn gebracht werden. Daneben betreibt Wapme einen umsatzstarken, dafür aber margenschwachen Großhandel mit Mobiltelefonen über die More Phones GmbH und die Implementierung eigener Softwarelösungen, die es den Nutzern ermöglicht, Daten und Informationen auf mobilen Endgeräten bereitzustellen.

Wende zum Guten!?

Das Jahr 2003 ließ eine deutliche Steigerung der Umsatzerlöse auf 127,8 Mio. Euro erkennen, somit ist Teil eins der Wende zum Besse-



WAPME SYSTEMS AG			
BRANCHE	TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTLEISTER		
WKN	549 550	AKTIENZAHL (MIO.)	7,09
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 24.5.04 (EURO)	3,40
MITARBEITER	60	MCAP (MIO. EURO)	24,1

	2003	2004E	2005E
UMSATZ (MIO. EURO)	127,8	105,6	111,5
% GGÜ. VJ.	-	-17,4 %	+5,6 %
EPS (EURO)	-0,51	0,32	0,49
% GGÜ. VJ.	-	-	+53,1 %
KUV	0,19	0,23	0,22
KGV	-	10,6	6,9

ren bereits realisiert. Das Kurs/Umsatz-Multiple liegt damit bei 0,2. Beim Nettoergebnis allerdings bewegte sich der Konzern in 2003 aber noch im negativen Bereich, wobei Wapme für das Gesamtjahr 2004 plant, hier ein Plus von 1,9 Mio. Euro auszuweisen. Dies ist eine realistische Annahme vor dem Hintergrund weiterhin boomender interaktiver TV-Formate. Sollte sich hier aber eine Abkühlung einstellen, dann könnten die Planungen einen Dämpfer erhalten. Dabei ist das Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von etwas über 63 % solide durchfinanziert und verfügt über liquide Mittel in Höhe von 1,3 Mio. Euro bei gleichzeitig geringer langfristiger Verschuldung. Das Ergebnis je Aktie für 2003 wird durch die Begebung einer Wandelanleihe verwässert und beläuft sich auf -0,59 Cent (-0,51 Cent ohne Wandelanleihe). Für dieses Jahr ergibt sich gemäß Unternehmensplanung ein KGV von 10, für das nächste Jahr läge dies nur noch bei knapp 7.

Fazit & Ausblick

Für das Unternehmen spricht die strategische Ausrichtung auf neue Märkte wie die Türkei, die auch schon erste Früchte trägt. Dabei ist das Segment der mobilen Dienstleistungen eindeutig als Wachstumssegment zu charakterisieren. Trotzdem gibt es auch Argumente, die bei dem Papier zur Vorsicht mahnen. Einerseits weiß niemand, ob die ohnehin schon magere operative Marge von 1,56 % im Handygroßhandel zu halten ist, andererseits spricht die Zyklizität im Fernsehgeschäft gegen eine dauerhaft so explosive Erweiterung der Beteiligungsmöglichkeiten des Publikums wie zur Zeit. Am Aktienkurs gehen die grundsätzlich positiven Meldungen der Düsseldorfer ohnehin schon seit November letzten Jahres vorbei, vielleicht deutet sich hier ein gewisses Maß an Zurückhaltung des Aktienmarktes gegenüber den ehrgeizigen, aber keinesfalls überzogenen Wachstumsplänen des Unternehmens an.

Tobias Karow

Kolumne

Die persönliche Golddeckung

Von Rainer Meier, ZPMO Edelmetalle & Münzen AG Zürich

Wir erleben Zeitgeschichte – live und ungeschnitten! Was wir in der letzten Dekade des alten Jahrhunderts und in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends erlebt haben, ist nichts anderes als Weltgeschichte. Der bürgerlich-soziale Wohlfahrtsstaat steht auf dem Prüfstand. Nicht erst seit heute. Die globale Staatsverschuldung hat eine Dimension erreicht, die weder unsere Generation noch die kommenden jemals werden tilgen können. Auf staatliche Zahlungsverprechungen sollte sich ein zukünftiger Rentner besser nicht verlassen.

Ob sich die Politik je zu einer offenen Diskussion zu diesem Thema durchringen kann, steht zu bezweifeln. Der scheinbar allmächtige Staat wird aufgefordert, ein Wunder zu vollbringen – aus leeren Kassen sollten auf wundersame Weise wieder Füllhörner werden. Es ging bei den Protesten des letzten Jahres nicht mehr nur um eine Umverteilung innerhalb des Wohlfahrtsstaates oder die Umsetzung eigener Interessen zulasten anderer – zum ersten Mal wurde der organisierte Widerstand gegen ökonomische, aber bittere Wahrheiten geprobt. Der Zorn derer, die den einstigen Versprechungen und Lügen erst jetzt auf die Schliche gekommen sind, ist groß – nicht zu unrecht. Betrogen und allein gelassen geht der Bürger auf die Straße und fordert das Unmögliche, das Unbezahlbare. Irgend etwas muß im Wirtschafts- und schließlich Finanzsystem der letzten Jahrzehnte also falsch gelaufen sein. Mein Hauptverdächtiger: inflationiertes Papiergeld.

Eine wichtige Rolle spielen hierbei die Zentralbanken. In der Vergangenheit waren sie Garanten für stets willkommene Zuschüsse zu den staatlichen Budgets. Daß dem nicht so ist, müssen nun einige Länder auf schmerzhaft Weise zur Kenntnis nehmen. Die Eigenständigkeit der Zentralbanken ist schon seit geraumer Zeit nur noch ein Märchen. Statt dessen sind die Notenbank-Chefs heute zu Befehlsempfängern ihrer Regierungen degradiert und haben nur noch die Pflicht, entsprechende Weisungen von Seiten der Politik auszuführen. Zentralbank-Präsidenten werden nach dem Parteibuch ausgewählt: Kritische Köpfe sind unangenehm und womöglich nur Störenfriede.

J.M. Keynes behauptete einmal: „Gold ist ein barbarisches Relikt!“ Getreu diesem Credo zogen die Weltbank, der IWF und die US-Zentralbank schließlich gegen das Gold ins Feld. Als dann 1990 nur noch die Schweiz das Fähnlein des Goldes hochhielt, war es an der Zeit, auch diese letzte Bastion zu nehmen. Unter dem Deckmantel der humanitären Hilfe wurde der Schweizer Bevölkerung 1992 vorgegaukelt, daß ein Beitritt zur Weltbank und zum IWF unabdingbar sei. Daß dabei aber die

RAINER MEIER

Rainer Meier, Jahrgang 1959, war 22 Jahre bei der Schweizerischen Bankgesellschaft, Zürich, davon 16 Jahre als verantwortlicher Händler für Aktien, Obligationen, Devisen, Edelmetalle, Rohstoffe und Banknoten, außerdem Edelmetall- und Rohstoff-Referent im Ausbildungszentrum Wolfsberg, Ausbildungsverantwortlicher für höheres Kader und Lehrlinge. Weiterbildung im Bereich Kommunikation und Marketing sowie berufsbegleitende Weiterbildung zu Themen wie Islam, Militär und Politik. 1999 Gründer und Inhaber der ZPMO Edelmetalle & Münzen AG. Seit 1997 politischer Berater. Infos unter www.zpmo.ch



Währung, der Schweizer Franken, seine Golddeckung verlieren würde, sah man sich zu verschweigen gezwungen. Mit einer Total-Revision der Schweizer Bundesverfassung verschwand die Golddeckung dann endgültig. Kaum jemandem dürfte bekannt sein, daß es der Präsident der Schweizer Notenbank Meyer war, der das aus meiner Sicht Unwort des Jahrhunderts prägte: „Unnötige Golddeckung“. Und ruckzuck standen 1.300 Tonnen Schweizer Gold zum Verkauf.

Wie sollte ein Anleger auf derlei Vertrauensverluste reagieren? Wenn schon der Staat nicht (mehr) auf eine Golddeckung setzt, muß man dies eben selbst in die Hand nehmen: Mit einem Teil seiner Erträge in Form von realisierten Kursgewinnen – hoffentlich vorhanden – und Dividenden, je nach Anleger-Typ zwischen 20 und 50 %, sollte er physisches Gold und Silber kaufen. Dieser wichtige, zentrale Teil seines Portefeuilles soll und darf nicht der Spekulation dienen! Aber bitte: Hier gilt der Slogan „Geiz ist geil“ nun gerade nicht. Wer bei Aktien und Anleihen auf „Blue Chips“ baut, sollte dann bei Gold und Silber keine Kompromisse eingehen.

Interview mit einem Investor

„Die Zeiten zweistelliger Renditen sind erst einmal vorbei“

Smart Investor im Gespräch mit Markus Kohlenbach, Leiter Fixed Income der Frankfurter DWS, über Chancen und Risiken am Anleihemarkt, den Hauptfeind einer Anleihe und die verhinderte „Rückkehr zur Normalität“

Smart Investor: Herr Kohlenbach, seit Auflegung hat sich der von Ihnen gemanagte Panda Renditefonds DWS, der hauptsächlich in Rentenpapiere investiert, überdurchschnittlich gut entwickelt, und dies bei geringer Volatilität und einer erstaunlich kurzen maximalen Verlustserie von nur drei Monaten.

Kohlenbach: Von der Möglichkeit, bis zu 25 % des Fondsvolumens in Aktien beizumischen, habe ich seit Auflegung vor fast sieben Jahren noch keinen Gebrauch gemacht. Wir sind auf die Zielgruppe eines europäischen Anlegers ausgerichtet und in den letzten Jahren bewußt konservativ geblieben. Derzeit sind wir auch zu 60 % im europäischen Raum investiert, zum einen aufgrund der Währungssituation, zum anderen aufgrund der Zinsdifferenz.

Smart Investor: Und in den letzten Jahren war nicht mal die Versuchung gegeben, hier und da auch in Aktien zu investieren?

Kohlenbach: Doch, sicherlich. Aber das hätte meiner Auffassung nach nicht nur die Anlagestrategie des Fonds, sondern auch die Risikoklasse verändert. Das wollten wir ausdrücklich vermeiden.

Smart Investor: Wohl deshalb setzen Sie auf Staatsanleihen und mischen Unternehmensanleihen nur selektiv bei – ebenfalls eine Vorsichtsmaßnahme?

Kohlenbach: Wir achten bei den Unternehmensanleihen ausdrücklich auf eine hohe Bonität, bleiben also im Investment Grade-Bereich. Speculative Grade kommt für uns nicht in Betracht. Außerdem kommt noch ein anderer Faktor ins Spiel. Ein Drittel des Ausgabeaufschlags geht an den WWF, der auch Vertreter für den Anlageausschuß abstellt. In einige Branchen investieren wir daher prinzipiell nicht, so z.B. in die Möbelindustrie. Unproblematischer sind da schon Dienstleister und die Finanzindustrie, die wir entsprechend höher gewichtet haben.



Smart Investor: In den letzten Monaten und Quartalen haben sich die Renditevorsprünge von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen verringert. Wie ist das Ihrer Meinung nach zu interpretieren?

Kohlenbach: Das ist in der Tat so. Die Renditevorsprünge waren speziell im Gefolge der Unternehmensskandale wie Enron und WorldCom deutlich

MARKUS KOHLENBACH

Markus Kohlenbach, Jahrgang 1966, machte Anfang der 90er Jahre seinen Abschluß als Diplom-Volkswirt, nachdem er zuvor bei der BHF Bank sowohl in Frankfurt als auch in New York eine klassische Banklehre absolviert hatte. 1995 stieß er zur DWS, wo er heute für das Rentenfondsmanagement verantwortlich ist (Leiter festverzinsliche Wertpapiere -International sowie für -Emerging Markets). Seit Auflegung im Jahr 1997 erzielte der von ihm betreute Panda Renditefonds DWS eine durchschnittliche Jahresperformance von rund 7 %. Anleger des Panda Investmentfonds können die Ausschüttungen oder das angesparte Vermögen bzw. Teile davon der Umweltschutzstiftung WWF (World Wildlife Funds) Deutschland spendenbegünstigt übertragen.



höher als aktuell. Das verringert natürlich die Attraktivität von Unternehmensanleihen ganz erheblich.

Smart Investor: Als Rentenfondsmanager ist es Ihre Aufgabe, Kurschancen und Zinsunterschiede, aber auch Wechselkursentwicklungen zu nutzen. Das sind gleich drei Wünsche auf einmal – funktioniert das wirklich dauerhaft?

Kohlenbach: Das ist nicht immer einfach. Vor allem gilt es, die Wechselkurse im Auge zu behalten, was Privatanleger bei eigenen Anlagen gerne vergessen. Der andere Punkt ist die sogenannte Zinsstrukturkurve, die man jeweils für Europa, USA, Japan etc. vergleicht. Hier sind wir dabei, in die attraktiven steilen Bereiche dieser Kurve zu investieren.

Smart Investor: Nun stehen wir möglicherweise vor einer Zeit wiederaufkommender Inflation, dem Hauptfeind einer Anleihe. Wie verhalten Sie sich, wie ist Ihr Ausblick diesbezüglich?

Kohlenbach: Diesen Punkt sehen wir genauso und haben daher unsere Restlaufzeiten der Anleihen deutlich verkürzt, und zwar auf durchschnittlich zwei Jahre unter der Benchmark. Es ist nicht zu leugnen, daß wir inzwischen Anzeichen einer ansteigenden Inflation haben, vor allem in den USA. Diese Inflation geht nun auch noch auf Sektoren zurück, auf die man keinen Einfluß hat, nämlich Energie und Rohstoffe. Dies schlägt sich langsam durch, aber Zentralbanken können durch Drehen an der Zinsschraube in dieser Hinsicht rein gar nichts bewirken. Genau deswegen ist auch nicht mit deutlichen Zinsschritten zu rechnen.

Smart Investor: Im Euro-Raum doch wohl sowieso nicht, oder?

Kohlenbach: Das ist eine berechtigte Frage. Ich formuliere es mal so: Wir gehen davon aus, daß die Zinsen im Euro-Raum nicht mehr gesenkt werden. Die Chance auf einen Zinsschritt nach unten sehe ich nur bei ca. 30 %. Mit dem Amtsantritt von Trichet als Chef der EZB haben sich die Prioritäten schon ein bißchen geändert, er kommt aus der Politik. Gleichwohl meine ich aber, daß die Notenbanken nicht jenem Druck nachgeben sollten, für die Politik als Handlanger zu fungieren. Gerade hier im Euro-Raum gibt es Probleme, die mit noch so viel Zinssenkungen nicht gelöst werden könnten. Dagegen erwarten wir noch im August in den USA eine Leitzinserhöhung, vorausgesetzt die ökonomischen Daten, die wir bis dahin bekommen, würden eine solche Aktion untermauern.

Smart Investor: Nur wie verlässlich sind diese Daten denn? Offenbar traut Fed-Chef Greenspan seinem Aufschwung selbst nicht, sonst würde er in den Statements nicht so konfuse Zeug von sich geben, sondern die Zinsen längst angehoben haben.

Kohlenbach: Die Daten sind schon ein Problem. Bei der Inflationskennziffer wiederum kommt noch eine besondere Ambivalenz hinzu. So bewegen sich die Preise aller Produkte aus dem IT-Umfeld seit etlichen Jahren nach unten, demgegenüber steigen aber seit geraumer Zeit die Kosten für Energie und Rohstoffe. Die Herkunft der Inflation ist also ganz entscheidend.

Smart Investor: Also: Was sollte ich nun tun als Anleger, der sich für festverzinsliche Wertpapiere interessiert?

Kohlenbach: Konzentrieren Sie sich auf den Euro-Raum und hier auf Staatsanleihen. Wenn Sie mir nun vielleicht vorwerfen werden, daß man damit keine Bäume ausreißen kann, entgegne ich, daß die Zeiten zweistelliger Renditen – wie wir sie bis vor ein paar Jahren noch hatten – meines Erachtens für eine ganze Weile nicht mehr zu haben sein werden. Das letzte Jahr mit seinen Kursgewinnen am Aktienmarkt war eine Reaktion auf den vorherigen Absturz, aber keine Rückkehr zur „Normalität“. Niedrigere Renditen zu akzeptieren, wenn das Umfeld nicht mehr zuläßt, ist ein Lernprozeß.

Smart Investor: Herr Kohlenbach, vielen Dank für das Interview.

Interview: Falko Bozicevic

www.betafaktor.info

**TOP
NEWSTRADING
zu einem einmaligen
SONDERPREIS!**

Exzellentes Fundamentalforschung und exklusive (!) Unternehmensinformationen.

Der Börsenbrief BetaFaktor.info belegte im 3SAT Börsenspiel (2. August 02 bis 31. Januar 03) den ersten Rang.

Informieren Sie sich über die bisherige exzellente Performance der Empfehlungen!

Ein Service der BörseGo GmbH (www.boerse-go.de)

BetaFaktor.info
Der Börsen-Infodienst für Ihre Aktien

Buchbesprechung

Mit Sicherheit mehr Zinsen

Das Thema festverzinsliche Wertpapiere endet bei den meisten Menschen mit dem obligatorischen Parken von vagabundierenden Geldern auf einem Festgeldkonto, oder, noch schlimmer: auf dem Girokonto. Nicht aber, spätestens nachdem man das Buch von Jochen Hägele zum Themenkomplex Zinsen und Anleihen gelesen hat. Ziel seines Werkes ist es, den Leser in die Lage zu versetzen, seine künftige Zinsanlage eigenverantwortlich anzugehen, zu planen und schließlich zielgerichtet umzusetzen. Die dafür erforderlichen Grundkenntnisse werden Schritt für Schritt in anschaulicher und jederzeit nachvollziehbarer Weise ausführlich erläutert und mit zahlreichen Beispielen unterlegt. Am Ende sollte die Sensibilisierung für den Faktor „Zins“ gelungen sein. Das Buch richtet sich damit explizit an den aufgeklärten Privatanleger, indem ihm die notwendigen Funktionsweisen und Hintergründe nicht nur simpel „runtergespult“ werden, sondern die Lektüre mit allerlei praktischen und wertvollen Tips garniert wurde. Ausflüge ins Historische runden das gelungene Gesamtbild ab. „Mit Sicherheit mehr Zinsen“ bleibt somit von Anfang bis Ende interessant und verständlich, ohne ins Triviale abzurutschen oder den Leser mit übertriebener Detailverliebtheit beeindrucken zu wollen. Die

Nüchternheit in der Ausdrucksweise des Autors muß schlichtweg als beeindruckend bezeichnet werden. Da man sich als Privatanleger neben diesem Buch zum Thema Zinsen und Anleihen sehr wahrscheinlich keine zusätzlichen Werke mehr zulegen müssen, bleibt auch der „gefühlte“ und optisch hohe Anschaffungspreis von fast 35 Euro verkraftbar. Investoren sollten ihn als Anschubinvestition auffassen.



FinanzBuch Verlag

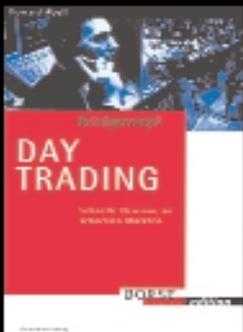
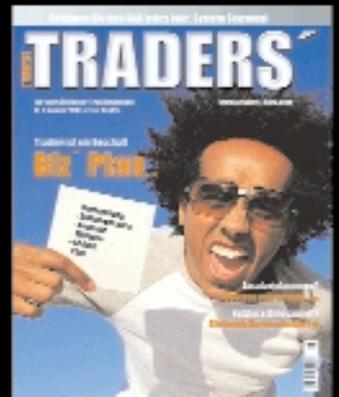
„Mit Sicherheit mehr Zinsen“ von Jochen Hägele;
2003 FinanzBuch Verlag, 264 Seiten,
34,90 Euro

Anzeige

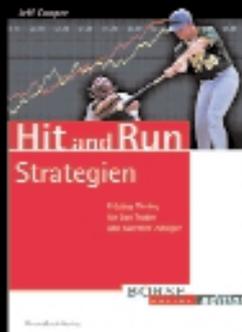
**Abonnieren Sie heute und erhalten Sie
15 Ausgaben TRADERS´ zum Preis von 12.**

TRADERS´

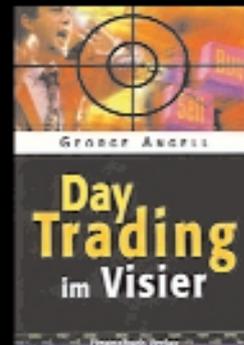
**Besuchen Sie www.traders-mag.com oder rufen
Sie an: 07561 6715 und wählen Sie aus diesen
drei Trading Büchern Ihr Geschenk!**



Das Buchwissen per Trading gehört die richtige Planung. Das entsprechende Umfeld, die Strategie, und vor allem: wie sie zu realisieren ist. Der Autor zeigt, wie man sich als Day Trader erfolgreich an den Märkten positionieren kann. Er erklärt die verschiedenen Trading-Strategien, wie man sie in der Praxis anwenden kann, und gibt wertvolle Tipps zur Risikomanagement- und psychologischen Vorbereitung. Das Buch ist ein Muss für jeden, der sich ernsthaft mit dem Day Trading beschäftigen möchte.



Ein Manager braucht Qualität, gute Strategien, und finanzielle Möglichkeiten, um die besten Entscheidungen zu treffen. Jeff Cooper gibt in diesem Buch wertvolle Ratschläge, wie man sie in der Praxis anwenden kann. Er erklärt die verschiedenen Trading-Strategien, wie man sie in der Praxis anwenden kann, und gibt wertvolle Tipps zur Risikomanagement- und psychologischen Vorbereitung. Das Buch ist ein Muss für jeden, der sich ernsthaft mit dem Day Trading beschäftigen möchte.



Day Trading ist die Königsdisziplin der Spekulation. Längeres, Ausdauer, Disziplin und Geduld sind die Voraussetzungen für den Erfolg. Das Buch zeigt, wie man sich als Day Trader erfolgreich an den Märkten positionieren kann. Es erklärt die verschiedenen Trading-Strategien, wie man sie in der Praxis anwenden kann, und gibt wertvolle Tipps zur Risikomanagement- und psychologischen Vorbereitung. Das Buch ist ein Muss für jeden, der sich ernsthaft mit dem Day Trading beschäftigen möchte.

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ALSTOM	915 183	36
ANDRITZ	632 305	12
ARQUES	515 600	36
BANPU	882 131	36
CNR	865 114	36
DR. HÖNLE	515 710	31
DURBAN ROODEPOORT	865 260	36
KRONES	633 503	31
MERKUR BANK	814 820	38
NEWMONT MINING	853 823	16
NINTENDO	864 009	32
OTP BANK	896 068	30
PANKL RACING	914 732	13
PERILYA	876 505	36
RELIANCE INDUSTRIES	884 241	14
RHI	874 182	13
ROSENBAUER	892 502	12
S&T	915 194	13
SINGULUS TECHNOLOGIES	723 890	34
STATE BANK OF INDIA	903 136	14
VOESTALPINE	897 200	13
WAPME	549 550	40
ZARUMA	886 597	36

Vorschau

auf Smart Investor 7/2004

Behavioral Finance

Die Wissenschaft von der Anlegerpsychologie

Australien

Interessante Werte von „Down under“

These Hyper-Inflation

Gehen die Preise bald schon durch die Decke?

US-Präsidentschaftszyklus

So wie immer oder diesmal ganz anders?

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 6 (Juni)

Verlag:

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

Preise:

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

Redaktion:

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

Abonnementverwaltung:

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

Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Tobias Karow,
Stefan Preuß, Kevin Sternkopf

Charts

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

Gast-Autoren:

Jürgen Ganßleben, Rainer
Meier, Dr. Eckhard Schulte

Redaktionsanschrift:

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

Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

Bildredaktion:

Christine Weinschenk

Gesamtgestaltung:

Christine Weinschenk

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preis-
liste Nr. 1 vom 1. April 2003

Nachdruck:

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

Anzeigenleitung:

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

Erscheinungs- termine 2004:

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

VKZ B 61978
ISSN 1612-5479

Zitate

Über die größte menschliche Innovation: den Zins

„Der Zins kennt keine Pause. Er arbeitet auch nachts und an Sonntagen. Sogar an Regentagen.“

Benjamin Franklin (1706-1790), amerikanischer Naturwissenschaftler und Politiker

„Die größte Erfindung des menschlichen Denkens – der Zinseszins.“

Albert Einstein (1879-1955), deutscher Physiker

„Mit drei Prozent Zinsen versucht die Bank mein Kapital zu beleidigen.“

*Werner Mitsch (*1936), deutscher Aphoristiker*

„Der moderne Mensch betrachtet Geld als ein Mittel, zu mehr Geld zu kommen.“

Bertrand Russell (1872-1970), britischer Mathematiker und Philosoph

„Für alles im Leben muß man bezahlen. Und je später man es tut, desto höher werden die Zinsen.“

John Ernst Steinbeck (1902-1968), amerikanischer Schriftsteller

„Jede Gesetzgebung, die den Zins erlaubt, ist null und nichtig.“

Papst Alexander III (1105-1181)

„Rüstung bedeutet ökonomischen Abzug zinsdrückenden Kapitals vom Markt. Und da die Rüstungsindustrie nicht für den Markt produziert, bedeutet Rüstung die Trockenlegung zinsbedrohender Kapitalüberschüsse auf Kosten der Steuerzahler.“

*Hans F. Telos (*1966)*

Wenn sich sogar Wissenschaftler über das Thema Zins auslassen, dann muß es schon etwas Faszinierendes haben. Sowohl Albert Einstein als auch Benjamin Franklin bezeichneten ihn als eine grandiose Erfindung des menschlichen Geistes. Daß Kapital dank Zinseszins-effekt zu einem Vielfachen seiner ursprünglichen Größe anwachsen kann, scheint die Menschen zu faszinieren. Doch wie die Rechnung mit dem sogenannten Josephs-Pfennig zeigt, kann es auf lange Sicht – gemeint sind ein paar hundert Jahre – gar keine positive Rendite geben. Irgendwo findet der Zinseszins sein natürliches Ende. Das hängt mit den endlichen Ressourcen auf dieser unserer Erde zusammen. Eine Unze Gold angelegt und zu 2 % jährlich verzinst würde schon nach weniger als 1.000 Jahren sämtliche Vermögenswerte dieser Welt haushoch übersteigen. Das stempelt den Zins zu einer wahrhaft menschlichen „Erfindung“.

Es gibt auch Religionen, die das Verlangen von Zinsen kategorisch verbieten. Moralische Gründe spielen hierbei eine Rolle. So lag seinerzeit nicht nur Papst Alexander III als Vertreter der nicht-weltlichen Fraktion im Clinch mit weltlichen Machthabern, die die Vereinnahmung eines Zinses erlaubten. Unterschieden werden muß nämlich zwischen Geld aus Geld und Geld aus Arbeit. Viele Menschen machen auch heute noch ganz instinktiv einen Unterschied zwischen diesen beiden Einkommensarten. Da auch der Staat nichts anderes tut (ein Blick in die Steuererklärung dürfte ausreichen), muß diese Frage sogar immer wieder mal vor dem Verfassungsgericht erörtert werden. Geld aus Geld zu schöpfen ist einfach bequemer und so schön einfach: Man sagt ja auch, daß dort, wo schon Geld ist, noch mehr ganz automatisch hinzukommt. Der Zins-effekt wird es schon richten.

Keine Wette war in den vergangenen Jahrhunderten sicherer zu gewinnen, als daß mit Kriegen gute Geschäfte zu machen sind, vorausgesetzt, man weiß wie. Die Rüstungsindustrie produziert und produziert, und irgendwann will sie ihre Innovationen auch mal unter realen Bedingungen eingesetzt sehen. Sie gewinnt so oder so: Entweder werden alte Bestände in Form von Kriegen immer wieder zerstört (oftmals dienen Einsätze auch für Tests von Innovationen), oder aber sie kann den Machthabenden einreden, daß älteres Material unbedingt durch neues ersetzt werden müsse – die Anschaffung von mehreren Dutzend Großraumflugzeugen für die Bundeswehr wäre hier ein Beispiel, obwohl schon die bestehenden Luftfrachter größtenteils nur rumstehen. Ist erst einmal altes Material vernichtet, muß es nicht nur substituiert werden, auch zerstörte Infrastruktur gehört repariert. Die Besetzung des Iraks durch die USA ist ein Paradebeispiel. Die Summen, die angesichts dieses Abenteuers in Richtung Irak und Wiederaufbau abfließen, gehen in die Hunderte Milliarden. Da aber viele Investitionen vom Staat getragen werden, bezahlt letztlich der Steuerzahler. Wenn sich die amerikanische Bevölkerung bewußt wäre, daß daheim die Grundschule aus Geldmangel verfällt, während das US-Haushaltsbudget rund 100 Mrd. US-\$ für den Wiederaufbau des Irak vorsieht, wäre die Zustimmung für derlei Eskapaden sicherlich noch etwas geringer.