

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



## Manipulation an den Märkten

**INDIEN**  
Ein Riese  
erwacht

**JIM ROGERS**  
über Bonds, China  
und Rohstoffe

**HIGH TECH-BLASE**  
Alles schon mal  
dagewesen



## Editorial

# Definitiv kein Wischiwaschi



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Zugegeben, unsere vergangenen Monat publizierte vorsichtige Haltung gegenüber den Aktien in Europa und Amerika war bislang nicht richtig. Aber so ist das nun einmal, wenn man sich prognosemäßig sehr weit aus dem Fenster lehnt, wie es *Smart Investor* tut. Auch wenn unsere Vorhersage für ein Dax-Hoch bei 3.500 Punkten bis Mitte Juli nicht eintraf, so müssen wir doch unsere Gesamtstrategie deshalb nicht ändern. Und genau das ist es doch, was Sie als langfristig ausgerichteter Anleger von einem Magazin wie *Smart Investor* erwarten dürfen. Eine konsistente und robuste Investment-Strategie, die nicht sofort hinfällig wird, wenn ein kleiner Baustein ausfällt.

Nachhaltiger Börsenerfolg kann nur erzielt werden, wenn man einem bewährten System treu bleibt. Unser System zur Einschätzung der Märkte, welches auf einer Kombination von Fundamental-, Technischer und Sentiment-Analyse beruht, zeigte vor einem Monat und zeigt auch immer noch ein ungünstiges Chance/Risiko-Verhältnis für Aktien auf, vor allem jenseits des Atlantiks. In diesem Zusammenhang möchte ich Sie auf den Artikel „Powered by Potem-

kin“ auf Seite 10 hinweisen. So sehr wir die momentanen Chancen bei europäischen oder amerikanischen Blue Chips als beschränkt einstufen, so deutlich zeigen wir aber auch Investment-Alternativen auf, sei es in Asien oder an den Rohstoffmärkten. Und die in diesem Bereich besprochenen und empfohlenen Titel laufen nun wirklich alles andere als schlecht.

Natürlich könnten wir es uns einfach machen und erst dann auf einen „Themen-Zug“ aufspringen, wenn sich bereits der ganze Pulk der Finanzblätter damit beschäftigt. Genau das wollen wir aber eben nicht. Erstens, weil wir uns damit unterfordert fühlen würden, und zweitens, weil dies für Sie als Leser keinen Mehrwert und vor allem keinen Erfolg brächte. Folglich bleiben wir bei unserer antizyklischen Vorgehensweise und berichten weiterhin über ausgewählte Märkte und Aktien, von denen wir überzeugt sind, daß sie auf lange Sicht über ein positives Chance/Risiko-Verhältnis verfügen wie z.B. den indischen Aktienmarkt (sh. S. 6) oder den südafrikanischen Goldproduzenten Durban Roodepoort Deep (sh. Interview auf S. 32).

Weiterhin werden wir auch zukünftig unangenehme und daher woanders meist nicht angesprochene Hintergrund-Themen anpacken wie z.B. unsere diesmalige Titelstory „Manipulation der Märkte“ auf S. 14. Dies tun wir nicht, weil wir Sie schocken wollen, sondern weil wir ein tiefgreifendes Verständnis dieser Thematiken als unabdingbar für den heutigen kritischen Anleger halten. Denn das letzte, was wir wollen, ist, Ihnen aus einer Seitenfüll-Mentalität heraus irgendein unnützes und in wenigen Wochen schon hinfälliges Wischiwaschi zu präsentieren. In diesem Sinne wünsche ich Ihnen viel Lesespaß mit der vorliegenden *Smart Investor*-Ausgabe und vor allem viele lukrative Erkenntnisse.

# Faszination Historische Wertpapiere



**WWW.HWPH.de**  
Auf unserer Website finden Sie  
mehr als 1.300 Aktien in Farbe!

**Ordern  
Sie Ihren  
kostenfreien  
Auktionskatalog!**  
Tel.: 08106 / 24 61 86  
Fax 08106 / 24 61 88  
Email: auktion@hwph.de

## Highlights unserer Auktion:

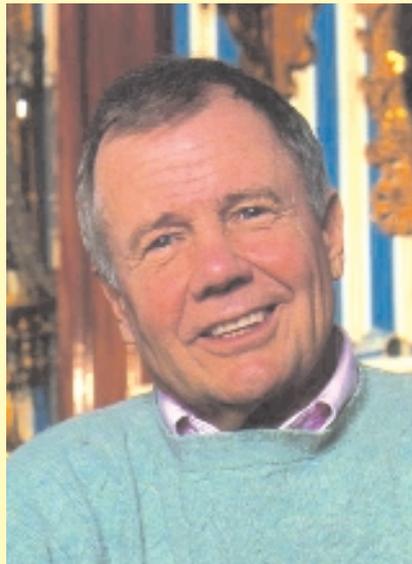
- ◆ 1. Optionsschein der Geschichte
- ◆ Aktien mit Signaturen berühmter Persönlichkeiten (Thomas Alva Edison, John D. Rockefeller)
- ◆ Anteilschein 1. FC Nürnberg
- ◆ Zahlreiche Lose bereits ab 1 Euro
- ◆ Gründeraktien von Allianz und Siemens & Halske





Manipulation an den Märkten

Immer wieder kursieren Gerüchte über Manipulationen an den Finanzmärkten seitens der Zentralbanken. Was bei Währungen schon lange kein Geheimnis mehr ist, weisen wir statistisch für den Goldpreis nach. Im Interview mit Nelson Hultberg geht es schließlich um das Plunge Protection Team. Seiten 14 bis 21.



Interview mit dem „Market Wizard“ Jim Rogers

Als Mitbegründer des legendären Quantum Funds ist Jim Rogers berühmt geworden. Im Gespräch mit Tradingmarkets.com gibt er Einblicke in seine Anlagephilosophie und seine Meinung zu den aktuellen Geschehnissen an den Märkten und erläutert, warum jeder Investor Rohstoffe besitzen sollte. Seiten 12 und 13.



Ian Murray, stellvertretender CEO und CFO von Durban Roodepoort Deep

Währungsprobleme gehören derzeit zum Alltag südafrikanischer Mininggesellschaften. Im MoneyTalk auf den Seiten 32 und 33 erzählt Ian Murray von diesem und anderen Problemen seines Unternehmens und erläutert, warum er Durban Deep dennoch für ein reizvolles Investment hält.

#### Märkte

- 6** Indien:  
Ein Riese erwacht
- 10** Blasenbildung:  
Powered by Potemkin
- 12** „Reich werden können Sie in Zukunft nur mit Rohstoffen“, Interview mit Jim Rogers, Mitbegründer des Quantum Funds

#### Hintergrund

- 14** **Titelstory:**  
Manipulation an den Märkten
- 16** **Titelstory:**  
Die Goldpreismanipulation
- 20** **Titelstory:**  
„Plötzlich massive Kauforders“, Interview mit dem Wirtschafts- und Börsen-Journalisten Nelson Hultberg
- 22** **Prinzipien des Marktes:**  
Trend und Korrektur
- 24** **Derivate:**  
Wackersteine contra Dynamik

#### Research

- 26** **Das große Bild:**  
Es bleibt dabei!
- 28** **Relative Stärke:**  
Goldene Zeiten
- 29** **Sentimenttechnik:**  
Put/Call-Ratio und NOTES
- 30** **Aktie im Blickpunkt:**  
Fielmann AG – Marktführer vor großen Herausforderungen
- 32** **MoneyTalk:**  
Ian Murray, stellvertretender CEO von Durban Roodepoort Deep
- 34** **Buy & Good Bye:**  
adidas-Salomon, Canadian Natural Resources, BayWa und Randgold
- 36** **Externe Analyse:**  
Data Modul – Die Zukunft der Röhre fällt flach; Peter Thilo Hasler, HypoVereinsbank
- 38** **Musterdepot:**  
Standfest auch auf zwei statt drei Säulen

#### Potpourri

- 40** **Interview mit einem Investor:**  
„Nach 2004 liegen einige wirklich sehr harte Jahre vor uns“, Dr. Hendrik Leber von der ACATIS Anlageberatung
  - 42** **Kolumne:**  
Auf die Details kommt es an von Horst Fugger
  - 44** **Buchbesprechung:**  
„Was passiert, wenn der Crash kommt?“ und „Exit – Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert“
  - 46** **Zitate:**  
Über den Stoff, der die Welt bewegt: Geld
- 
- 45** **Unternehmensindex**  
Vorschau Smart Investor 10/2003  
Impressum

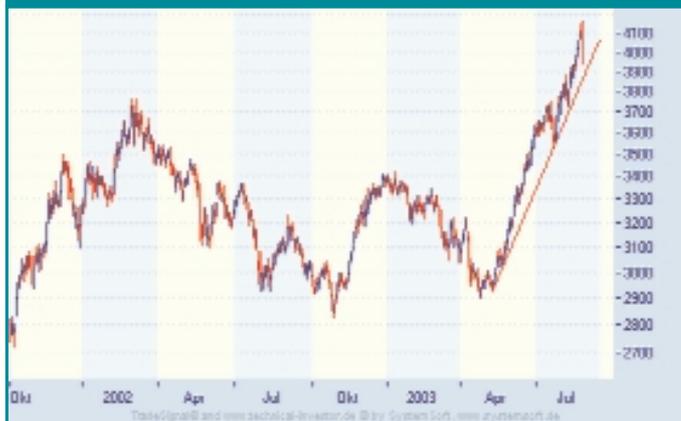
# Indien: Ein Riese erwacht

*Es gibt kaum einen Emerging Market, der in der internationalen Presse noch so wenig Beachtung erfährt wie Indien. Doch wenn man sich die Faktenlage anschaut, so werden hervorragende Anlagechancen in der ehemals größten Wirtschaftsmacht Asiens offensichtlich.*

## Chancen & Risiken

Der indische Aktienmarkt befindet sich auf gutem Wege, seinen Bewertungsabschlag gegenüber anderen asiatischen Märkten und hier insbesondere gegenüber China aufzuholen. Kaufkraft und Nachfrage der indischen Bevölkerung wachsen durch zunehmende Auslandsinvestitionen. Die politischen Unsicherheiten bleiben zunächst jedoch noch bestehen, zumal auch die Lösung des Kaschmir-Konflikts weder kurz- noch langfristig möglich erscheint.

ABB. 1: SENSEX



## Indiens Volkswirtschaft öffnet sich

Bis 1991 wurde Indien sozialistisch geführt. Die Märkte waren für Importe geschlossen, und Indien versuchte diese durch allerlei Auflagen und Preisdiktate zu regulieren. Dies bezahlte das Land teuer mit dem zeitweise niedrigsten Realwachstum in der gesamten Region und einer hohen Armut. Die Weltbank schätzt, daß in Indien rund 1/3 der Bevölkerung unterhalb der Armutsgrenze lebt. In China beträgt der Anteil nur 5 %. Doch das war früher. Seither hat sich einiges geändert, denn Indien befindet sich auf Erholungskurs, und es gibt in der Tat einiges aufzuholen. Die staatlichen Unternehmen werden privatisiert, und das Wachstum beschleunigt sich. Viele privatisierte Unternehmen legen eine Dynamik an den Tag, die Wettbewerber verblassen läßt. Zur Zeit besitzt Indien unter den relevanten Märkten in Asien mit jährlich ca. 5 bis 6 % das zweithöchste Realwirtschaftswachstum nach China und die niedrigste Aktienmarktbeurteilung in Bezug auf das BIP. Hier liegt das Land bei relativ niedrigen 20 %, im Vergleich zu China oder Korea mit fast 50 %. Sogar die Philippinen und Thailand kommen auf eine Quote von 30 %.

## Nach wie vor günstige Bewertung

Wir sehen daher gutes Potential für langfristige Anlagen in Indien. Denn gerade die Analyse einzelner Sektoren und Aktien zeigt, wie niedrig die Aktien bewertet sind und welche Möglichkeiten sich zum Stockpicking ergeben. Weshalb ist Indien nun so günstig bewertet? Die Antwort findet man in der Detailanalyse der

Volkswirtschaft, denn im Gegensatz zu China verhält sich Indien aufgrund seiner noch recht niedrigen Wertschöpfung und fehlenden Infrastrukturinvestitionen weiterhin sehr zyklisch. So bereitet vor allem das hohe Handelsbilanzdefizit von 12 Mrd. US-\$ – Tendenz steigend – einige Kopfschmerzen. Grund dafür sind die stark gestiegenen Importe mit einem Wachstum von 28 % und ein gedrücktes Exportwachstum von nur 11 % im ersten Halbjahr 2003. Ursächlich ist der hohe Investitionsbedarf der indischen Wirtschaft und die eher schwache Weltnachfrage nach Textilien und Kleidung. Allerdings sollte man nicht vergessen, daß Indien ein großer Importeur von Gold und Silber aus Gründen der Vermögenssicherung und Weiterverarbeitung zu Schmuck ist. Dieser eher unelastische Import beträgt 20 % der Gesamtimporte, und das bei zuletzt gefallenem Schmuckexporten. Da Gold aber einen bleibenden Wert darstellt, sind dementsprechende Defizite unserer Meinung nach nicht negativ zu werten.

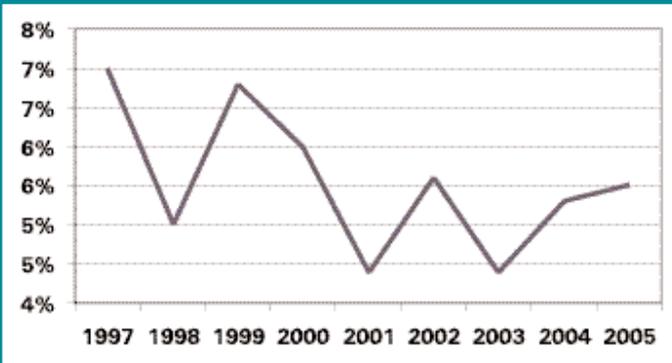
## Für den Staat bleibt noch viel zu tun

Ein Anstieg des Wechselkurses gegenüber dem Dollar hat das Importwachstum weiter begünstigt und den Export belastet. Außerdem bleibt der indische Staat trotz seiner Privatisierungstendenz ein notorischer Schuldner. Das jährliche Fiskaldefizit liegt bei fast 6 % des BIP, ohne daß eine Besserung bis dato in Sicht wäre. Neben den Bürokratieüberbleibseln aus den Zeiten vor 1991 sind hier vor allem das schwierige Parteiensystem (Nationalistische BJP-Partei) und der nicht enden wollende Konflikt mit Pakistan ausschlaggebend. Es ist deshalb schon erstaunlich, wie robust sich das Wirtschaftswachstum in Indien präsentiert. Aufgrund des niedrigen Basiseffekts und des positiven Wandels zu einer offenen Wirtschaft, die den Handel vor allem mit China begünstigen wird, sehen wir Indien vor einem signifikanten Aufschwung, der sich auch an den Börsen bemerkbar machen wird. Wir gehen deshalb langfristig davon aus, daß Indien einen riesigen Wachstumsschub verzeichnen kann, sofern nur ein wenig Bürokratie abgebaut würde. Der Exportsektor dürfte davon zu aller erst profitieren, da steigende Exporte dem ganzen Land zu Gute kommen und schließlich zu höheren Steuereinnahmen führen.

## Märkte und Chancen

Nach jahrzehntelanger „sozialistischer“ Autarkie beginnt sich das Land nun auch nach innen zu reformieren. Hintergrund sind die in den letzten Jahren erzielten Erfolge im Export von „Know-how“ in den Bereichen Pharma, Dienstleistungen und auf dem Feld der Informationstechnologien sowie in anderen forschungsintensiven Sektoren. Obwohl Indien nur eine beschränkte Verkehrsinfrastruktur vorweisen kann, haben sich einige Produktivitätsinseln herausgebildet, in denen in hochmodernen Bürokomplexen Informatiker, Forscher, Sachbearbeiter und Assistenten für internationale Unternehmen arbeiten. Das Einkommen

ABB. 2: REALES BIP-WACHSTUM IN INDIEN



dieser Arbeiter beträgt ein Vielfaches des Durchschnittslohnes. Ein traditioneller Teppichknüpfer kommt zum Beispiel auf ein Monatsgehalt von ca. 55 Euro, wogegen ein „einfacher“ Call Center-Mitarbeiter bereits 200 Euro im Monat verdienen kann. Das Durchschnittseinkommen liegt in Indien bei gerade einmal 450 US-\$ pro Jahr. Dieser Anstieg in der Kaufkraft wird eine breite Bevölkerungsschicht begünstigen und die Inlandsnachfrage beleben.

#### Technologie und Telekommunikation

Insgesamt planen britische und US-amerikanische Unternehmen, in den nächsten fünf Jahren mehr als 1 Mio. Arbeitsplätze in Indien aufzubauen, hauptsächlich im IT- und Sektors. So kann es durchaus sein, daß der Rentenbescheid eines US-Bürgers bereits heute in Indien bearbeitet wird. Die schlechte Wirtschaftslage in

den USA könnte also durchaus positiv von Indien genutzt werden. SAP und Oracle etwa planen, ihre Mitarbeiterzahl in Indien auf 2.000 bzw. 6.000 zu verdoppeln. Die Möglichkeiten des Internets erlauben es, indische Niederlassungen genauso in den operativen Prozeß mit einzubinden, als wären sie im eigenen Land. Auch die Zeitverschiebung kann positiv genutzt werden, um bis zu 24 Stunden an einem Projekt arbeiten zu können. Dieser durch den Wissensexport generierte Einkommenszuwachs wird zu einem Wachstum der Nachfrage führen und vor allem den technologischen Konsum anschieben. Es gab in Indien auf der Investitionsseite weder eine Blase im Telekommunikations- noch im Pharmasektor. Zwar ist spekulatives Kapital in die entsprechenden Aktien geflossen, was zu Überbewertungen sowie gleich anschließender Korrektur geführt hat, das Maß der Schuldenaufnahme und die Fehlinvestitionen der Unternehmen waren aber weitaus geringer als in den USA oder Europa.

#### Infosys: wieder auf Erfolgskurs

Von diesen wachsenden IT-Investitionen sollte der Software- und IT-Konzern Infosys profitieren, der Outsourcing-Möglichkeiten (Offshore-Infrastruktur) für Banken und Technologieunternehmen schafft. Infosys befindet sich nach ca. 75 % Kursverlust seit dem Hoch im Jahr 2000 wieder langsam auf Erholungskurs. Die Zahl der Verträge nimmt stetig zu, während die Preise zwischenzeitlich einen Boden gebildet haben. Infosys ist das größte indische Softwareunternehmen und verfügt über weltweite Präsenzen. Dadurch kann das Unternehmen seine Dienstleistungen auch direkt beim Kunden erbringen, wie dies auch bei Großkonzernen wie EDS (Electronic Data Systems) oder IBM der Fall ist.

Vorstand, Aufsichtsrat und Mitarbeiter der GoingPublic Media AG trauern um

## Carsten Maser

(24.05.1974 – 25.07.2003)

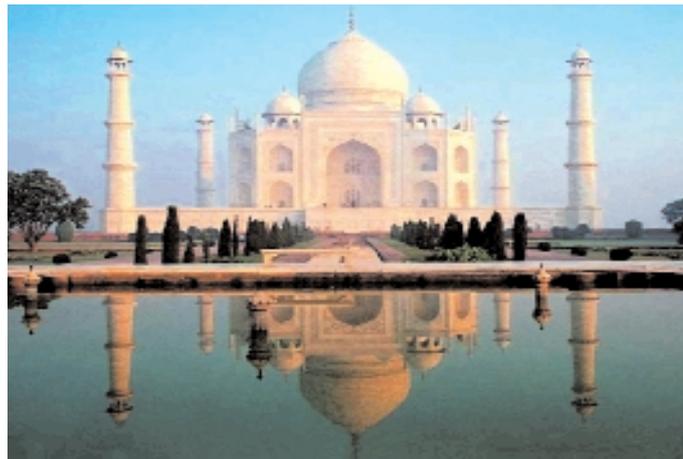
Wir alle sind bestürzt über den Tod unseres langjährigen  
Autors, Geschäftspartners, Aktionärs und Freundes,  
der im Alter von nur 29 Jahren plötzlich und unvermittelt aus dem Leben gerissen wurde.

Carsten Maser war einer der ersten Autoren des GoingPublic Magazins und Aktionär der GoingPublic Media AG. Er stand uns immer mit Rat und Tat zur Seite. Vielen unserer Mitarbeiter war er freundschaftlich verbunden. Wir werden sein Andenken stets in Ehren halten.

Wolfratshausen, im August 2003

**Ranbaxy Labs: explosives Wachstum mit Generika**

Gegründet wurde Ranbaxy Labs 1961 als eine reine Vertriebsfirma. 1969 gelang der Durchbruch mit Calmpose, einer generischen Version des von Roche entwickelten Valium-Beruhigungsmittels. Mit der Entwicklung mehrerer Nachahmerprodukte gelang es Ranbaxy, sich international zu positionieren. Hauptabsatzmarkt sind die USA. Hier wuchs das Unternehmen seit 1999 mit einer Jahresrate von unglaublichen 92 %. Grund für das in jüngster Zeit explosive Wachstum ist ein eigens entwickeltes Herstellungsverfahren, das nicht mit fremden Patenten kollidiert. Heute ist Ranbaxy mit 8.000 Mitarbeitern Indiens größtes Pharmaunternehmen und befindet sich am Weltmarktanteil gerechnet schon an Position 9 unter den Generika-Herstellern. Die regionalen Hauptumsatzträger sind die USA, Indien, Großbritannien, Deutschland, China und Brasilien. Dabei versucht das Unternehmen den Kostenvorteil Indiens auszunutzen und plant zukünftig verstärkt den Ausbau von Forschung und Entwicklung.



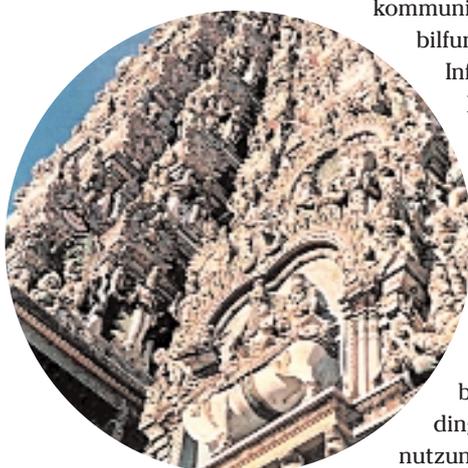
**Bajaj Auto: Exportbeschleunigung erwartet**

Ein weiterer konservativer und in Deutschland handelbarer Titel ist Bajaj Auto. Obwohl der Firmennamen das Wort „Auto“ enthält, ist Bajaj eher für die Produktion von Zwei- und Dreirädern bekannt, also von Mopeds, Motorrädern und motorisierten Rikschas. Neben der eigenen Produktion vertreibt Bajaj die Fahrzeuge internationaler Hersteller wie z.B. Kawasaki. Der Inlandsabsatz soll in diesem Jahr aufgrund von Neueinführungen um etwa 30 % steigen. Der Export konnte in diesem Jahr dank der starken Nachfrage in Entwicklungsländern wie Ägypten, Indonesien und Iran sogar um 80 % gesteigert werden. Bajaj liegt damit deutlich vor seinen Wettbewerbern TVS-Motor und Hero-Honda.



**Reliance Industries: Asiens Nummer 2 in der Petrochemie**

Wer sich langfristig in Indien engagieren möchte und eine kleine Diversifikation sucht, ist mit Reliance Industries am besten aufgehoben. Das der Marktkapitalisierung nach größte Unternehmen Indiens ist in den Bereichen Petrochemie, Erdgas, Telekommunikation und Textilien aktiv. Das größte Ertragspotential liegt in der Petrochemie, wenn bei einem Wirtschaftsaufschwung die Industrienachfrage wächst. In der Erdgasförderung ist Reliance mit über 500 Mrd. Kubikfuß hinter Petrochina die Nummer zwei in ganz Asien. Öl- und Gasgeschäft tragen zu rund 70 % zur Bewertung von Reliance bei. Darüber hinaus gibt es noch einige sehr



wachstumsstarke Felder wie die Telekommunikation und den Mobilfunk, in dem Reliance-Infocom mit 2,7 Mio. Kunden und einem Marktanteil von 17 % der drittgrößte Anbieter ist. Außerdem investierte Reliance 5 Mrd. US-\$ in die Verlegung eines 60.000 km langen Faserkabels, das allerdings noch nicht in Benutzung ist.

**Chancen auch im Telekommunikationsmarkt**

Nachdem der indische Telekommunikationsmarkt sehr lange durch staatliche Regulierungsmaßnahmen am Boden gehalten wurde, löst man diese Wachstumshemmnisse langsam auf, da der Staat aufgrund seiner desolaten Haushaltslage und des nur schleichenden Wachstums nicht mehr in der Lage ist, die Investitionen für die Erhaltung und den Ausbau der Infrastruktur bereitzustellen. Wir erwarten in den nächsten Jahren ein explosives Wachstum des indischen Telekommunikationsmarktes. Von diesem werden vor allem Mobilfunkanbieter profitieren, denn die Festnetzkommunikation wird nicht zuletzt aufgrund der stark zunehmenden Zahl an Call Centern eine gesteigerte Nachfrage verspüren. Mehreren Studien zufolge wird der Anteil in der Bevölkerung, die über einen Festnetzanschluß verfügen, mit einer jährlichen Wachstumsrate von 20 % von derzeit 5 % auf langfris-

tig über 10 % ansteigen. Bei Videsh Sanchar Nigam hat man als Investor aus Deutschland die Möglichkeit, sich direkt an diesem Wachstum zu beteiligen. Indien hat per Ende Juni 15 Mio. Mobilfunknutzer vorzuweisen, was gegenüber dem Vorjahr einer Verdoppelung entspricht. Indien ist damit weltweit der am stärksten wachsende Mobilfunkmarkt mit einem ähnlichen Potential wie China. Jeden Monat werden 1 Mio. Neukunden hinzugewonnen. Bis Ende des Jahrzehnts könnte sich damit die Zahl der Mobilfunknutzer auf ca. 120 Mio. verachtfachen. Zum Vergleich: China verfügt bereits heute über 300 Mio. Nutzer.

## Indien-Fonds

Für den Anleger, der das Risiko einer Einzelwertinvestition umgehen möchte, empfiehlt sich eine Anlage in einem Indien-Fonds. Fondsexperte Tobias Kunkel von der Münchner Ergin Finanzberatung sieht im ACM India Liberisation Fonds (WKN 973 247) und dem JPMF India Equity Fonds (WKN 974 541) gute Chancen. Ferner ist für deutsche Anleger der HSBC GIF Indian Equity Fund (WKN 974 873) interessant. Alle Fonds legen ausschließlich in Indien und dabei hauptsächlich in den Indexschwergewichten an.

## Fazit

Indien kann sich nur langsam der Fesseln befreien, die das Land bis Anfang der 90er Jahre fest im Griff hatten. Einiges wurde bereits getan, doch vieles wird vermutlich erst in den kommenden

INDIEN-TITEL					
	WKN	KURS	MCAP (Mio.)	EPS 03	KGV 03E
		25.08.	Mio. EURO	EURO	
RELIANCE INDUSTRIES	884 241	15,20	10,6	1,24	12
BAJAJ AUTO	893 361	13,50	1,4	1,65	8
INFOSYS	919 668	49,30	6,5	2,00	24
VIDESH SANCHAR NIGAM	591 070	4,79	0,7	0,50	9
MAHANAGAR TELEPHONE	806 389	5,24	1,6	0,59	8
RANBAXY LABS	912 364	18	3,4	0,90	19

Jahren von der Regierung auf den Weg gebracht werden. Darin liegt auch die Chance, denn im Gegensatz zu den meisten anderen asiatischen Märkten ist die indische Börse noch nicht sehr weit gelaufen. Anleger können somit noch in einem relativ frühen Stadium eines Emerging Markets investieren. Aufgrund der niedrigen Bewertung eignen sich vor allem der Telekommunikationswert Videsh Sanchar sowie Reliance Industries und Bajaj Auto für einen Kauf. Aktien wie Ranbaxy oder Infosys haben zwar ebenfalls gute Chancen auf weitere Kursanstiege, sind mit einem KGV von über 20 aber bereits etwas hoch bewertet und stellen deshalb allenfalls eine Möglichkeit zur Depotbeimischung dar. Um eine gute Diversifikation zu erzielen, bietet sich ein Investment in einen der drei genannten Indien-Fonds an. Aufgrund des starken Anstiegs in den letzten Wochen empfehlen wir für Neuengagements eine Korrektur abzuwarten

Andreas Lambrou

# Powered by Potemkin

*Vor etwa sechs Monaten noch, also in der Verkaufswelle vor dem Irak-Besatzungsfeldzug, galten Aktien als historisch günstig bewertet, wobei freilich jeder einen anderen Maßstab für derlei Aussagen anlegte. Inzwischen hat sich jedoch einiges verändert – wir sind zurück in der Blasenbildung.*

Erstens stimmt bereits obige Kernaussage der Unterbewertung nicht wirklich, denn die Unternehmensgewinne befanden sich mitten im freien Fall, so daß sich die Börsen einer realistischen Einschätzung beharrlich entzogen. Zweitens galt dies sicher nicht für alle Börsenplätze, speziell nicht für den US-Markt, der unter den westlichen Schauplätzen trotz größter Überbewertungen überraschend den geringsten Kollateralschaden zu beklagen hatte. Und drittens stehen nicht nur diese westlichen Börsenindices per heute ein gehöriges Stück höher. Wie kaum anders zu erwarten, pendeln die Märkte von einem Extrem mehr oder weniger direkt ins nächste – wie es schon immer war und offenbar auch immer bleiben wird. Im Folgenden wollen wir deshalb ein paar der üblichen Verdächtigen beim Namen nennen und ihre derzeitige Bewertung mit derjenigen von Mitte 1999 bis Mitte 2000 vergleichen, also dem Hochpunkt der Jubel-Hausse, direkt bevor ihr die Puste ausging. Die Auswahl ist nicht repräsentativ, erfolgte aber unter dem Gesichtspunkt, einige der skurrilsten Blüten aufzuzeigen, die sich über die diesjährige Sommerzeit bereits wieder herangebildet haben. Als Bewertungsmaßstab müssen wir auf das Kurs/Umsatz-Verhältnis zurückgreifen, da vor allem die Gewinnausweise US-amerikanischer Konzerne mehr als konfus sind – inzwischen klappt zwischen Pro forma- und GAAP-Gewinnen eine gewaltige Lücke von nicht weniger als 60 %. Umsätze dagegen sind relativ wenig manipulierbar und auch im Nachhinein noch gut recherchierbar.

## Ciscos doppelte Wirklichkeit

Als Beispiel mit offizieller Segnung kosmetisch aufgepeppelter Bilanzen kann Cisco Systems an vorderster Stelle genannt werden, einst der Inbegriff eines Wachstumsunternehmens schlechthin. Das war allerdings schon vorgestern. Der weltweit führende Ausrüster für Internet-Infrastruktur verbuchte für sich im letzten Quartal einen Anstieg seines US-GAAP-Bruttogewinns um 25 %. Bei genauerem Hinsehen wurden jedoch einfach Aufwendungen für For-

schung & Entwicklung sowie die standardmäßige Vorsorge für Forderungsausfälle zurückgefahren, beides beliebte Stellschrauben bei Unternehmen, die ihren Gewinnausweis erhöhen wollen. So wie Cisco, da ohne diese Maßnahmen das EBIT gegenüber dem Vorjahreszeitraum sogar

rund 10 % gefallen wäre. Vom Erreichen eines Bodens in der Geschäftslage scheinen die Kalifornier also noch etwas entfernt, auch wenn Cisco-Chef John Chambers seit drei Jahren beharrlich das Gegenteil proklamiert. Die Bewertung mit dem 7fachen Jahresumsatz paßt kaum zu einem Unternehmen, dessen Umsätze permanent erodieren und dessen Gewinne einzig durch lokale Kostensenkungen (zuzüglich der genannten Spielchen) zustande kommen.



## Wachstumsschmerzen in der Biotechnologie

Die Biotechnologie hat im Frühjahr 2003 zu ihrer spätestens Anfang 2001 verlorenen Eigendynamik zurückgefunden, mit Ansprüchen an eine Bewertung jenseits der herkömmlichen Maßstäbe. Aufs Neue konnten Investoren davon überzeugt werden, daß schon bald bahnbrechende Medikamente auf den Markt kommen werden, die die drückendsten menschlichen Krankheiten lindern, heilen oder gar gegen sie vorbeugen könnten. Dies zumindest war bereits bis Ende 2000 die vorherrschende Meinung hinsichtlich der Aussichten im Biotech- und Pharmasektor. Etwa zwei Jahre lang schätzten Anleger die massiv gehypte Biotechnologie-Szene dann etwas realistischer ein, bis im Frühjahr dieses Jahres einige ermutigende Meldungen die Zeit zurück- und die Kurse wieder hochdrehten. So zeigte Genentechs Avastin in Verbindung mit einer Chemotherapie eine höhere Überlebensrate von Darmkrebspatienten. Weitere positive Meldungen folgten, was die Marktkapitalisierung von Genentech mal eben auf 40 Mrd. US-\$ verdoppelte. Selbst die anerkannt innovativste Forschungspipeline der gesamten Branche rechtfertigt jedoch schwerlich diese Ad hoc-Differenz von 20 Mrd. US-\$. Genentech hat mit dem mehr als 13fachen Umsatz fast wieder die alte Größenordnung der eigentlichen Aktienblase 1999/2000 erreicht.

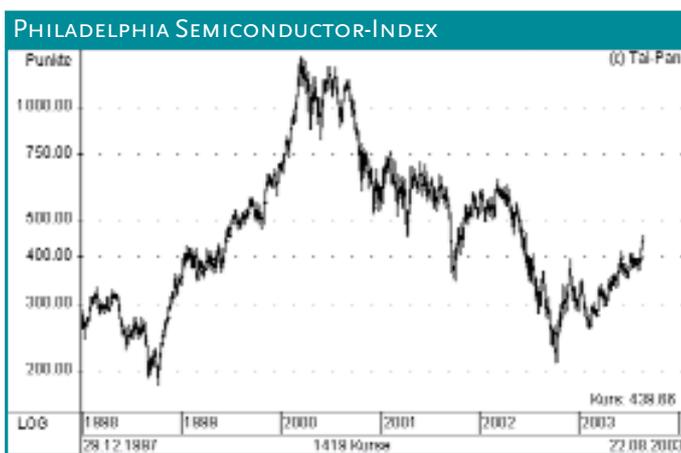
TABELLE: VERGLEICH DER KUVs

NAME	KUV03	KUV99/00	03 IN % VON 99/00
CISCO	6,9	16,6	42 %
INTEL	6,3	9,6	66 %
PMC SIERRA	9,0	19,4	46 %
XILINX	8,4	10,3	82 %
NOKIA	2,2	4,8	46 %
AMGEN	12,5	10,7	117 %
BIOGEN	4,6	2,9	159 %
GENENTECH	13,4	14,9	90 %

Jeweils auf Basis der Kurse vom 20.8.2003

**Amgen: für alles Gold dieser Welt**

Nicht anders stellt sich die Sachlage beim weltweit größten Biotechnologie-Unternehmen, Amgen, dar. Die letzten Quartalszahlen waren zweifellos überaus beachtlich, mit zweistellig prozentualen Wachstumsraten bei Umsatz und Gewinn sowie überdurchschnittlichen Zuwächsen bei seinen Blockbuster-Medikamenten. Die Marktkapitalisierung von 88 Mrd. US-\$ – so hoch wie zum Beispiel die gesamte Marktkapitalisierung aller Edelmetalleminen! – sollte allerdings ein paar kritische Fragen aufwerfen. Sowohl Amgen als auch zum Beispiel Biogen haben ihre Kurs/Umsatz-Multiples der Boomphase bereits deutlich überschritten. Rein theoretisch könnte Amgen natürlich noch weiterlaufen und ein Umsatzmultiple von 15 oder auch 20 erreichen, da die Biotechnologie derzeit aufs Neue über der herkömmlichen Börsenwelt zu thronen scheint.



**Semiconductors: halbe Gewinne, doppelte Kurse**

Mit neuen 52-Wochenhochs glänzte nicht nur der US-Biotechnologie-, sondern auch der Philadelphia Semiconductor-Index, in dem 18 führende Anbieter aus der US-Halbleiterbranche angesiedelt sind. Er markiert regelmäßig als erstes neue Hochs, wann immer sich die Nasdaq in der Baisse der letzten drei Jahre zu neuer Lebenskraft aufschwung – und verlor umgehend am stärksten, nachdem sich dies immer wieder als Illusion herausstellte. An erster Stelle der Hoffnungen rangiert dabei unangefochten der weltweite Quasi-Monopolist bei PC-Prozessoren, Intel. Trotz nach wie vor bestenfalls stagnierender Umsätze wird Intel bereits wieder mit dem 6,3fachen Jahresumsatz honoriert, was zwei Dritteln der Bewertung auf dem Hochpunkt der 99er Aktienblase entspricht. In Zeiten wirtschaftlicher Talsohlen im Schweinezyklus der Chipbranche fanden Bodenbildungen in der Vergangenheit regelmäßig bei KUVs von unter 2 statt, auf Niveaus also, die Intel zuletzt noch nicht annähernd erreicht hatte. Günstiger sind derzeit lediglich asiatische Chip-Konzerne wie Toshiba, Hitachi oder Samsung. Toshiba und Hitachi allerdings dokumentierten mit ihren verheerenden Quartalszahlen zuletzt erst wieder den realen Zustand der Halbleiterindustrie.

**Anlagenotstand im Mobilfunkbereich**

An der Beliebtheit der Nokia-Aktien hat auch die neuste Gewinn- bzw. Umsatzwarnung der Skandinavier nichts ändern können. Die Handysparte wuchs zuletzt noch um 2 %, die Netzwerksparte schrumpft seit mehreren Quartalen und sorgt für schmerzliche Verluste. Durchschnittspreise und Gewinnmargen sinken weiter-



hin, wofür allein schon die asiatische Konkurrenz sorgt, die mit Samsung und LG Electronics gleich zwei erfolgreiche südkoreanische Low Cost-Hersteller bereitstellt. Wieviel Noname-Handys unerkannt aus China auf den Markt strömen, läßt sich ohnehin nicht beziffern, doch der deflationäre Wettbewerb wird für Nokia und Konsorten immer härter. Das Unternehmen hat seine besten Zeiten mit Marktanteilen von knapp 40 % hinter sich, seitdem läuft der geordnete Abstieg vom Olymp. Daß der Kurs sich auch nach immer neuen Enttäuschungen wieder erholt oder zumindest noch nicht neue Mehrjahrestiefs erreicht hat, hängt mit dem ungebrochenen Vertrauen in Nokia zusammen. Da Motorola noch größere Probleme hat und Ericsson eher wie eine Option auf den Mobilfunksektor notiert (die Schweden haben nicht einmal im Handy-Boom Ende der 90er Jahre Gewinne machen können), ergibt sich zugleich so etwas wie ein Anlagenotstand im Mobilfunkbereich. Vor allem Samsung wäre da die gesündere Alternative, zumal die Koreaner im Unterschied zur westlichen Immanenz noch wachsen.

**Fazit**

Nach den fast ununterbrochenen Kursanstiegen der letzten sechs Monate haben sich speziell die Bewertungen zahlreicher US-amerikanischer High Tech-Unternehmen ihren Höchstständen der Periode 1999 bis 2000 angenähert, im Biotechnologie-Bereich sogar schon überschritten. Der Chart des Nasdaq Biotechnology-Index hat bereits deutliche Anzeichen einer oberen Trendumkehr gezeigt, so daß hier die Alarmglocken schrillen. Derweil markiert der Semiconductor-Index noch neue Highs. Bezeichnend ist, daß mindestens die Hälfte der in ihm enthaltenen Unternehmen im laufenden Jahr nicht einmal schwarze Zahlen schreibt, bei der anderen Hälfte gelten die genannten Einschränkungen hinsichtlich der Pro forma-Thematik. Das Problem der US-Aktien bleibt also bestehen: Eine Bereinigung, wie man sie aus früheren Abschwüngen kannte, hat noch gar nicht wirklich stattgefunden. Die aktuellen Bewertungen, in die in erster Linie die High Tech-Branche, aber auch die „Old Economy“ bereits wieder hineingelaufen ist, weist auf die beste aller Welten hin. Wunsch und Wirklichkeit scheinen sich da einmal mehr gefährlich weit voneinander entkoppelt zu haben. Das muß keineswegs heißen, daß schon in Kürze das Kartenhaus ist sich zusammenbricht. Aber daß sich Vorstände und Aufsichtsräte gerade mal wieder aus dem Staube machen – wie an den extrem hohen Insiderverkäufen abzulesen – sollte aufhorchen lassen.

Falko Bozicevic

# „Reich werden können Sie in Zukunft nur mit Rohstoffen und nicht mit Aktien“

*TradingMarkets.com im Gespräch mit Jim Rogers, der zusammen mit George Soros den legendären Quantum Fund gegründet hat, über seine Investmentstrategie, den Crash am Anleihenmarkt, die Aussichten Chinas und die Zukunft der Rohstoffe.*

**TradingMarkets:** Jim, wie treffen Sie Ihre Anlageentscheidungen?

**Rogers:** Meine Güte, das ist sehr kompliziert. Aber im wesentlichen ist es so, daß, wann immer ich über etwas Interessantes stolpere, sei es die Industrie eines Landes, ein einzelnes Unternehmen, eine Währung oder ein Rohstoff, egal aus welchem Grund, dann beginne ich mit meinem Research, um herauszufinden, ob es sich dabei um eine lukrative Anlagemöglichkeit handelt oder nicht. Die Hauptsache ist, ich kann mich dafür begeistern. Ist es billig, dann schaue ich es mir genauer an, und ist es teuer, dann schaue ich es mir natürlich auch genauer an, weil man ja auch auf der Short-Seite Geld verdienen kann.

**TradingMarkets:** Woher wissen Sie, wann es an der Zeit ist, aus einem Investment auszusteigen? Oder anders gefragt, wann nehmen Sie Gewinne mit und begrenzen Verluste?

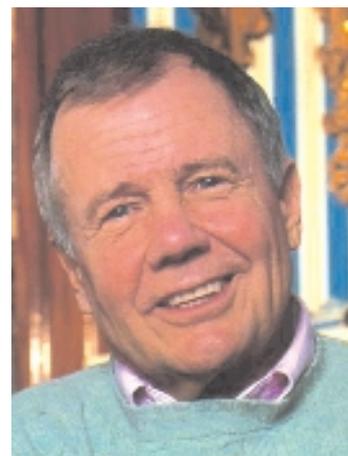
**Rogers:** In beiden Fällen versuche ich, solange investiert zu bleiben, bis sich etwas an den fundamentalen Daten ändert – da reicht mir schon eine kleine, unwichtige Änderung. Wenn ich etwas seit Jahren besitze und plötzlich sehe, daß sich das Management einer Firma oder gleich die ganze Branche verschlechtert hat, dann werde ich wahrscheinlich verkaufen. Oder wenn die Regierung eines Landes nicht mehr prokapitalistisch eingestellt ist, dann verkaufe ich auch. Sollte ich mich allerdings einmal irren – und ich mache genauso Fehler wie jeder andere auch –, schließe ich meine Position sofort. Doch dann meist zum falschen Zeitpunkt.

**TradingMarkets:** Es ist bekannt, daß Panik Ihr Interesse weckt. Was halten Sie vom gegenwärtigen Sell-off bei den US-Staatsanleihen?

**Rogers:** Ich werde gleich auf diesen Punkt zu sprechen kommen. Im vergangenen Sommer gab es recht viele Panikverkäufe an den europäischen und amerikanischen Aktienmärkten. Nach vielen Jahren deckte ich zum ersten Mal meine gesamten Shortpositionen ein. Neben der Panik war ein weiterer Grund, daß Greenspan sehr schnell sehr viel Geld druckte. Zugleich gab Bush sehr viel Geld aus. Das machte auf mich den Eindruck, als ob die Börsen steigen müßten. Deshalb besaß ich damals keine Shortpositionen. Erst im Juni dieses Jahres begann ich nach über einem Jahr wieder damit, welche aufzubauen. Ich habe im Juni den Bondmarkt leer verkauft, weil dort eine Hysterie ausbrach. Absolut jeder kaufte langlaufende Staatsanleihen. Mitte Juli habe ich meine Shortpositionen eingedeckt – natürlich wieder einmal viel zu früh.

**TradingMarkets:** Glauben Sie, daß der 22jährige Aufwärtstrend im Bondmarkt nun zu Ende ist?

**Rogers:** Aus meiner Sicht ja. Der Bullenmarkt im Bondmarkt, der 1981 begonnen hat, ist vorbei. Natürlich wird es Rallyes geben. Ich habe meine Shortpositionen eingedeckt, da ich ja genau eine solche Rallye erwarte. Vielleicht handelt es sich hierbei um eine längere Rallye, wer weiß. Doch ich werde in diese Rallye hinein wieder verkaufen, da ich denke, der Bullenmarkt ist vorüber. Beispielsweise bin ich auch short in Fannie Mae. Der Börsenkurs wird von jetzt 60 auf unter 5 US-\$ fallen. Es werden gewaltige Umschichtungen stattfinden, da in den letzten fünf bis zehn Jahren so viele Baudarlehen aufgenommen wurden und so der Bullenmarkt aufgebläht wurde. Wenn Sie so wollen, war es ein Bullenmarkt auf dem Papier.



Jim Rogers

**TradingMarkets:** Einige Leute sprechen davon, daß die heutige Situation der in den 70er Jahren sehr ähnlich ist. Damals bevorzugte man physische Werte im Gegensatz zu Papierwerten. Was halten Sie davon?

**Rogers:** In all meinen Publikationen der letzten fünf Jahre, darunter auch in meinem neuesten Buch „Adventure Capitalist“, habe ich immer wieder beschrieben, wie damals der Bullenmarkt in Rohstoffen und der Bärenmarkt bei den Aktien begonnen hat. Wir haben am 1. August 1998 einen Rohstoff-Index-Fonds aufgelegt, weil wir glaubten, ein Bullenmarkt in Rohstoffen und ein Bärenmarkt in Aktien würde beginnen. Der Index-Fonds ist seit diesem Zeitpunkt ungefähr 95 % im Plus, und ich glaube, Sie wissen, was seither mit den Aktien passiert ist.

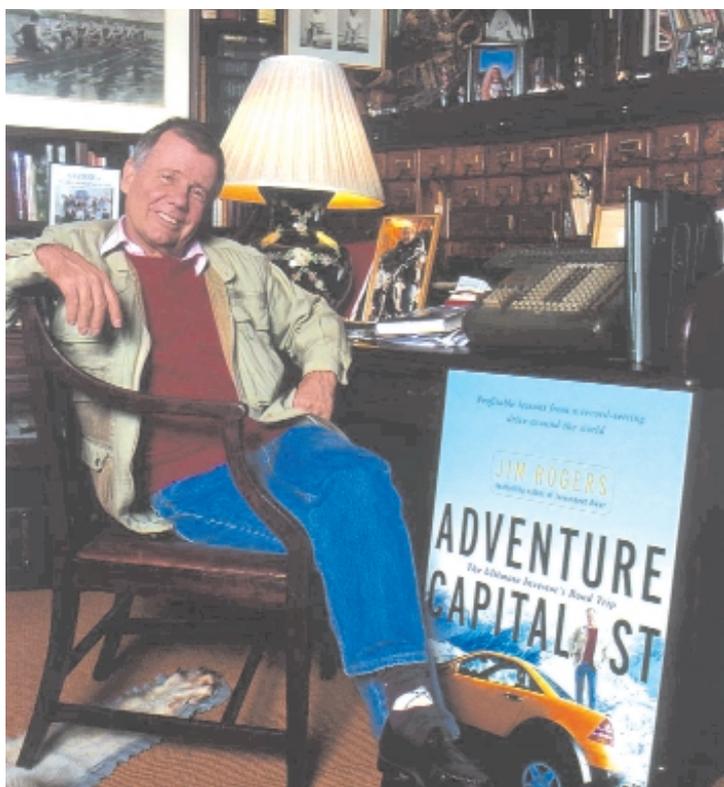
**TradingMarkets:** Ja, das tun wir!

**Rogers:** Genau deshalb handelt es sich momentan auch um eine ähnliche Situation, wie wir sie in den 70er Jahren bei Rohstoffen und Aktien hatten. Doch das gab es schon immer. Das ist keine neue Sache. Am Anfang des 20. Jahrhunderts hatten die Rohstoffe 20 Jahre lang einen gigantischen Bullenmarkt. Am Aktienmarkt bewegte sich nichts, und das, obwohl Amerika vom Schuldner zum Gläubiger aufstieg und die erfolgreichste Nation der Welt wurde. Auch in der jetzigen Phase sollte man sich lieber vom Aktienmarkt fernhalten. Er wird seitwärts in einem Zick-

zack-Muster verlaufen, wobei es dabei wahrscheinlich mehr nach unten als nach oben gehen wird. Bei den Rohstoffen hat der Bullenmarkt schon begonnen. Meiner Meinung nach wird das die nächsten fünf bis zehn Jahre so weitergehen. Reich werden können Sie in Zukunft nur mit Rohstoffen und nicht mit Aktien.

**TradingMarkets:** Jim, kommen wir noch einmal auf die Trendwende im Anleihenmarkt zu sprechen. Sie sagten, Sie sehen Fannie Mae auf 5 US-\$ fallen. Für welche anderen Sektoren sind Sie ebenso pessimistisch?

**Rogers:** Ich bin für die ganze Finanzbranche pessimistisch. Dort haben sich in den letzten Jahren so große Überkapazitäten gebildet, daß man diese Branche einfach shorten muß. In den 80er Jahren liefen Ölwerte gut, sie machten damals 30 % des S&P 500 aus, und nach einem starken Kursanstieg waren sie ein guter Shortkandidat. Vor ungefähr fünf Jahren passierte das gleiche mit Technologieaktien. Nun sind es Werte aus der Finanzbranche, die derzeit 30 % des S&P 500 ausmachen und enorme Überkapazitäten haben. Denken Sie einmal daran, wie viele Derivate es zur Zeit gibt. Weiterhin wollen viele Studienabgänger an die Wall Street, weil dort immer noch der Traum vom schnellen Reichtum gelebt wird. Das hat nichts mit einer Marktberreinigung zu tun. In Japan haben die Fonds während des dortigen Bärenmarktes 95 % ihres Anlagevermögens verloren. Das ist eine Marktberreinigung! Erst wenn jeder Schmerzen erlitten hat und alle Überkapazitäten abgebaut wurden, kann es zu einem neuen Bullenmarkt kommen.



**TradingMarkets:** Ich weiß, daß die Aufgabe des Dollarstandards für Sie immer ein großes Thema war. Welche Auswirkungen werden die hohen US-Schulden haben?

**Rogers:** Der US-Dollar ist eine mit sehr vielen Fehlern behaftete Währung. Wir haben Auslandsschulden in Höhe von über 7 Bio. US-\$. Ich sage das nicht gerne, aber als Investor muß man sich mit der Realität befassen. Wir sind die größte Schuldnation, die die Welt je gesehen hat. Unsere Auslandsschulden sind größer als die Auslandsschulden aller anderen Staaten zusammen. Der Dollar hat zu fallen begonnen, aber er hat noch einen langen Weg nach unten vor sich. Und das einzige, was der US-Zentralbank dazu einfällt ist, dem Dollar verbal den Boden zu entziehen. Die haben ausdrücklich gesagt, daß sie nichts gegen einen schwachen Dollar haben. Was braucht man noch mehr zu wissen, um den Dollar zu shorten?

**TradingMarkets:** Was halten Sie dann vom Gold?

**Rogers:** Ich besitze zwar Gold, doch es gehört zu den Rohstoffen, die ich am wenigsten favorisiere. Es gibt andere Rohstoffe, die

sich weitaus besser entwickeln werden, denn bei ihnen ist Angebot und Nachfrage total aus dem Gleichgewicht. Fast alle weltweiten Rohstoffvorräte sind aufgebraucht – außer die des Goldes. Goldexplorationen haben sich in den letzten 20 Jahren weiter ausgeweitet. Auch die Goldproduktion hat sich weiter erhöht. Trotz eines fallenden Goldkurses in den letzten 25 Jahren sind die Goldvorräte auf ihrem bisherigen Höchststand. Doch all das abgebaute Gold ist noch im Umlauf, und zum Großteil besitzen es die Zentralbanken. Und es ist kein Geheimnis, daß sie es verkaufen wollen. Ich sage nicht, daß das sofort passieren wird. Ich möchte auch nicht werten, ob das richtig oder falsch ist. Ich versuche mich nur an die Fakten zu halten. Natürlich ist Gold in meinem Rohstoff-Index enthalten, und ich besitze auch einige Goldminenaktien, dennoch bin ich für andere Rohstoffe zuversichtlicher.

**TradingMarkets:** In den letzten Jahren ist China zu einem der größten Rohstoff-Käufer geworden. Welche zukünftige Rolle wird China Ihrer Meinung nach in der Weltwirtschaft spielen?

**Rogers:** Das 19. Jahrhundert war das Jahrhundert Großbritanniens, das 20. Jahrhundert gehörte den USA und das 21. Jahrhundert wird China gehören. Um in China Erfolg zu haben, ist es am einfachsten, in Sachen zu investieren, die die Chinesen brauchen und kaufen werden. Ich verspreche Ihnen, sie werden weder unsere Autos noch unsere Fernseher kaufen. Sie werden Rohstoffe kaufen, da sie diese dringend benötigen. China ist jetzt schon einer der größten Importeure weltweit, und die dortige Wirtschaft wird weiter

und weiter wachsen. Sie werden alles an Kupfer kaufen, was man sich nur vorstellen kann. Ebenso alles an Stahl, weil sie es nicht selbst besitzen. Mit dem Import von Öl und Kohle haben sie bereits begonnen. Jeder, der glaubt, er könne in China ein Riesengeschäft machen, wird einen langen, steinigen Weg vor sich haben. Aber jeder, der Materialien nach China exportieren kann, wird ein Vermögen verdienen.

**TradingMarkets:** Jim, vielen Dank für das Gespräch.

*Das Original-Interview wurde Anfang August von Edward Allen und Brice Wightman geführt. Der obige Auszug daraus wurde mit freundlicher Genehmigung durch TradingMarkets.com, Inc. nachgedruckt. Das ganze Interview finden Sie unter [www.TradingMarkets.com](http://www.TradingMarkets.com).*

## Titelstory

# Manipulation an den Märkten

*An den Börsen findet ein weit weniger freier Handel statt, als den meisten Investoren bewußt ist. Die Erkenntnisse über den Grad der Eingriffe variieren dabei von Markt zu Markt sehr stark.*

*Es gibt Schlagworte, bei deren Nennung sich die Zuhörerschaft sofort in zwei Lager teilt, in die Befürworter und die Gegner. Wie bei „extraterrestrischem Leben“ oder „politischen Verschwörungen“ scheiden sich auch beim Thema „Manipulation an den Börsen“ die Geister sehr schnell. Die Einen halten es für absurd, irgendwelchen ominösen Mächtigen die Verantwortung für Kursauschläge in die Schuhe zu schieben, die Anderen sehen die Märkte nur zu gerne als Spielball geheimer Kreise. Ob nun die Einen oder die Anderen Recht haben, oder ob die Wahrheit – wie so oft – wieder einmal in der Mitte liegt, soll im Folgenden geklärt werden.*

## Definition von Manipulation

„Geschicktes Umgehen mit Dingen oder Personen“, so lautet im weiteren Sinne die Definition des Wortes Manipulation. Insofern ist im Zusammenhang mit Manipulation an den Märkten das Bild der Marionette sicherlich zutreffend. Während eine Marionette ihres freien Willens beraubt wird, so könnte man im Falle von manipulierten Börsen davon sprechen, daß dort das freie Spiel der natürlichen Marktkräfte gehemmt wird. Experten wie unser Interviewpartner Nelson Hultberg (sh. S. 20) verstehen unter Manipulation den gezielten und oftmals geheim gehaltenen Eingriff seitens finanziell potenter Organisationen in das Marktgeschehen – sei es durch eine direkte Beteiligung am Handel oder durch eine regulatorische oder sonstige Änderung des Marktumfeldes. Dabei wird weniger eine kurzfristige Gewinnerzielungsabsicht unterstellt, sondern vielmehr die Erlangung oder aber Absicherung eines strategischen Vorteils.



## Manipulation der Manipulierenden

Manipulationen an den Märkten gab es seit jeher. Man denke nur an die Silber-Spekulation der drei Gebrüder Hunt Ende der 70er Jahre. Die Intention dieser texanischen Öl-Barone war es damals, einen sogenannten „Corner“ aufzubauen, d.h. via Käufen von Silber-Terminkontrakten mehr Lieferansprüche für die Zukunft zu erlangen, als überhaupt physisches Silber zur Lieferung zur Verfügung stand. Folglich mußte der Preis für Silber nach oben schnellen, da die Nachfrage höher war als das Angebot. Daß die Hunts heute nicht zu den reichsten Erdenbürgern zählen, hat jedoch einen schlichten Grund. Die New Yorker Warenterminbörse Comex und die Aufsichtsbehörde CFTC erhöhten als Reaktion auf den drohenden Corner massiv die Einschüsse (Margins) auf Silberkontrakte, womit die drei Manipulateure einer behördli-

chen Manipulation zum Opfer fielen. Mangels genügend Kapital mußten sie nämlich Futures verkaufen, infolgedessen brach der Silberpreis zusammen, und somit schmolzen die enormen Buchgewinne der Texaner wieder zusammen.

## Eine berechnete Frage

Natürlich stellt sich die Frage, wo der Trennstrich zwischen Manipulation und freiem Handel verläuft, schließlich wird in einer Marginalbetrachtung ein Marktpreis durch jedes einzelne Geschäft beeinflusst. Im Prinzip geht die Antwort auf diese Frage aus der oben dargelegten Definition hervor. Es handelt sich bei einem normalen Börsengeschäft natürlich um keine Manipulation, da hier eine Gewinnerzielungsabsicht unterstellt werden kann und obendrein die Geschäftspartner in der Regel nicht über unermeßliche finanzielle Reserven verfügen, die es erlauben würden, lange Zeit und mit Nachdruck gegen die „natürliche“ Richtung des Marktes zu handeln. Die Silberspekulation der Gebrüder Hunt jedoch erfüllt obige Definition, zumindest bis zum regulatorischen Eingriff durch die Comex.

## Gang und gäbe

Auch wenn es den meisten Investoren nicht bewußt sein mag, die Marktmanipulation seitens nahezu aller Notenbanken ist ein Faktum, an dem nicht zu rütteln ist. Man denke hierbei nur an deren laufende Eingriffe in den Währungs- oder Devisenhandel. In Anbetracht ihrer schier unendlichen finanziellen Potenz genügt dabei oft nur ein in den Medien veröffentlichter Ausspruch eines Notenbankers (= Änderung des psychologischen Marktumfeldes), um die Kurse je nach Art der Äußerung in den Keller oder aber in den Himmel zu schicken. Da die Änderungen der Diskontsätze oder Fed Fund Rates zum eigentlichen Geschäft der Notenbanken gehören, kann hier nicht von Manipulation gesprochen werden. Allerdings sind seit einigen Monaten von Seiten einiger amerikanischer Fed-Mitglieder Äußerungen zu vernehmen, die durchaus den Schluß zulassen, daß die Fed auch zu tatsächlichen Manipulationen im Bondmarkt gewillt ist bzw. sie vielleicht schon betreibt. So antwortete Alan Greenspan vor wenigen Monaten auf die Frage eines Journalisten, ob er denn nicht stark steigende Zinsen am Bondmarkt fürchte, daß die Fed über „geeignete Mittel“ verfüge, um genau dies zu verhindern. Konkret: Die Fed ist gewillt, in bestimmten Fällen massiv Bonds zu kaufen, um damit die langfristigen Zinsen nach unten zu drücken. Und das wäre laut obiger Definition eine Manipulation im klassischen Sinne.



## Gold und Aktien

Die Marktmanipulationen durch Notenbanken oder staatliche Organisationen beschränken sich jedoch nicht nur auf Devisen und Bonds. Wie die Studie auf den nachfolgenden Seiten belegt, wird auch an den Warenmärkten und hier insbesondere der Goldpreis massiv manipuliert. Die Beweisführung in der Studie wurde bewußt einfach gehalten, dennoch belegt sie statistisch nahezu zweifelsfrei, daß es auch im Goldmarkt Manipulationsbestrebungen gibt. Damit bleibt als letzter der vier Märkte noch der Aktienmarkt, den es auf Manipulation hin zu untersuchen gilt. Zwar halten sich auch hier seit vielen Jahren hartnäckige Gerüchte, nach stichhaltigen Beweisen sucht man jedoch vergeblich. Ganz konkret wird hier immer wieder vom sogenannten „Plunge Protection Team“ gesprochen, was wohl am treffendsten mit „Anti-Crash-Team“ übersetzt wird. Es gibt hierzu zwar keine statistischen Untersuchungen, allerdings legen zumindest die Indizien die Existenz eines solchen Teams so nahe, daß sich immer mehr seriöse Medien dieses Themas annehmen (Beispiel: <http://focus.msn.de/PF1D/PF1DN/PF1DNA/pf1dna.htm?id=1085&mid=1085>). Im Interview auf Seite 20 geht auch *Smart Investor* den Gerüchten um das Plunge Protection Team nach.

## Eine Frage des Motivs

Wie schon gesagt: Definitionsgemäß liegt eine Marktmanipulation nur dann vor, wenn es um das Erreichen eines strategischen Vorteils geht, wobei in der Regel sogar Verluste in Kauf genommen werden. In allen vier oben genannten Fällen sind die durch Manipulation erzielten Vorteile sehr leicht erkennbar. Die offensichtlichen Eingriffe der Notenbanken am Devisenmarkt dienen dem Schutz der heimischen Ex- und Import-Unternehmen. Die Intention möglicher Interventionen am US-Bondmarkt wären niedrige Zinsen. Und letztere sind notwendig, um die nicht wegzuleugnende Blase an den US-Immobilienmärkten nicht zum Platzen zu bringen (sh. Titelgeschichte des *Smart Investor* 8/03). Der jüngste Bond-Crash taugt übrigens hier nicht als Gegenargument, denn womöglich wären die Zinsen ohne Fed-Manipulation noch weitaus höher geschneit. Die statistisch nachweisbare Manipulation des Goldpreises nach unten soll das Vertrauen in den US-Dollar festigen, und die manipulatorischen Eingriffe am US-Aktienmarkt – so sie denn tatsächlich stattfinden – sollen schließlich Crashes abfedern helfen.

## Konstanzer Kreis

Angenommen, die US-Notenbank oder andere Organisationen wie das Plunge Protection Team greifen laufend in das Geschehen an den Märkten ein. Wie schlimm muß es dann um die Wirtschaft bzw. Börse stehen? Diese Frage stellten sich die Mitglieder des Konstanzer Kreises, einer losen Vereinigung von Buchautoren, Unternehmern, Mittelstandsvertretern, Beratern und Journalisten, auf ihrem diesjährigen Treffen Mitte Juli in der Bodensee-Stadt. Und die Antwort gaben sie sich gleich mit dazu: Nach einhellig dort vertretener Meinung ist das Wirtschaftssystem in den westlichen Industrienationen marode, womit auf absehbare Zeit mit dem Bankrott von Staaten, aber auch von großen Unternehmen und Pensionskassen zu rechnen ist. Begründet wurde dies fast durchgängig mit der unvorstellbaren (Staats-)Verschuldung und der daraus regelmäßig aufs Neue erwachsenden Zinslast. Uneinig waren sich die Teilnehmer allerdings dahingehend, ob dies zukünftig zu Inflation oder zu Deflation führen wird. Daß die kommenden Jahre jedoch durch schwerste Krisen gezeichnet sein werden, die – wie ein Teilnehmer bemerkte – auch hierzulande zu revolutionären Zuständen führen dürften, war jedoch wieder allen klar. Da der Point of no return längst überschritten und die Katastrophe damit nicht mehr aufzuhalten ist, will der Konstanzer Kreis auch nur Wege aufzeigen, wie man die kommenden Jahre möglichst unbeschadet meistern kann. Zudem geht es dieser Gruppe – wie deren Initiator Friedrich Tigge-

mann erläuterte – um das Aufzeigen neuer Geld- und Wirtschaftssysteme, welche nach dem Bankrott folgen könnten bzw. sollten. Teilnehmer des diesjährigen Treffens des Konstanzer Kreises waren unter anderem Eike Hamer, der Autor des auf S. 44 besprochenen Buches „Was passiert, wenn der Crash kommt?“, sowie Johann Saiger, der Verfasser des Artikels „Krieg und Frieden im Wirtschaftszyklus“, welcher im *Smart Investor* 6/03 erschienen ist.



## Fazit

Daß an den Märkten durch die US-Notenbank oder sonstige Organisationen manipuliert wird, steht unseres Erachtens außer Frage. Selbst am US-Aktienmarkt spricht einiges dafür, daß der Handel nicht immer „frei“ verläuft. Dies gilt es als Investor zu berücksichtigen, insbesondere wenn man auf steigendes Gold, fallende Bonds oder fallende Aktien setzt. Denn in jedem dieser Fälle handelt man entgegen den Fed-Interessen. Allerdings läßt sich als Resümee festhalten: Durch Manipulation lassen sich zwar die Probleme des kapitalistischen Systems auf der Zeitachse nach hinten verschieben, eine endgültige Lösung kann jedoch damit nicht erzielt werden.

Ralf Flierl

## Titelstory

# Die Goldpreismanipulation

*Seit Jahren kursieren am Goldmarkt Gerüchte, Finanzinstitutionen wie die Zentralbanken würden gegen einen Anstieg des Goldkurses intervenieren. Stimmen diese Vermutungen?*

## Gravierende Einwände!

Verschiedene Gründe sprechen gegen die Existenz von Interventionen der Finanzinstitutionen zugunsten eines schwachen Goldkurses: Zum einen gibt es nicht wenige Anleger, die im Falle eigener Fehlentscheidungen einen Sündenbock suchen – Goldbullen können ihn leicht in den Zentralbanken mit ihren großen Goldbeständen finden, was das Auftreten der Gerüchte erklären würde. Zum anderen ist es eben dieser große Goldbestand der Zentralbanken, der Interventionen abwegig erscheinen läßt, da ein starker Goldpreis in ihrem unmittelbaren Interesse liegen würde. Zudem: Was ist Gold? Gold ist wie anderes Geld ein relativ leicht handhabbarer Wertspeicher. Im Unterschied zu Dollar oder Euro aber ist Gold nicht beliebig vermehrbar, und es ist unabhängig von einem Schuldner. Nun gab es aber in den letzten Jahren kaum Inflation, und es gab nur wenige Bankpleiten. Gerade in einem solchen Umfeld sollte Gold an Bedeutung verlieren und somit auch für Interventionen uninteressant sein.

## Kann es dennoch Interventionen geben?

Dennoch ist bei genauerem Hinsehen die Existenz von Interventionen gegen einen festen Goldpreis nicht völlig abwegig. So besitzen die Zentralbanken eine Goldmenge, die ein Vielfaches des Jahresverbrauchs beträgt, ein Kursdrücken wäre somit leicht möglich. Zudem hatten und haben viele Zentralbanken ihr Gold nicht zu Marktpreisen bilanziert, ein fallender Goldpreis hätte sich nicht negativ in ihren Bilanzen ausgewirkt. Es wäre auch nicht das erste Mal, daß der Goldpreis gedrückt würde, denn schon in den 60er Jahren des vorigen Jahrhunderts versuchten sie, einen Anstieg zu verhindern. Daß sie es diesmal geheim tun, könnte eine der Lehren aus dem 87er Krach sein, denn die Wirksamkeit von Interventionen ist höher, wenn die Marktteilnehmer von ihnen keine Kenntnis erlangen. Bevor wir mögliche Motive untersuchen, wenden wir uns der Frage, ob Interventionen existieren, aus einem direkten Blickwinkel zu.

## Auffälligkeiten im Kursverhalten

Dazu betrachten wir Kursauffälligkeiten, denn am Kursverhalten sollten sich Interventionen naturgemäß am ehesten äußern. So wunderten sich viele Anleger, daß das als Kriseninvestment geltende Gold von Finanzkrisen der 90er Jahre nicht profitierte, mitunter sogar fiel, als die Panikstimmung am größten war. Auch fiel auf, daß der Jahresschlusskurs von Gold in New York in den Jahren 1997, 1998 und 1999 jeweils fast genau 289 US-Dollar je Unze betrug, beinahe so, als gäbe es eine Art Preisvereinbarung aus buchhalterischen Gründen.

## Ungewöhnliches Intradaymuster

Am auffälligsten aber ist das Intradayverhalten des Goldes. Häufig fällt der Kurs binnen weniger Minuten und das bevorzugt zu den Handelszeiten der New Yorker Terminbörse Comex. Der nachfolgende saisonale Intradaychart verdeutlicht das Muster. Er stellt den durchschnittlichen Innertagesverlauf des Goldpreises der letzten fünf Jahre dar.



Man erkennt deutlich, daß der Goldkurs während der New Yorker Sitzung tendenziell fällt. Dies kann darauf hinweisen, daß eine Kursdrückung in den USA organisiert ist, aber auch, daß jeder aufkommende Optimismus im Keim erstickt werden soll, um Käufer abzuschrecken. Zudem ist der Kurs zu psychologisch wichtigen Zeiten (wie den Fixings und dem Tagesschlusskurs) gedrückt.

## Wann begann die Anomalie?

Nun suchen wir den Beginn dieses Intradaymusters. Da keine weiter zurückreichende Zeitreihe mit minutlichen Kursen vorliegt, wird ein Verfahren auf Basis des Londoner Vormittagsfixings (AMFix) und des New Yorker Kassaschlusskurses (NY-Schluss) verwendet. Wenn der Kurs vorwiegend in New York gedrückt wird, muß dies an den Kursbewegungen zwischen dem Vormittagsfixing und dem Schlusskurs in New York sichtbar sein. Somit entspricht die Kursentwicklung während der amerikanischen Handelszeit („NY“) weitgehend dem New Yorker Schluss-

kurs abzüglich dem Londoner Vormittagsfixing (NYSchluß - AM-Fix). Entsprechend läßt sich die Kursentwicklung während der übrigen Handelszeit („übrige Welt“) darstellen als Londoner Vormittagsfixing abzüglich des New Yorker Vortagesschlusses (AM-Fix - NYVortagesschluß). Wir vergleichen nun die Kursentwicklung während der amerikanischen Handelszeit mit der während übriger Handelszeit, indem wir den zweiten Ausdruck vom ersten abziehen: NYSchluß - AMFix - (AMFix - NYVortagesschluß). Davon wird zu Glättungszwecken ein Durchschnitt über 125 Tage gebildet. Die obere Linie in Abb. 2 zeigt somit die örtliche Tendenz des Goldpreises: Sie befindet sich unter Null, wenn die Kursbewegungen in New York schwächer sind als die zu den übrigen Zeiten. Da Interventionen gegen einen steigenden Goldkurs bevorzugt in New York stattfinden, ist die Linie zugleich ein Maß der Drückung: Je tiefer sie liegt, desto stärker sind die Interventionen gegen einen steigenden Goldpreis. Die untere Linie zeigt den Goldpreis.



ABB. 2: GOLD KURSBEWEGUNGEN NY VERSUS ÜBRIGE WELT



Quelle: Dimitri Speck

Die obere Linie befindet sich seit dem 5. August 1993, dem Beginn der Interventionen gegen einen steigenden Goldpreis, dauerhaft unter Null. Besonders stark fällt sie – entsprechend intensiv sind die Interventionsbemühungen – nach Anstiegen des Goldkurses. So war es zu Beginn 1993, aber auch 1999, als nach dem Washington Agreement (WAG) Gold sprunghaft stieg, weil die europäischen Notenbanken ihre Goldveräußerungen begrenzten und nach einigen kleineren Anstiegen. Im Zuge des Goldanstiegs der letzten Jahre kam es zu einem Anstieg der Linie.

### Kein Zufall

Ob nun der Goldpreis insgesamt steigt, fällt oder seitwärts tendiert, man erwartet, daß dies gleichermaßen in New York wie an den übrigen Handelsplätzen geschieht, was aber nicht der Fall ist. Den optischen Eindruck der oberen Linie bekräftigt eine statistische Auswertung: In den zehn Jahren seit Beginn der Interventionen stieg der Kurs in New York nur 1039mal, an den übrigen Handelsplätzen hingegen 1431mal. Beinahe umgekehrt sieht es bei den fallenden Bewegungen aus, hier stehen 1.440 in New York nur 1.018 zu den übrigen Handelszeiten entgegen (unveränderte blieben unberücksichtigt). Noch deutlicher wird die in den USA lokalisierte Kursdrückung, wenn man folgende Bewegungs-paare betrachtet: 430mal stieg der Kurs in New York an einem

Tag, an dem er zur übrigen Zeit fiel. Umgekehrt jedoch stieg er beinahe doppelt so oft, 839mal, zur übrigen Zeit, während er in New York fiel! (Die gleichgerichteten Bewegungen sowie die unveränderten Kurse blieben unberücksichtigt.) Daß es sich tatsächlich nicht um einen Zufall handelt, wird dadurch bekräftigt, daß diese lokalen Anomalien verstärkt nach Anstiegen des Goldpreises erfolgen, wie Chart 2 ausweist. Das führt uns zu den Gründen der beteiligten Finanzinstitutionen: Weshalb intervenieren sie zugunsten eines niedrigen Goldkurses?

### Die Wettbewerbsgründe

Drei Wettbewerbsgründe lassen sich herausarbeiten. Zum einen fördert ein künstlich gedrückter Goldkurs das Sinken der Zinsen: Gold steht im direkten Wettbewerb zu festverzinslichen Geldanlagen, ein fallender Goldkurs läßt Gold als Alternative unattraktiv erscheinen. Zum zweiten wird neben Gold ganz überwiegend der US-Dollar von nichtamerikanischen Zentralbanken als Reservewährung gehalten, weshalb ein fallender Goldkurs unmittelbar dem Dollar zugute kommt. Es fällt Amerika leichter, sein Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, wenn ausländische Zentralbanken keine attraktive Alternative zum Dollar haben. In einer vergleichbaren Wettbewerbssituation steht der Dollar weltweit zum Gold insbesondere auch für die privaten Anleger, deren eigene Währung schwach ist. So stärkt ein schwaches Gold das Vertrauen in den Dollar. Der dritte Grund hängt mit einem der Hauptziele der Notenbankpolitik zusammen, mit der Inflationbekämpfung: Eine geringe Inflation läßt sich leichter erzielen, wenn die Inflationserwartung gering ist. Ein fallender Goldkurs erweckt beim Publikum den Eindruck, daß keine Preissteigerung zu erwarten ist, weshalb es keinen Anlaß sieht, seine Ersparnisse vor einer Inflation in Sicherheit zu bringen, also auszugeben, was die Preise treiben würde.

### Die Wettbewerbsgründe zusammengefaßt

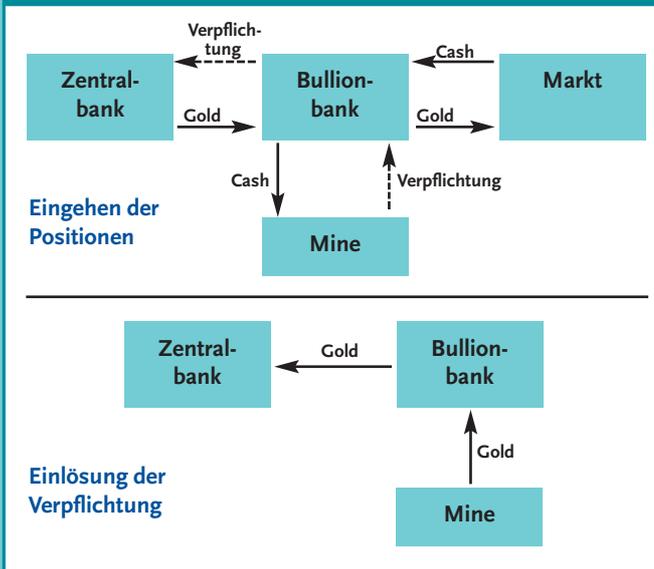
Die Interventionen gegen Gold sind also eine Intervention für „Papier“. Die Erwartungen der amerikanischen Zentralbank und Regierung an einen gedrückten Goldpreis sind somit:

- ◆ Niedrige Zinsen
- ◆ Fester US-Dollar
- ◆ Geringe Inflation

## EXKURS: GOLDBLEIHE

Etwas, das es in dieser Form nur bei Gold gibt, wurde seit den 80ern des vorigen Jahrhunderts zunehmend praktiziert: die Goldleihe. Bei ihr wird Gold, das in den Tresoren vor allem der Zentralbanken quasi ungenutzt liegt, an Minen verliehen. Eine Bank, mitunter Bullionbank genannt, fungiert dabei als Mittler zwischen Goldleiher und Goldverleiher. Die Minen verkaufen das Gold im Markt und verwenden den Erlös, um Investitionen (z.B. in Förderanlagen) zu tätigen. Diese Investitionen versetzen die Minen in die Lage, Gold zu fördern. Damit begleichen sie dann später ihre Goldschuld bei der Zentralbank. Die vermittelnden Banken erhalten die geschäftsübliche Provision, die Zentralbanken einen Leihzins und die Minen eine Finanzierung. Diese lautet auf Gold und nicht auf eine Währung, weshalb sie abgesichert ist gegenüber einem fallenden Goldpreis (und somit für die Mine leichter erhältlich). Andererseits profitiert die Mine nicht von einem steigenden Goldkurs.

ABB. 3: FUNKTIONSWEISE DES LEIHGESCHÄFTS



### Goldangebot durch Goldleihe erhöht

Die Goldleihe weist viele Analogien zu normalen Leihgeschäften auf, es gibt aber auch Unterschiede. So wird üblicherweise nicht dasselbe Gold zurückgegeben, sondern anderes. Dies ermöglicht den zwischenzeitlichen Verkauf im Markt, was in gleicher Weise wie ein Verkauf das Angebot vergrößert und negativ auf den Preis wirkt. Neben Zentralbankverkäufen war es also die Goldleihe, die dem Markt physisches Gold zur Verfügung stellte, was den Preis drückte und das Produktionsdefizit ausglich.

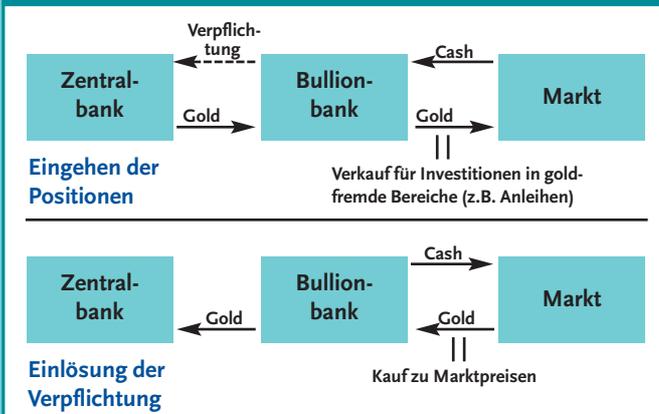
### Gold Carry Trade

Es gibt verschiedene Varianten der Goldleihe. Eine riskante Form der Goldleihe ist der Gold Carry Trade. Hierbei sichern sich die Banken nicht bei den Minen ab, sondern verkaufen das Gold im Markt und investieren den Erlös, z.B. in Anleihen. So verdienen sie an der Zinsdifferenz. Die Banken sind nun aber auch vom Goldpreis abhängig: Ein steigender Goldpreis generiert Verluste, ein fallender Gewinne.

### Inverser Bubble

Dadurch kann aber ein inverser Bubble entstehen, ein sich selbst verstärkender Rückkopplungsprozess. Bei einem normalen Kreditbubble, etwa dem Kauf von Aktien auf Kredit, profitiert der Käufer vom steigenden Preis, wobei er zugleich zusätzliche Nachfrage schafft und so einen

ABB. 4: FUNKTIONSWEISE DES GOLD CARRY TRADE



steigenden Preis erzeugt, womit er selbst den Kreditkauf rentabel macht – bis die Blase platzt. Beim inversen Bubble des Verkaufs des geliehenen Goldes profitiert die verkaufende Bullionbank vom fallenden Goldpreis, wobei sie zugleich zusätzliches Goldangebot schafft und so einen fallenden Preis erzeugt, womit sie selbst den Leerverkauf des Gold Carry Trade zusätzlich rentabel macht – bis die Blase platzt (beim Short Squeeze).

### Ein Grund der Manipulation

Ein solches Platzen der inversen Blase drohte nach dem Anstieg des Goldes 1993, was große Verluste bei den privaten Bullionbanken zur Folge gehabt hätte. Schon zuvor hatte die britische Zentralbank vor ungesicherten Goldleihgeschäften gewarnt. Die seitdem stattfindenden Interventionen gegen den steigenden Goldpreis schützten also die Banken vor Verlusten bzw. brachten ihnen zusätzliche Gewinne. Möglicherweise beteiligten sich einige Bullionbanken auch selbst an den Interventionen. Dazu mußten die Zentralbanken lediglich garantieren, genügend Gold physisch zur Verfügung zu stellen. Private Banken können die Interventionen dann selbst übernommen haben, etwa durch Terminmarktverkäufe.

### Fazit zur Goldleihe

Die Goldleihe ist Mittel der Manipulation, denn durch sie kommt notwendiges Gold physisch in den Markt. Sie ist zugleich auch ein Grund der Manipulation, denn durch sie sollten Verluste der Bullionbanken verhindert werden. Die Goldleihe führte zum vermutlich ersten inversen Bubble der Geschichte (bei einer Ware), denn erstmals stand zu Leihzwecken ein Vielfaches des Jahresverbrauchs zur Verfügung.

ABB. 5: BUBBLES



Es ist nun auch klarer, weshalb die Goldpreisdrückung hauptsächlich in den USA durchgeführt wird, was in Zusammenhang mit der Anomalie in Chart 1 steht. Die amerikanischen Finanzinstitutionen sind die Hauptverursacher, sei es, weil sie vorwiegend ihr „Papier“ (Dollar, Bonds) stärken wollen, sei es, weil sie als Teil der führenden Wirtschaftsnation auch entsprechend hauptverantwortlich für das Weltfinanzsystem sind.

## Äußerungen der Akteure

Eine Intervention dieses Ausmaßes hinterläßt nicht nur Spuren im Kursverhalten, sie entsteht nicht aus dem Nichts. Somit finden wir Hinweise in den Äußerungen der Beteiligten bzw. ihres Umfelds. Verantwortliche in der Fed und im amerikanischen Finanzministerium haben sich 1993, als die Goldpreismanipulation begann, oder zuvor zu den drei obigen Gründen geäußert. So hatte der spätere US-Finanzminister Summers über den Zusammenhang zwischen Zins und Gold wissenschaftlich gearbeitet. Im August 1993 begann er, eine Politik des festen Dollars zu propagieren. Fed-Gouverneur Angell wiederum hatte sich ausgerechnet in der letzten Fed-Sitzung vor Beginn der Interventionen über den Zusammenhang des Goldpreises zu Dollar, Zins und Inflationserwartung geäußert. Womöglich gab er den Anstoß, denn er sagte, ausweislich einer nach fünf Jahren veröffentlichten Mitschrift, es sei „sehr leicht“, den Goldpreis zu „halten“.

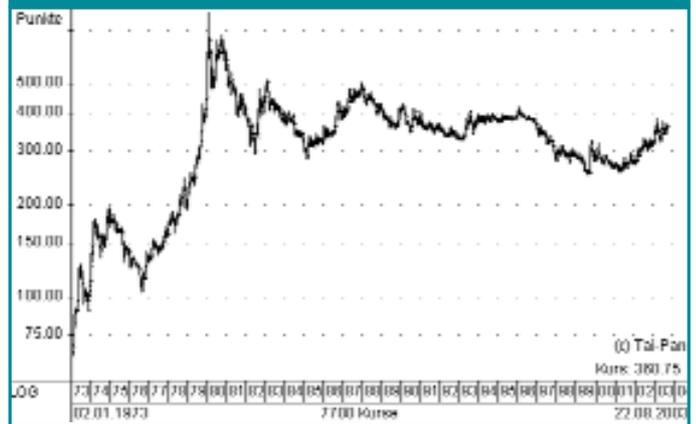
## Kurzsichtige Lösungen

Wie vieles in der Politik und sogar in der Geldpolitik ist auch die Goldpreismanipulation Bestandteil der menschlichen Neigung zu kurzfristigen Lösungen. Letztlich geht es um den Wettbewerb des Kreditgeldes zum schuldnerfreien Warengeld Gold. In diesem Wettbewerb könnte das Kreditgeld nur bestehen, wenn die relative Kreditmenge dauerhaft konstant niedrig wäre (etwa im Maße der Relation Gesamtverschuldung zu Bruttoinlandsprodukt). Sie ist aber seit drei Jahrzehnten verstärkt am steigen, da nötige Anpassungen aufgeschoben, populistische Ausgaben getätigt und Kriege (Vietnamkrieg, Kalter Krieg) auf Kredit finanziert wurden.

## Fehlentwicklungen

Die langanhaltende Goldpreismanipulation führt zu Fehlentwicklungen, künftige Anpassungen werden dadurch schwerer fallen. Beispielsweise gibt es folgende Fehlentwicklungen in bezug auf die drei genannten Gründe: Zu niedrige Zinsen befördern eine übermäßige Ausweitung der Verschuldungsbereitschaft, die Goldpreismanipulation hat so das ihre zur Bubble der 90er beigetragen. Zusammen mit dem festen Dollar vergrößern niedrige Zinsen und vereinfachter Absatz der US-Anleihen das Leistungsbilanzdefizit und verzögern die nötigen Anpassungen der amerikanischen Industrie. Eine Senkung der Inflationserwartung führt dazu, daß Ersparnisse nicht ausgegeben werden, sich aber verzinsen und somit künftig ein noch größeres Nachfrage- und damit Preissteigerungspotential darstellen. Im Bereich des Goldes selbst führt der niedrige Preis zu verringerten Anstrengungen

ABB. 6: GOLDPREIS SEIT 1973



bei der Goldförderung. Zudem könnte das von den Zentralbanken verliehene und somit bei ihnen nicht physisch vorhandene Gold in Krisensituationen einen Vertrauensverlust bewirken. Ferner könnte der künstlich verstärkte Gold Carry Trade bei steigendem Goldpreis Probleme im Bankensektor bewirken.

## Fazit

Die Goldpreismanipulation ist eine kurzfristige Aktion. Insbesondere die Steuerungsfunktion des Goldes als natürliches schuldnerfreies Geld wird geschwächt, die Problemlösung der Überschuldung wurde so auf die Zukunft verschoben. Die Goldpreismanipulation ist aber dennoch nicht nur aus gesamtwirtschaftlichen Gründen bedenklich, sondern auch, da sie möglicherweise teilweise privat durchgeführt wird und Privatbanken daraus Profite erzielen (darunter, wie manche mutmaßen, als einzige inländische Bank die Deutsche Bank).

## Anlegerfazit

Ein Goldanleger stellt sich in Zeiten der Goldpreismanipulation gegen die Zentralbanken. Die ihnen zur Verfügung stehende Goldmenge ist aber begrenzt. Zudem werden nicht alle Zentralbanken ihr gesamtes Gold ver(sch)wenden wollen. Seit dem Hoch der Aktienkurse im Jahre 2000 hat sich ein neues Investmentumfeld etabliert, in dem sich Gold gut entwickelte. Diese Dekade könnte die Dekade des Goldes werden.

Dimitri Speck

## QUELLEN UND WEITERFÜHRENDE LINKS:

[www.gata.org](http://www.gata.org)  
[www.goldensexant.com](http://www.goldensexant.com)  
[www.gold-eagle.com/research/bolserndx.html](http://www.gold-eagle.com/research/bolserndx.html)  
[www.gold-eagle.com/research/clawarndx.html](http://www.gold-eagle.com/research/clawarndx.html)  
[www.gold-eagle.com/research/speckndx.html](http://www.gold-eagle.com/research/speckndx.html)

## Titelstory

## „Plötzlich massive Kauforders“

*Smart Investor im Gespräch mit dem Wirtschafts- und Börsen-Journalisten Nelson Hultberg über die Manipulation an den Märkten im Allgemeinen und die Motive und Vorgehensweise des Plunge Protection Teams im Speziellen.*

**Smart Investor:** Mr. Hultberg, wie definieren Sie Manipulation?

**Hultberg:** Ich spreche von Manipulation, wenn eine Regierung oder eine ihr nahestehende Institution in das Marktgeschehen eingreift, um das Niveau oder die Richtung von Marktpreisen in ihrem Sinne zu verändern. Beispielsweise werden bei uns die Zinsen durch den Offenmarktausschuß der Federal Reserve manipuliert. Und der Fonds zur Stabilisierung der Währung (Exchange Stabilisation Fund = ESF; Anm. d. Red.), der dem US-Schatzamt unterstellt ist und der schon in den 30er Jahren etabliert wurde, greift laufend in den Währungshandel ein, um die Relation Dollar gegen die anderen Währungen zu ändern.

**Smart Investor:** Bis hierhin können Ihnen wahrscheinlich die meisten unserer Leser noch zustimmen, aber Sie gehen noch einen Schritt weiter, indem Sie die Existenz einer Organisation mit Namen Plunge Protection Team (= PPT) unterstellen, welches am Aktien- und Commodity-Markt aktiv sein soll.

**Hultberg:** Genau. Im Jahre 1988 wurde unter der Regierung von Ronald Reagan eine Arbeitsgruppe ins Leben gerufen, die sich darüber Gedanken machen sollte, wie ein Crash, wie er im Jahre 1987 stattfand, zukünftig verhindert werden könnte. An dieser Arbeitsgruppe beteiligten sich sowohl wichtige Institutionen wie die Fed oder die SEC als auch große Banken und Brokerhäuser in den USA. Einen entscheidenden Einfluß auf dieses Team hatte der ex-Fed-Gouverneur Robert Heller, der am 27. Oktober 1989 (am 13. Oktober 1989 kam es zu einem erneuten Crash; Anm. d. Red.) in einem Artikel im Wall Street Journal öffentlich von der Fed forderte, in einem Aktienmarkt-Crash die Kurse via massiven Käufen von S&P-Futures-Kontrakten vor dem weiteren Fall zu bewahren. Das heute existierende PPT ging meiner Meinung nach aus dieser Arbeitsgruppe hervor.

**Smart Investor:** Was sind denn die Motive für die Manipulationen durch das Plunge Protection Team?

**Hultberg:** Wie schon gesagt sollen durch massive Futures-Käufe Crashes am Aktienmarkt abgefedert werden, um so das Vertrauen der Anleger in die Märkte aufrechtzuerhalten und damit größeren volkswirtschaftlichen Schaden abzuwenden. Beim Gold erfolgt die Manipulation genau umgekehrt, nämlich nach unten. Durch einen fallenden bzw. nicht sehr stark steigenden Goldpreis soll der Allgemeinheit suggeriert werden, daß der Dollar eine gesunde Währung ist. Den notwendigen, reinigenden und sicherlich sehr schmerzhaften Prozeß, den die US-Wirtschaft nach all den Exzessen der 90er Jahre eigentlich durchlaufen müßte, will man damit verhindern.

**Smart Investor:** Wie laufen die Transaktionen des PPTs ab?

**Hultberg:** Nach meinen Recherchen arbeitet das PPT als ein Offshore-Hedgefonds mit Sitz auf den Bahamas oder den Cayman Islands. Da das PPT im weiteren Sinne dem US-Schatzamt unterstellt ist, sind seine finanziellen Möglichkeiten nahezu unbegrenzt. Die PPT-Orders werden für gewöhnlich in kleine Portionen unterteilt und dann an mehrere Broker zur Ausführung an den Terminbörsen CBoT, CME oder Comex gegeben. Dies geschieht, um bei den Angestellten der Brokerhäuser möglichst wenig Verdacht entstehen zu lassen. Schließlich sollen die Aktionen des PPTs geheim bleiben.



Nelson Hultberg

**Smart Investor:** Das Ganze klingt zugegebenermaßen etwas abenteuerlich. Haben Sie denn Beweise für die Existenz des PPT?

**Hultberg:** Das, was man im Allgemeinen als Beweis ansieht, gibt es in dieser Sache nicht. Wenn man sich aber die Entwicklungen der letzten Jahre vor Augen hält, kann man nur zu dem einen Schluß kommen: Das PPT existiert. Im übrigen hat diese These bisher noch jeder der mir bekannten erfahrenen Börsenhändler bestätigt. Alle erzählen, daß bei unzähligen Crashes während der letzten zehn Jahre plötzlich massive Kauforders – meist in der letzten Handelsstunde – an den Markt kamen, deren Ursprung immer Offshore-Hedgefonds waren, und das trotz der bearishsten Stimmung. Dadurch wurden immer untere Umkehren in Form eines Vs erzeugt. Das aber ist nicht die natürliche Art, in der frei gehandelte Märkte einen Boden bilden. Private Investoren würden niemals Hunderte von Millionen Dollar dafür riskieren, in einen sich im freien Fall befindenden Aktienmarkt einzusteigen. Vom PPT, welches mit der Unterstützung der Regierung handelt, kann man es jedoch erwarten, denn es handelt sich ja nicht um deren eigenes Geld, welches sie riskieren. Ich könnte Ihnen unzählige Namen von Leuten nennen, die Ihnen Ähnliches erzählen würden, beispielsweise Richard Russell, Herausgeber des „Dow Theory Letter“, eines der meistverbreiteten Börsenbriefe in den USA.

**Smart Investor:** Wenn so viele Händler um die Existenz des PPTs wissen, warum nutzen sie dann ihr Wissen denn nicht zu ihrem Vorteil?

**Hultberg:** Das tun sie ja. Sobald diese Händler wieder einmal den Verdacht haben, daß das PPT zugange ist und die Kurse nach oben treibt, nehmen sie ihre Verkaufsorders sofort aus dem Markt oder kaufen sogar, womit der Aufwärtstrend natürlich noch verstärkt wird. Das nächste Mal, wenn sich wieder ein Crash an der Wall Street ereignet, hören Sie einfach zu, was der CNBC-Kommentator erzählt. Und wenn er wieder einmal von Offshore-Hedgefonds spricht, die über ihre Kaufprogramme in der letzten Handelstunde den Markt nach oben gezogen haben sollen, dann wissen Sie ab jetzt: Das war das Plunge Protection Team.

**Smart Investor:** Wenn das PPT in der Nähe des Tiefs kauft und damit Umkehren erzeugt, dann müßte es doch eine Menge Geld verdienen, oder?

**Hultberg:** Nicht unbedingt. Einen dramatischen Fall an den Börsen zu stoppen kann zunächst eine Menge Geld kosten, da man laufend Kontrakte kaufen muß, die erst einmal deutlich in die Miesen gehen. Wenn dann die Wende erzeugt wurde und die Short Seller nach und nach gezwungen werden, ihre Shorts glattzustellen und damit den Markt weiter nach oben treiben, wird natürlich das PPT versuchen, die gekauften Kontrakte in die steigenden Kurse wieder hinein zu verkaufen. Ob dabei am Ende ein Gewinn oder ein Verlust herauskommt, spielt dabei keine große Rolle. Ich glaube sogar, daß diese Aktionen oftmals mit einem Verlust abgeschlossen werden. Entscheidend für die Verantwortlichen des PPT ist doch nur, einen drohenden Crash wieder einmal aufgehalten zu haben.

**Smart Investor:** Letztendlich muß das PPT die gekauften Kontrakte wieder glattstellen. Wird dabei die ursprüngliche Intention, nämlich den Index nach oben zu bringen, nicht wieder ins Gegenteil verkehrt?

**Hultberg:** Ja, das kann passieren. Wenn das PPT erfolgreich agieren will, muß es auf Folgendes aus sein: Es muß versuchen, einen Aufwärtstrend zu erzeugen, dem sich zunächst die Short Seller ergeben, welche dann unter Umständen sogar zu Käufern werden. Weiterhin muß es gelingen, weitere Parteien für Long-Investments zu überzeugen. Beispielsweise Hedgefonds oder andere institutionelle Investoren. Wenn die Sogwirkung groß genug ist, hat das PPT gute Chancen, mit einem Gewinn aus der ganzen Sache herauszukommen. In einem Bullenmarkt dürfte dies in der Regel sehr einfach gelingen, weil der Trend ohnehin nach oben gerichtet ist. In einem Bärenmarkt sieht es jedoch ganz anders aus. Hier dürfte es für das PPT sehr schwierig sein, eine Rallye zu

induzieren, die stark genug ist, damit durch die Glattstellungen des PPT die Kurse nicht wieder auf das Ausgangsniveau einbrechen. Die Folge sind dann sehr häufige wilde Marktbewegungen, im Zuge derer es zu heftigen Ausschlägen nach oben und unten kommt.

**Smart Investor:** Einer der Hauptkritikpunkte an der PPT-Theorie ist der, daß es zur Manipulation einer enormen Liquiditätsausweitung bedarf, die anhand irgendwelcher Bilanzen ersichtlich sein müßte. Wie stehen Sie dazu?

**Hultberg:** Dieser Überlegung liegt ein Irrtum zugrunde. Da in der Regel nur über die Futuresmärkte manipuliert wird, muß nur eine Margin hinterlegt werden, die nur einen Bruchteil des bewegten Kapitals ausmacht. Da sich obendrein die Verluste, die bei den Manipulationen entstanden, bisher in Grenzen gehalten haben dürften, müßte die Liquidität dementsprechend nicht stark erhöht werden. Aber ganz abgesehen davon: Die Geldmengen steigen doch seit vielen Jahren über die Maßen.

**Smart Investor:** Lassen Sie uns doch einmal prinzipiell fragen: Warum soll es denn so schlimm sein, wenn die Aktienmärkte nach oben manipuliert werden?

**Hultberg:** Es ist deshalb so gefährlich, weil durch dieses ewige Nach-oben-Manipulieren aus besonnenen Investoren über die Zeit unbesorgte Spekulanten werden, die sich schließlich bei jedem Crash-Verdacht auf die rettende Hand des PPT verlassen. Da sie keine Angst mehr vor Verlusten haben müssen, fühlen sie sich ermutigt, ihre Einsätze zu verdoppeln oder zu verdreifachen oder große Wertpapierkredite aufzunehmen. Wenn keine Angst vor Ver-

lusten herrscht, kommt ein Markt in ein ungesundes Stadium. Genau das war übrigens auch der Grund, warum es zur Blase an den Aktienmärkten kam.

**Smart Investor:** Sie wollen also damit sagen, daß die heute immer noch bzw. schon wieder zu beobachtenden Überbewertungen bei den US-Aktien auf das blinde Vertrauen der Investoren in den ewigen Aufwärtstrend – verursacht durch das PPT – zurückzuführen sind?

**Hultberg:** Im Prinzip will ich das, ja. Greenspan und andere Fed-Gouverneure haben doch immer und immer wieder betont, daß die Märkte gesund sind, und daß man im Notfall eingreifen wird. Und dies kann eigentlich nur dazu führen, daß die Märkte immer überbewerteter und damit ungesünder werden.

**Smart Investor:** Vielen Dank für dieses sehr interessante Gespräch.

Interview: Ralf Flierl, Sebastian Storfner



## Prinzipien des Marktes

## Trend und Korrektur

„The trend is your friend...“ lautet eine der meistzitierten Börsenweisheiten, und Trader-Legende Ed Seykota fügt hinzu „...except at the end when it bends“. Was ist also ein Trend, und können wir uns auf diesen Freund wirklich verlassen?

## Trends als zentrales Konzept der Technischen Analyse

Nach John Murphy („Technische Analyse der Finanzmärkte“; FinanzBuch Verlag) ist der Trend das zentrale Konzept der Technischen Analyse. Gäbe es keine Trends, wie es etwa die Random-Walk-Theorie impliziert, wäre das gesamte Gebäude der Technischen Analyse akut einsturzgefährdet, denn die Hauptaufgabe dieser Disziplin, das frühzeitige Aufspüren von Trends, käme der Jagd auf ein Phantom gleich. Allein die Tatsache, daß trendfolgende Strategien erfolgreich sind, läßt uns aber vermuten, daß das Phänomen Trend, unbeschadet akademischer Einwände, tatsächlich existiert. Die Attraktivität von Trends besteht in ihrem Beharrungsvermögen. Gleichsam in Analogie zu Newtons erstem Axiom der Mechanik, soll es demnach wahrscheinlicher sein, daß ein Trend sich weiter fortsetzt, als daß er bricht. Die wenigsten Börsenpraktiker stören sich in diesem Zusammenhang daran, daß hier eine nahezu unverhohlene Tautologie vorliegt: Denn nur langanhaltende Bewegungen werden überhaupt als Trend etikettiert. Im Gegensatz zu Murphy, der insgesamt drei Arten von Trends identifiziert – Aufwärts-, Abwärts- und Seitwärtstrend –, sind wir der Ansicht, daß die Seitwärtsbewegung, der praktisch alle Charakteristika eines Trends fehlen, besser als das bezeichnet wird, was sie ist: als trendlos. Der Hinweis auf die Seitwärtsbewegung verdeutlicht aber, daß ein Markt nach dem Ende eines Trends nicht automatisch in den gegenläufigen Trend übergehen muß.

## Trend und Korrektur

Trends, insbesondere langfristige Trends, sind in der Regel keine geradlinigen Bewegungen, sondern bestehen aus einer Folge impulshafter Schübe in Richtung dieses Trends, die von Korrekturbewegungen unterbrochen werden. Obwohl die Begriffe Impuls

und Korrektur weitestgehend durch die Elliott-Wellen-Theorie vereinnahmt wurden, sollen sie hier dennoch in einem allgemeinen Sinn verstanden werden: Als Impulse betrachten wir Kursbewegungen, die in relativ kurzer Zeit ein relativ weites Kursspektrum überwinden, während Korrekturen hinsichtlich des überwundenen Kursspektrums per Saldo nur geringe Fortschritte erzielen. Adam White entwickelte mit dem Vertical Horizontal Filter (VHF) ein Instrument, um die Trendintensität zu messen. Der VHF schwankt zwischen den Werten 0 und 1, wobei hohe oder steigende Werte einen Impuls oder Trend signalisieren, während niedrige oder fallende Werte auf eine Korrektur oder trendlose Phase schließen lassen. Ob eine Bewegung Impuls- oder Korrekturcharakter hat, läßt sich auch am Umsatzverhalten ablesen – Korrekturen gehen häufig mit rückläufigen Umsätzen einher.

## Trenddefinition nach Charles Dow

Die klassische Trenddefinition geht auf Charles Dow zurück und stützt sich auf die Extremwerte des Kursverlaufs, die einzelnen Hochs und Tiefs. Ein Aufwärtstrend ist demnach durch eine Folge aufsteigender Hochs und eine Folge ebenfalls aufsteigender Tiefs gekennzeichnet. Bei einem Abwärtstrend liegen entsprechend sowohl die Hochs als auch die Tiefs unter ihren jeweiligen Vorgängern. Abb. 1 zeigt diesen Zusammenhang in idealisierter, schematischer Darstellung für einen Aufwärtstrend (grüne Linie) und zum Vergleich an einem Beispiel aus der Praxis (Dax mit analog eingetragener gelber Linie). Die impulshaften Bewegungen in Richtung des Trends sind in beiden Verläufen optisch hervorgehoben, sie überwinden mehr Höhe, dauern länger und verlaufen tendenziell steiler als die folgenden Korrekturbewegungen. Betrachtet man den Dax-Verlauf allerdings genauer, so stellt man fest, daß etliche Hochs und Tiefs (in Abb. 1 mit einem roten H oder T markiert) sich weigern, den Dow'schen Regeln für einen Aufwärtstrend zu folgen – sie liegen unter ihren jeweiligen Vorgängern. Alleine aus dem Kursverlauf ist also a priori kaum zu entscheiden, ob lediglich eine Korrektur vorliegt, oder ob sich bereits ein Trendbruch ankündigt. In solchen Phasen empfiehlt es sich daher, Hilfsmittel wie den vorerwähnten VHF oder die Umsatzentwicklung zu Rate zu ziehen, um Klarheit zu gewinnen.

## Unterschiedliche Zeitebenen

Im Vorgesagten klingt auch das Thema unterschiedlicher Zeitebenen an. Was bei einem längerfristigen Zeithorizont allenfalls als unspektakuläre Korrektur erscheint, kann in der Intraday-Perspektive bereits ein eindrucksvoller Trend sein. In der schematischen Darstellung der Abb. 1 ist in hellgrün eine ebenfalls schematische Aufschlüsselung eines Impulses angedeutet. Bereits Dow sprach von drei Trendebenen, die parallel existieren: Primär-, Sekundär-

ABB. 1: AUFWÄRTSTREND NACH CHARLES DOW, SCHEMATISCH ANHAND DES DAX



und Tertiärtrend. Tatsächlich dürften es aber bedeutend mehr sein. Obwohl bei Trendaussagen häufig unausgesprochen der Tageschart zugrundegelegt wird, halten wir es für sinnvoll, jeweils explizit anzugeben, auf welche Zeitebene man sich konkret bezieht. Ein und derselbe Markt kann sich intraday in einem starken Aufwärtstrend befinden, der Teil einer Korrekturbewegung innerhalb des Tagescharts ist, die wiederum in einen übergeordneten Abwärtstrend eingebettet ist. Je höher die betrachtete Zeitebene, desto später läßt sich eine Entscheidung über Trend, Korrektur oder Trendbruch mit Gewißheit treffen.

### Konstruktion von Trendlinien

Üblicherweise werden Trends in Charts durch das Einzeichnen von Linien graphisch hervorgehoben. Die Standardvorschrift lautet, daß steigende Trendlinien durch die Verbindung von Tiefpunkten, fallende Trendlinien durch die Verbindung von Hochpunkten konstruiert werden. Abb. 2a zeigt am Beispiel der Deutschen Bank, welche Punktlandungen mit Trendlinien möglich sind: Sowohl das Ende des Abwärtstrends als auch das Ende des anschließenden Aufwärtstrends wurden korrekt identifiziert. Doch halt, was zu gut aussieht, um wahr zu sein, ist es häufig auch – eben zu gut, um wahr zu sein. Der entscheidende Grund, warum diese Linien so unglaublich treffsicher aussehen, ist, daß bei der Konstruktion schon Vorinformationen über den weiteren Kursverlauf eingeflossen sind. In Abb. 2b erkennt man, wie realistischerweise frühe Trendlinien in diesem Chart ausgesehen hätten. In beiden Fällen führt der Bruch der Linien zu eindeutigen Fehlsignalen. Erst nach diesen Fehlsignalen wäre man in der Lage gewesen, die „richtigen“ Trendlinien zu konstruieren. Trendlinien sind keineswegs so magisch und treffsicher, wie uns manche Autoren Glauben machen wollen. Sie sind vielmehr Arbeitshypothesen, die durch den weiteren Kursverlauf entweder bestätigt oder falsifiziert werden. Trendlinien gelten dabei als um so bedeutsamer, je länger sie sind, je flacher sie verlaufen und je häufiger sie in der Vergangenheit bestätigt wurden.

Thomas R. DeMark („New Science of Technical Analysis“; Wiley Finance Edition) schlägt einen interessanten Weg vor, um das Problem der subjektiven Konstruktion von Trendlinien zu überwin-

ABB. 3: DEUTSCHE POST MIT AUTOMATISCHEN COMPUTERGENERIERTEN TRENDLINIEN



den. Entgegen der gebräuchlichen Praxis empfiehlt er, Trendlinien stets durch die beiden letzten Extrempunkte eines Charts zu zeichnen – eine sinkende Trendlinie also durch die beiden letzten Hochs. Diese Konstruktionsvorschrift ist zwar nicht perfekt, hat aber den großen Vorteil, daß sie dem Anwender keinen Spielraum für subjektive Entscheidungen läßt. Die Erfahrung zeigt nämlich, daß derartige Spielräume häufig zum eigenen Nachteil genutzt werden: sei es durch die Verwendung von unzulässigen Vorinformationen, oder dadurch, daß lediglich die eigene vorgefaßte Marktmeinung abgebildet wird. Beim freihändigen Zeichnen kann man niemandem trauen – am wenigsten sich selbst.

### Handeln nach Trendlinien

Der entscheidende Vorteil fester Regeln ist also, daß man auf dieser Basis genauso objektiv und mathematisch unbestechlich vorgehen kann wie etwa bei den ebenfalls trendfolgenden Gleitenden Durchschnitten. Im Gegensatz zu diesen haben Trendlinien aber den Vorteil, daß hier Signale unmittelbar nach einer Bestätigung oder einem Durchbruch ohne Time-Lag erzeugt werden. In Abb. 3 findet sich der Chart der Deutschen Post, der nach einem selbst entworfenen Regelwerk mit automatisierten (vom Computer errechneten) Trendlinien versehen wurde. Der Phantasie und Experimentierfreude sind beim Entwurf eines derartigen Regelwerks kaum Grenzen gesetzt. Neben den besprochenen einfachen Trendlinien wurden hier auch die Begrenzungen von Trendkanälen und als Spezialfall waagrechte Widerstands- und Unterstützungslinien (dazu mehr im nächsten *Smart Investor*) eingezeichnet – mathematisch exakt und objektiv. Was auf den ersten Blick als ein wirres Durcheinander von Linien erscheint, offenbart bei genauerer Betrachtung, daß die wesentlichen Trends korrekt identifiziert wurden. Linien, die im weiteren Verlauf verletzt wurden, sind gestrichelt dargestellt, es sind im obigen Sinne Arbeitshypothesen, die verworfen werden mußten. Das eigentliche Potential automatisierter Trendlinien erschließt sich jedoch erst, wenn man auf dieser Basis ein Handelssystem konstruiert, dessen Eigenschaften an historischen Daten überprüfbar und unabhängig von Personen reproduzierbar sind.

Ralph Malisch

ABB. 2: TRENDLINIENKONSTRUKTION BEI DER DEUTSCHEN BANK  
A) MIT VORABINFORMATION B) OHNE VORABINFORMATION



Derivate

# Wackersteine contra Dynamik

*Nicht nur beim Dow und S&P, sondern auch bei Edelmetallminen gibt es eine doppelte Ausführung wichtiger Indices, den XAU und den HUI. Deren Performance ist nun alles andere als identisch.*

Der Index der ungehedgten Minengesellschaften (HUI) läuft seinem vermeintlichen Partner auf und davon – allerdings erst seit Anfang 2002, seitdem sich der Goldpreis signifikant von seinen Tiefständen erholen konnte. Wer, so wie Smart Investor, von einem auch weiterhin steigenden Goldpreis – oder generell von steigenden Edelmetallpreisen – ausgeht, sollte sich auf diesen sogenannten Amex Gold Bugs Index konzentrieren (BUGS: Basket of Unhedged Gold Stocks), dessen US-Kürzel HUI lautet. Im XAU dagegen sind Minen mit Absicherungsgeschäften auf den Goldpreis enthalten.

CHART-VERGLEICH 2 JAHRE HUI vs. XAU



### Hohe Aktualisierung und klare Regeln

Der Gold Bugs-Index, der aktuell bei ca. 180 Zählern notiert, wurde am 15. März 1996 bei einem Indexstand von 200 Punkten eingeführt. Hintergedanke dazu war, eine Benchmark mit Minengesellschaften anzubieten, bei denen sich Veränderungen im Goldpreis direkt niederschlagen. Daher werden im HUI nur Unternehmen berücksichtigt – im wesentlichen in Abhängigkeit von ihrer Marktkapitalisierung –, die nicht mehr als für maximal 1 1/2 Jahre Terminverkäufe, so genanntes Hedging zur Absicherung gegen Schwankungen des Goldpreises, vornehmen. Einmal pro Quartal wird die Zusammensetzung angepasst, so daß eine hohe Aktualisierung gewährleistet ist. Dividendenzahlungen fließen nicht ein.

### „Verkaufe erst, frag’ später“ – so nicht!

Bei einem steigenden Goldpreis verhalten sich die gehedgten Goldminen wie Wackersteine, was sich in der Performance der beiden Indices sehr gut ablesen läßt. Während der XAU in den letzten zwei Jahren nur rund 50 % zulegte, schraubte sich der HUI 175 % nach oben (sh. auch „Relative Stärke“ auf S. 28). Die drei massivsten Hedger, Barrick Gold, AngloGold und Placer Dome,

### ZERTIFIKATE AUF DEN GOLD BUGS-INDEX (EMITTENT: ABN AMRO)

PRODUKT	BASIS*	BARRIERE*	FÄLLIGKEIT	WKN	HEBEL
GOLD BUGS	120	130	27.02.04	239 687	2,9
GOLD BUGS	140	150	27.02.04	324 330	4,2
GOLD BUGS	160	170	27.02.04	324 168	7,9
GOLD BUGS OPEN END	-	-	-	687 480	1:1**
GOLD BUGS QUANTO	-	-	19.12.05	664 552	1:1**

\*) Basis und Barriere in US-\$  
\*\*) Direktabbildung des Index

machen allein über 50 % der Marktkapitalisierung im XAU aus – kein Wunder also, daß dieser nicht mehr vom Fleck kommt. Hohe Terminverkäufe deuten fehlendes Vertrauen in einen steigenden Goldpreis an. Anders dagegen die ungehedgten Goldminen im HUI: Bema Gold, Aktie im Blickpunkt in Smart Investor 8/2003, hat seinen Kurs in den letzten Monaten verdoppelt und sich damit innerhalb des Index schon auf Platz 5 vorgeschoben. Randgold (sh. „Buy/Good Bye“ auf Seite 34/35) liegt an siebter Stelle und unser Musterdepotwert Harmony Mining an Position 15. Die gesamte Marktkapitalisierung der derzeit 15 Gold Bugs liegt bei etwa 38 Mrd. US-\$.

### Das Interesse am HUI wächst

Gerade Mitte August hat ABN Amro neue Turbo-Zertifikate auf den HUI herausgegeben mit Basispreisen von 140 und 160 Punkten sowie längeren Laufzeiten. Die bisherigen Zertifikate der Niederländer laufen einerseits Anfang Oktober aus, andererseits waren die Basispreise mit 90 bzw. 100 Punkten auch schon ziemlich weit vom aktuellen Stand entfernt und boten so nur noch einen unattraktiven Hebel. Bei einer Basis von 250 Zählern bietet ABN Amro im übrigen zum ersten Mal ein Short-Zertifikat (WKN 324 031) auf die Gold Bugs an. Wie die anderen beiden neuen Produkte läuft auch dieses bis Ende Februar nächsten Jahres. Komplettiert wird das Angebot durch das seit längerem erhältliche Open End-Zertifikat sowie das währungs-gesicherte Quanto-Zertifikat. Doch Achtung: Es handelt sich bei den Turbos um Knock-out-Produkte, in diesem Fall jeweils mit einer Barriere 10 Punkten oberhalb der Basis. Das 140er und 160er kommen aufgrund der hohen Volatilität des HUI nur für spekulative Trading-Positionen in Frage, längerfristig interessierte Anleger fahren mit dem 120er Turbo oder auch einem der beiden Indexzertifikate am besten.

Falko Bozicevic

**Das große Bild**

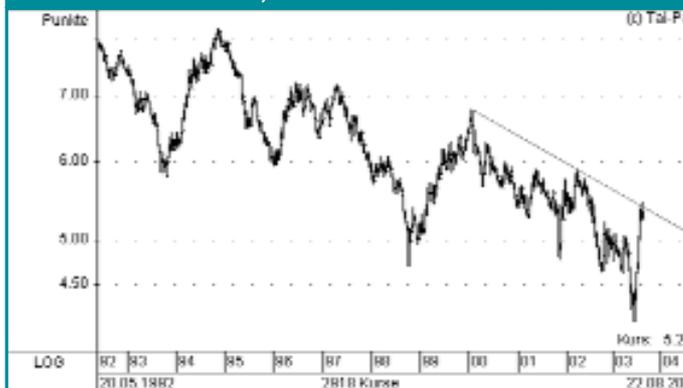
# Es bleibt dabei: Die Chancen für Aktien stehen nicht gut

*Durch den Bond-Crash wurden die Finanzmärkte kräftig durcheinander geschüttelt. Werden mit einiger zeitlicher Verzögerung nun auch die Aktien unter Druck kommen?*

**Crash bei Anleihen**

Der Crash an den Bondmärkten war nun wirklich nicht von Pappe! Die Rendite der 30jährigen amerikanischen Anleihen legte innerhalb von nur neun Wochen um in der Spitze fast ein Drittel zu, nämlich von 4,14 % im Tief Mitte Juni auf 5,44 % in der Spitze Mitte August. Damit dürfte sich alleine bei US-Zinstiteln ein Wert von über 1 Bio. US-\$ in Luft aufgelöst haben. Der Umschwung bei den Zinsen war so gewaltig und so nachhaltig, daß man hier aus technischer Sicht von einer langfristigen Wende ausgehen kann, genau wie es Jim Rogers im Interview auf S. 12 andeutet. Wie in Abb. 1 jedoch ersichtlich wird, hat die US-Anleihen-Rendite auf dem momentanen Niveau bei ca. 5,20 % mit einem massiven technischen Widerstand zu kämpfen, der sich aus dem Abwärtstrend der letzten vier Jahre ergibt.

ABB. 1: RENDITE DER 30JÄHRIGEN T-BONDS



**Wir denken wie Rogers**

Wir gehen ebenso wie Jim Rogers davon aus, daß die Anleihenmärkte in den kommenden Wochen zu einer Aufwärts-Korrektur auf den Crash starten werden, im Zuge dessen sich die Rendite wieder in den Bereich 4,70 bis 4,80 % ermäßigen könnte (Annahme einer 50 %-Korrektur). Dazu paßt im übrigen auch das Bond-Sentiment, welches durch Umfragen bei den US-Anlegeberatern ermittelt wird. Waren diese vor dem Crash noch zu fast 60 % bullish für den T-Bond, so knickte deren Anteil innerhalb nur weniger Wochen auf unter 20 % ein. Offensichtlich sind hier viele auf dem falschen Fuß erwischt worden und haben daher in Panik ihre Bonds verkauft. Damit könnte der Rentenmarkt zunächst bereinigt sein und eine Rallye größeren Ausmaßes anstehen. Hierfür spricht auch eine Analogie der jüngeren Entwicklung der Bund-Rendite mit ihrem Verlauf der Jahre 1998/1999 (sh. Abb. 2), die der von uns sehr geschätzte Zyklenspezialist Klaus Deppermann von der ING BHF-Bank entdeckte. Demnach stünde nun eine Korrektur bis in den November hinein an, welcher sich ein weiterer Aufwärtsschub anschließen würde.

ABB. 2: RENDITEANALOGIE ZWISCHEN 1998/99 UND 2002/2003



**Bonds versus Aktien**

Interessanterweise korrespondiert die obige Verlaufsprognose für die Bonds mit unserer Sicht für die Aktien, wenn man eine negative Korrelation zwischen beiden Märkten unterstellt. Auch wenn wir in der letzten Ausgabe des *Smart Investor* den Bären etwas früh um die Ecke biegen sahen, so gehen wir doch weiterhin davon aus, daß die Aktienmärkte massiv korrekturfährdet sind. Eine Rallye bei den Bonds – was gleichbedeutend mit einer Korrektur bei den Zinsen ist – würde dementsprechend gut zu der von uns prognostizierten Abwärtsbewegung bei Aktien passen. Für alle neuen Leser wurde in Abb. 3 nochmals unsere Vorhersage für den Dax abgetragen. Demnach rechnen wir in den kommenden Wochen mit einem Abtauchen unter die 3.000-Punkte-Marke und anschließend, ab November/Dezember, mit einem neuerlichen Anstieg bis etwa Mitte des Jahres 2004.

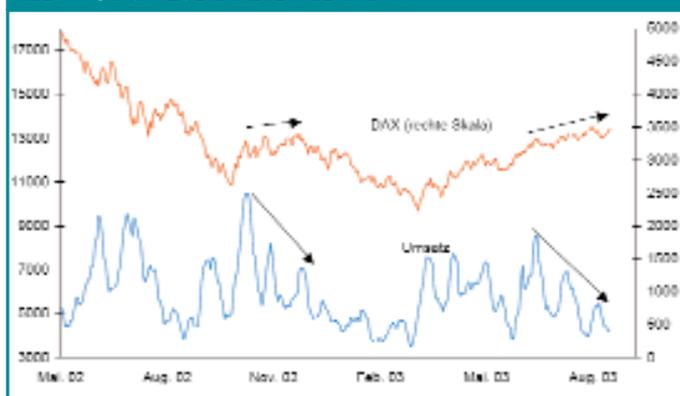
ABB. 3: DAX MIT ZWEI ZUKUNFTSSZENARIEN



**Raus aus Aktien!**

Den gesamten in Abb. 3 eingezeichneten mehr als einjährigen Aufwärtsschub (von März 2003 bis Mitte 2004; grüne Linie) haben wir hier des öfteren schon als „Pit Bull Market“ bezeichnet. Allerdings haben wir auch ein zweites, nämlich das „Kernschmelze“-Szenario vorgestellt, innerhalb dessen der zweite Aufwärtsschub ab Ende 2003 vermutlich ausfallen würde (rote Linie). Dazu könnte es in Folge von unvorhergesehenen Ereignissen, z.B. geopolitischer Natur, oder aber im Zuge des Platzens einer Finanzblase kommen. Um dieser Möglichkeit Rechnung zu tragen, haben wir uns aus Vorsichtsgründen dazu entschlossen, die westlichen Aktienmärkte zum Verkauf zu stellen. Dagegen erachten wir aufgrund der tendenziell geringen Bewertung bzw. des Safe-Haven-Charakters die asiatischen Aktien sowie die Rohstoff-Titel als „durchhaltenswert“. Je nachdem wie sich die kommenden Wochen entwickeln, werden wir auch bei den hiesigen Aktien wieder Käufe für das Musterdepot vornehmen, allerdings nur bei einem deutlich niedrigeren Kursniveau.

ABB. 4: UMSATZVERHALTEN BEIM DAX



**Die Blase blubbert wieder**

Warum wir seit mehreren Wochen mit einer heftigen Abwärtsbewegung bei Aktien rechnen, wurde im letzten *Smart Investor* ausführlich beschrieben. Im Prinzip hat sich an den damals aufgeführten Gründen auch nichts geändert. Denn wie der Artikel „Powered by Potemkin“ auf S. 10/11 eindrucksvoll belegt, können anhand der fundamentalen Bewertungen an der Nasdaq schon wieder ernstzunehmende Blasen-Erscheinungen ausgemacht werden. Zumal auch die Euphorie für Aktien – vor allem jenseits des Atlantiks – viel zu bullish ist, müssen wir auch an unserer sentimenttechnischen Einschätzung keine Änderung vornehmen. Unsere negative Sicht wird – obwohl der Dax bei Redaktionsschluß bei rund 3.500 Punkten und damit nahe seines Jahreshochs notiert – auch durch einige Überlegungen aus der Technischen Analyse unterstrichen. Wie Abb. 4 verdeutlicht, ist der relativ flach verlaufende Anstieg im Dax seit Mitte Juni von stark rückläufigen Umsätzen geprägt. Selbst bei Novizen der Technischen Analyse sollten bei dieser Konstellation alle Alarmlampen aufleuchten. Schließlich zeigt dies, daß tendenziell kein neues Kapital an die Aktienmärkte strömt und damit nur eine Umverteilung von den starken in die schwachen Hände stattfindet.

**Mit einer Ausnahme**

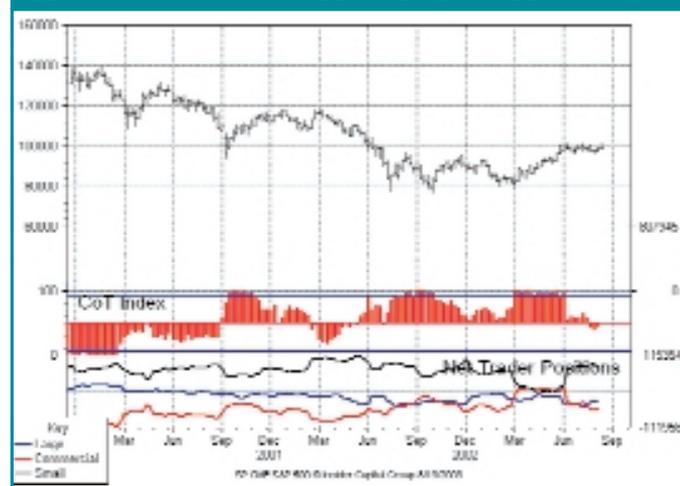
Wie gesagt, wir können Jim Rogers’ Markteinschätzung sehr viel abgewinnen, zumal wir seine langfristige Meinung zu den Bonds (auch Fannie Mae), Aktien und Rohstoffen teilen. Bis auf eine Ausnahme: Gold. Für das gelbe Metall können wir uns doch ungleich

mehr erwärmen, als dies der US-Fondsmanager tut. Die von ihm im Interview vorgebrachten Argumente gegen eine Outperformance des Goldes innerhalb des Rohstoff-Segementes halten wir für nicht genügend überzeugend. So stimmt es zwar, daß die Förderung in den letzten 20 Jahren zugenommen hat, im Gleichschritt mit dem Bevölkerungswachstum ist im überproportionalen Maße aber eben auch die Nachfrage nach Gold gestiegen. Da wir langfristig von einer anziehenden Inflation weltweit und einem Nachfragesog aus Ostasien ausgehen, sind wir – wie Rogers – bullish für Rohstoffe und – anders als Rogers – superbullish für Edelmetalle.

**COT**

Der Artikel über die Commitments of Traders (COT) im *Smart Investor* 7/03 erregte das Interesse vieler Leser. Zum einen kamen viele Fragen bezüglich der unterschiedlichen COT-Konstellationen bei den Dow Jones- und den S&P-Futures und inwieweit diese zu werten sind. Wir gehen – wie COT-Spezialist Steve Briese auch – davon aus, daß der S&P-Futuresmarkt der ausschlaggebende ist, weswegen auch aus dieser Sicht weiterhin Vorsicht für den US-Aktienmarkt angebracht ist (da die Commercials dort netto-short sind). Zum anderen kamen einige Anfragen, wo genau im Internet der damals vorgestellte COT-Index verfolgt werden kann. Mittlerweile stellt nun Steve Briese selbst den COT-Index für die verschiedenen Märkte regelmäßig online, nämlich unter [www.insidercapital.com/chartsbr.htm](http://www.insidercapital.com/chartsbr.htm). Der dieser Homepage entnommene Chart in Abb. 5 zeigt den COT-Index für den S&P als rotes Balkendiagramm. Er notiert unter der 50 %-Marke und damit in der Gefahrenzone. Der COT-Einführungsartikel kann unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/) nachgelesen werden.

ABB. 5: S&P 500 MIT COT-INDEX UND NET TRADER POSITIONS



Quelle: Insider Capital Group

**Fazit**

Auf Sicht der kommenden zwei bis drei Monate bleiben wir weiterhin sehr skeptisch für Aktien. Für den gleichen Zeitraum sehen wir tendenziell steigende Bond-Kurse, allerdings nur im Rahmen einer Korrektur auf den jüngsten Crash. Unter sehr langfristigen Gesichtspunkten gehen wir weiterhin davon aus, daß nur die Rohstoff-Sektoren und die asiatischen Aktienmärkte nachhaltige Aufwärtstrends werden entwickeln können.

Ralf Flierl

## Relative Stärke

## Goldene Zeiten

*Allen Unkenrufen zum Trotz und weitgehend unbemerkt von der breiten Öffentlichkeit setzten Gold- und insbesondere Silberaktien zu einem erneuten Höhenflug an.*

## Deutschland rutscht ab

Diese Aussage mag auf den ersten Blick etwas überraschen, werden doch beinahe täglich neue Jahreshöchststände des Dax bejubelt. Dennoch ist sie aus dem Blickwinkel der Relativen Stärke nicht mehr als eine schlichte Tatsachenfeststellung. Der deutsche Leitindex verlor im Berichtszeitraum fünf Plätze und wies damit nach dem argentinischen Merval und dem S&P 500 die drittschlechteste Performance auf. Es bleibt abzuwarten, ob der relativen Schwäche auch eine absolute Schwäche folgen wird. Solange der Markt nicht zu überzeugender Stärke zurückfindet, stehen wir dem weiteren Verlauf jedenfalls skeptisch gegenüber. Der MDax verlor vier Ränge, der heimische Rentenmarkt rutschte um weitere zwei Ränge auf den vorletzten Platz ab; einzig der TecDax konnte sich in der Spitzengruppe halten.

## Asien bleibt Spitze

Ganz anders sah es bei den *Smart Investor*-Favoriten des asiatischen Raums aus. Indien verbesserte sich um weitere vier Ränge auf Platz 3, der thailändische S.E.T.-Index erreichte Rang 1, und Dauerempfehlung Japan konnte um weitere zwei Ränge zulegen. Auf aktuellem Niveau würden wir hier dennoch mit Neuengagements zurückhaltend sein, da insbesondere Indien und Thailand deutlich übergekauft sind. Auch der Umstand, daß mittlerweile selbst das heimische Börsenfernsehen entdeckt hat, daß SARS kein Thema mehr ist und Japan einer der Profiteure eines möglichen China-Booms werden könnte, ist nicht positiv. Es bleibt beim altbekannten Muster: Erst bewegen sich die Kurse, dann werden die Erklärungen geliefert.

## Silber glänzt heller als Gold

Der HUI, ein Index, der ausschließlich Gold- und Silberminen enthält, die ihre Produktion nicht bzw. allenfalls in geringfügigem Umfang auf Termin verkauft haben, gewann im Berichtszeitraum atemberaubende 17 Ränge und landete auf Platz 2. Gegenüber dem XAU, einem Goldminenindex, der auch hochgradig gehedgte Minen wie z.B. Barrick Gold und mit Phelps Dodge sogar einen Kupferproduzenten enthält, ergab sich eine deutlich bessere Performance (sh. Chartvergleich in der Rubrik „Derivate“ auf S. 24). Damit bestätigt sich nicht nur unsere antizyklische Kaufstrategie in diesem Bereich, sondern auch die klare Favorisierung der Minen ohne belastende Terminverkäufe. Sowohl unser Musterdepot-Wert Silver Standard Resources (SSRI) als auch Bema Gold, die „Aktie im Blickpunkt“ aus dem August-Heft, verzeichneten hohe zweistellige Prozentzuwächse. Bemerkenswert ist, daß der Aufschwung der Edelmetallaktien praktisch kaum Interesse in den Medien gefunden hat. Der Eindruck mag täuschen, aber einigen scheint es ausgesprochen schwer zu fallen, ein paar freundliche Worte für diesen Sektor zu finden oder auch nur dessen Performance neutral darzustellen. Sattsam bekannt sind da-

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 22.08.	RS 08.08.	RS 25.07.	RS 11.07.	RS 27.06.
S.E.T.	Thai	1	2	2	1	3
HUI	USA	2	1	4	12	17
Sensex	Indien	3	3	8	9	8
TecDAX	D	4	5	3	3	6
RTX	Rus	5	8	7	5	1
KOSPI	Korea	6	9	9	6	9
Nikkei 225	J	7	15	12	10	16
MDAX	D	8	4	5	8	5
PTX	Polen	9	7	10	11	19
DAX	D	10	10	6	4	4
Hang Seng	HK	11	19	20	17	21
NASDAQ 100	USA	12	18	11	7	10
All Ord.	Aus	13	11	13	14	11
CAC 40	F	14	14	16	16	12
SMI	CH	15	12	15	19	15
DJIA 30	USA	16	17	18	18	18
Silber		17	13	19	22	24
IBEX 35	E	18	16	14	13	7
S&P 500	USA	19	20	17	15	13
Merval	Arg	20	6	1	2	2
Gold		21	23	22	24	23
FTSE 100	GB	22	21	21	20	14
Rohöl		23	22	25	23	25
REXP 10	D	24	24	23	21	20
Shenzen	China	25	25	24	25	22

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

gegen die Argumente, die seit Jahren geradezu gebetsmühlenartig gegen den Edelmetallsektor ins Feld geführt werden. Da ist es erfrischend, mal etwas Neues zu lesen: So erstaunte jüngst ein bekannter Börsenkommentator mit einem so noch nicht gehörten Einwand gegen Silber: Es verfärbte sich, wenn er seinen Radiergummi darauf lege. Wir meinen: Sonderpreis für Originalität! Im Berichtszeitraum gewann Silber sechs Ränge und überflügelte Gold. Physisches Silber kann weiter zugekauft werden, Engagements in Silberminen haben keine Eile.

Ralph Malisch

Der Einführungsartikel zu dieser Rubrik kann unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/) nachgelesen werden.

Sentimenttechnik

# NOTES: Analysten in der Bärenfalle

Von Manfred Schumacher ([www.schumachers.net](http://www.schumachers.net))

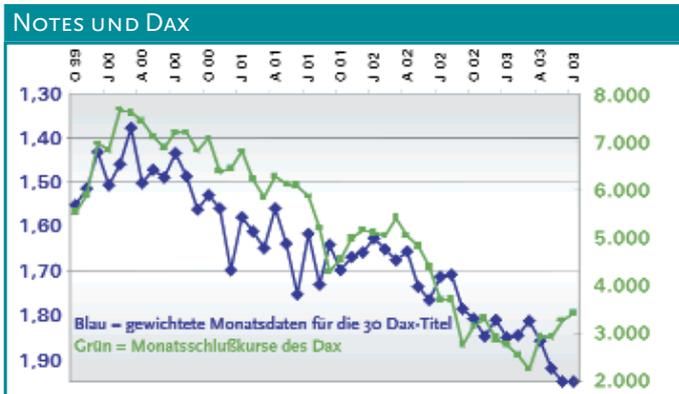
Mit einer Zeitverzögerung von vier Monaten scheinen die Sentimentindikatoren von NOTES allmählich den Kursen an der Börse zu folgen. Die durchschnittliche Monatsnote wurde im Juli aus 1.244 Empfehlungen mit 1,95 berechnet und blieb damit per Saldo unverändert. Dennoch ist die Angst der Analysten, zum falschen Zeitpunkt Hurra zu schreien, immer noch groß. Die Erfahrungen seit Erfassung der NOTES lassen eigentlich nur eine Interpretation zu: In der Gesamtheit ändert die Finanzgemeinde die Richtung ihrer Stimmungen nur äußerst schwerfällig. Das war z.B. zum Ende

der Hausse im Frühjahr 2000 zu beobachten, als die Stimmungsindikatoren erst allmählich ihre Richtung geändert haben. Das Ende des Bärenmarktes, das viele für Frühjahr 2003 ausgemacht haben, wurde von den Sentimentindikatoren bis heute nicht bestätigt. Aufgrund der Verhaltensmuster von Analysten in ihrer Gesamtheit läßt sich eine Stimmungswende erst bei einer sehr deutlichen Abwärtskorrektur vermuten. Denn nur eine solche Korrektur ermöglicht es den Analysten, die Aktien heraufzustufen, ohne ihre bisherige Einstellung ändern zu müssen.

13 BANKEN\*, DEREN SENTIMENT ZUM DAX SICH IM 1. QUARTAL 2003 VERBESSERT HAT

MEDIUM	JULI	MÄR-JUL	JAN-MÄR
CAI CHEUVREUX	1,53	-0,03	0,29
SG SECURITIES	2,05	-0,15	0,20
HELABA TRUST	1,90	-0,15	0,19
BANKGES. BERLIN	1,81	-0,05	0,13
JULIUS BÄR	1,78	-0,26	0,11
COMMERZBANK	1,78	0,13	0,09
WESTLB	1,63	-0,07	0,08
UBS	2,11	-0,45	0,07
DZ BANK	1,64	-0,24	0,07
MERCK FINCK & Co.	1,57	0,17	0,06
J.P. MORGAN	1,90	0,10	0,05
LEHMAN BROTHERS	1,96	0,08	0,04
DEUTSCHE BANK	1,65	-0,06	0,02

\*) Noten ungewichtet, mit einer Coverage von mind. 20 Werten



Der Einführungsartikel zum NOTES-Indikator kann im Smart Investor 5/03 oder unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/index.hbs](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/index.hbs) nachgelesen werden.

# Put/Call-Ratio: Pessimismus nimmt zu

Stimmungsindikatoren gibt es viele. Doch der Ur-Sentimentindikator ist das von Marty Zweig entwickelte Put/Call-Ratio. Grundsätzlich wird damit das Verhältnis von gehandelten Put- zu Call-Optionen ausgedrückt. Auch mit diesem Stimmungsbarometer sollen die Emotionen der Marktteilnehmer eingefangen werden, die besonders an signifikanten Wendepunkten zu irrationalen Handlungen führen und so gute Contra-Indikatoren abgeben. Als Regel gilt: Ein niedriges P/C-Ratio ist negativ zu werten, da die Anleger zu optimistisch geworden sind, was sich an überproportional hohen Call-Käufen bemerkbar macht. Ein hohes P/C-Ratio impliziert genau das Umgekehrte. Die recht volatilen Tages-Daten werden in der Regel geglättet, im nebenstehenden Chart, der dem Börsenbrief FINANZWOCHE entnommen wurde, beispielsweise mit dem Durchschnitt der letzten 20 Tage.

Momentan befindet sich das P/C-Ratio für die Dax-Aktien im neutralen Bereich, aber mit einer leicht positiven Tendenz. War vor wenigen Wochen noch der Pessimismus zu gering, so hat sich mittlerweile wieder mehr Vorsicht unter den Anlegern breit gemacht (steigendes P/C-Ratio) – und das, obwohl sich der Dax nach wie vor auf hohem Niveau halten kann. Dies ist ungewöhnlich, da der Pessimismus bei steigenden Kursen in der Regel abnimmt. Die leicht positive Tendenz des Indikators kann sich bei aufkommender Euphorie allerdings wieder blitzschnell ändern.



Quelle: Finanzwoche

**Aktie im Blickpunkt**

# Fielmann AG

## Marktführer vor großen Herausforderungen

Die Erfolgsmeldungen des größten deutschen Augenoptikers Fielmann nehmen kein Ende: Auch im sechsten Jahr in Folge wird ein Rekordergebnis angepeilt, die internationale Expansion schreitet zunehmend voran, und nahezu jede zweite in Deutschland verkaufte Brille stammt von den Hamburgern. Die Aussichten könnten rosig sein, wäre da nicht die Bundesregierung. Denn mit dem derzeit vorgelegten Entwurf einer umfassenden Gesundheitsreform sind tiefe Einschnitte für die augenoptische Branche verbunden. Grund genug, das Unternehmen und die sich daraus entwickelnden Chancen und Risiken einmal genauer zu beleuchten.

### Unternehmen...

Die 1972 gegründete Fielmann AG hat sich auf die Herstellung, den Handel und den Verkauf von Brillen spezialisiert und deckt damit die gesamte Wertschöpfungskette der Branche ab. In 511 Niederlassungen wurden dabei im vergangenen Jahr mehr als 5 Mio. Brillenfassungen und knapp 12 Mio. -gläser abgesetzt. Während die eigene Herstellung von Fassungen in erster Linie der Forschung und Entwicklung dient und fertige Gestelle fast ausschließlich in Fernost bestellt werden, produziert Fielmann derzeit etwa 3 Mio. Gläser im firmeneigenen Logistik- und Fabrikationszentrum im brandenburgischen Rathenow. Der überwiegende Teil wird dagegen von europäischen Markenherstellern wie Zeiss oder Essilor bezogen. Mittelfristige Zielvorgabe ist es, den Eigenanteil an Gläsern auf 30 % auszubauen.

### ...und Branche...

Mit der simplen Geschäftsstrategie, Brillen möglichst günstig anzubieten, hat sich Fielmann in der Vergangenheit deutlich von der Konkurrenz abgesetzt: So steigerten die Hamburger in den letzten fünf Jahren ihren Umsatz überproportional um mehr als 10 % p.a., während sich der deutsche Markt nach einem reformbedingten Einbruch 1997 mit abnehmenden, einstelligen Wachstumsraten bis zum Jahr 2001 nur leicht erholen konnte. Nach-



dem im letzten Jahr der Branchennettoumsatz sogar um 2 % auf insgesamt 3,4 Mrd. Euro zurückgegangen ist, entwickeln sich die Erlöse und Absätze nach Angaben des Zentralverbandes der Augenoptiker (ZVA) auch in diesem Jahr bisher eher rückläufig; lediglich die anhaltende Nachfrage nach Kontaktlinsen -8,5 % des Umsatzes – und höherwertigen Brillen bringt derzeit positive Impulse. In diesem schwierigen Umfeld setzt sich der Konzentrationsprozeß auf dem stark fragmentierten Markt weiter fort. So konnten die zehn größten deutschen Optikerketten den Anteil sowohl ihrer Betriebsstätten mit 12,4 % (2001: 12,1 %) als auch ihres Gesamtumsatzes mit 30,6 % (28,3 %) weiter erhöhen.

### ...im Vergleich

Hauptkonkurrent von Fielmann in der Bundesrepublik ist das amerikanische Unternehmen Pearle Vision mit seiner deutschen Tochter Apollo Optik. Nach der Übernahme der dänischen Synoptik, die auch mit über 50 Filialen in Deutschland vertreten ist, kommt Pearle unter Berücksichtigung der über 350 Niederlassungen von Apollo dem deutschen Marktführer Fielmann (453 Ladenlokale) auf nationaler Ebene bedeutend näher. Allerdings zeigt sich die Ausnahmestellung der Hamburger weniger in der Zahl ihrer Standorte, sondern vielmehr in der herausragenden Produktivität, da Fielmann mit lediglich 5 % aller deutschen Optikergeschäfte und 16 % der bundesweit beschäftigten Mitarbeiter der Branche einen Marktanteil am Brillenumsatz von 23 % und am Stückzahlenabsatz von 43 % erzielt. Apollo und Synoptik erlösen Schätzungen zu Folge mit ca. 4 % der Betriebsstätten lediglich 9 % des deutschen Branchenumsatzes.

### Wachstum...

Dank dieser Überlegenheit konnte Fielmann 2002 entgegen der Branchenschwäche das fünfte Rekordergebnis in Folge verbuchen: Bei einem Umsatzplus von 6 % auf 657,1 Mio. Euro verblieben 45 Mio. Euro (+14,8 %) Reingewinn. Ein Fünftel der Erlöse bestand dabei aus den Zuzahlungen der Krankenkassen. Hauptum-

FIELMANN AG			
BRANCHE	AUGENOPTIK		
WKN	577 220	AKTIENZAHL (MIO.)	21,00
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 25.8. (EURO)	33,28
MITARBEITER (31.12.02)	9.900	MCAP (MIO. EURO)	699

	2002	2003 E	2004 E
UMSATZ (MIO. EURO)	657,1	743,0	670,0
% GGÜ. VJ.	+6,0 %	+13,1 %	-9,8 %
EPS (EURO)	2,14	2,43	1,46
% GGÜ. VJ.	+1,4 %	+13,6 %	-39,9 %
KUV	1,05	0,93	1,03
KGV	15,4	13,6	22,6

satzträger waren neben Kontaktlinsen (9 %) und Brillenfassungen (24 %) vor allem Gläser mit einem Anteil von 64 %. Insbesondere der Bereich Kontaktlinsen und Equipment konnte dabei mit einem Erlöszuwachs von 16 % gegenüber dem Vorjahr wiederholt überproportional zulegen. Auch in diesem Jahr scheint sich Fielmann vom schwierigen Marktumfeld erneut abkoppeln zu können, da schon zum Halbjahr sowohl beim Umsatz mit 355,8 Mio. als auch beim Ertrag mit 29,2 Mio. Euro deutliche Steigerungen (+9,9 % respektive +10,3 %) erzielt wurden.

#### ...durch Expansion

Eine große Stütze der positiven Unternehmensentwicklung in den letzten Jahren war der kontinuierliche Ausbau des internationalen Geschäfts. Da der beabsichtigte Absatzmarktanteil von über 50 % in Deutschland nahezu erreicht ist, konzentriert sich Fielmann darauf, das erfolgreiche Geschäftskonzept sukzessive auch auf andere Länder zu übertragen, um dort eine ähnliche Marktstellung zu erobern. Erfolgreiche Markteintritte sind bereits in den Ländern Schweiz, Österreich, Niederlande und Polen erfolgt, wo an knapp 60 Standorten im vergangenen Jahr bereits über 100 Mio. Euro umgesetzt wurden. Neben dem Ausbau der Marktanteile sollen in naher Zukunft weitere Länder wie Italien oder England erschlossen werden. Während die weitere Expansion dabei vornehmlich durch organisches Wachstum erfolgen soll, sind für den Markteintritt auch Akquisitionen kleinerer Optikerketten, wie vormals in der Schweiz oder in den Niederlanden, möglich. Eine solche Gelegenheit könnte sich derzeit in Frankreich ergeben, wo der Brillenfilialist Grand Vision zum Verkauf steht, an dem auch Pearle Vision interessiert sein soll.

#### Chancen und Risiken

Nachdem das Wachstum in Deutschland an seine Grenzen stößt und sich der Wettbewerb durch das aggressive Auftreten der Pearle-Gruppe weiter verstärkt, existieren für Fielmann in Europa noch immense Expansionsmöglichkeiten. Allerdings dürften die nächsten Schritte nicht nur durch die internationale Konkurrenz, sondern auch durch das Verlassen des angrenzenden Auslands schwieriger werden, da Fielmann somit weniger von den Streueffekten der deutschen Werbung profitieren dürfte. Auf nationaler Ebene ist den Hamburgern dagegen eine herausragende Marktstellung zu attestieren, die zum einen durch hohe Eintrittsbarrieren, insbesondere in bezug auf Personal und Standorte, und zum anderen durch die hohe Solidität – EK-Quote: 61,5 %, Free Cash Flow: 70 Mio. Euro in 2002 – und Profitabilität – EK-Rendite: 19,3 %, Umsatzrendite: 6,8 % – der Gesellschaft gekennzeichnet ist. Langfristig sollte die Nachfrage nach Sehhilfen in Folge der Zunahme an Präzisionsberufen sowie durch die voranschreitende Alterung der Gesellschaft auch auf dem deutschen Markt wieder steigen. Fielmann verspricht sich hierbei aufgrund seiner relativ

jungen Kundenstruktur vor allem im Bereich der hochwertigen Gleitsichtgläser umfangreiches Wachstumspotential.

#### Gesundheitsreform

Zentraler Risikofaktor der gesamten Branche dürfte kurzfristig allerdings der Plan der Bundesregierung sein, im Zuge der Gesundheitsreform ab 2004 die bestehenden Kassenzuschüsse für Sehhilfen weitgehend zu streichen. Aufgrund dessen sollte es nach deutlichen Vorzieheffekten der Verbraucher gegen Ende dieses Jahres zu erheblicher Kaufzurückhaltung im nächsten Jahr kommen. So kalkuliert auch der ZVA mit branchenweiten Umsatzeinbußen von über 20 %. Wie aber bereits in Folge der letzten Gesundheitsreform im Jahr 1997, bei der die Erlöse der Optiker insgesamt um 15 % und von Fielmann um knapp 8 % zurückgegangen sind, werden die Folgen der Subventionsstreichungen die Hamburger voraussichtlich weniger hart treffen als die Konkurrenz. So sollte Fielmann noch stärker als bisher vom steigenden Preisbewußtsein der Verbraucher und von der induzierten Marktberreinigung profitieren

können. Zudem erscheint die Gesellschaft durch ihre fortgeschrittene Internationalisierung besser aufgestellt als noch 1997. Entscheidend wird daher sein, wie schnell Fielmann die Kosten an die veränderte Absatzsituation anpassen kann.



#### Fazit

Nach Erwartung von *Smart Investor* dürfte die Gesundheitsreform den Hamburgern nach einem glänzenden Jahr 2003 (Umsatz: 745 Mio.; Gewinn: 51 Mio. Euro; jeweils geschätzt) deutliche Einbußen im nächsten Jahr bescheren. Wir rechnen mit einem Umsatzminus von ca. 10 % bei etwa 40 % weniger Gewinn. Aufgrund dessen erscheint die Bewertung der Gesellschaft mit einem KGV04 von über 22 und einem KUV04 von etwa 1 auf den ersten Blick nicht günstig. Da die Verbraucher ihre Brillenschaffungen allerdings nur zeitlich begrenzt aufschieben können, sollte Fielmann aufgrund seiner herausragenden nationalen Marktstellung als Preis- und Kostenführer bereits ab 2005, wie bereits in den Folgejahren nach der Reform 1997, wieder in die alte Wachstumsdynamik zurückfinden. Auch die ausgezeichnete Finanzstruktur und die hohe Ertragskraft der Gesellschaft sprechen dafür, daß Fielmann vom voranschreitenden Konsolidierungsprozeß überproportional profitiert. Zudem trauen wir den Hamburgern auch weiterhin ein gutes Händchen bei der schrittweisen, aber konsequenten Internationalisierung zu. Langfristig orientierte Anleger sollten deshalb die im Zuge der Diskussion um die geschäftlichen Auswirkungen der Gesundheitsreform sicherlich eintretenden Kursrückschläge und Übertreibungen nach unten nutzen, um in kleinen Tranchen bei der Fielmann-Aktie einzusteigen.

Patrick Nix, Holger Steffen

## MoneyTalk

## „Sicherlich den größten Hebel“

*Smart Investor im Gespräch mit Ian Murray, stellvertretender CEO und Finanzvorstand der südafrikanischen Goldminengesellschaft Durban Roodepoort Deep über interne Querelen, die Abhängigkeit vom Randkurs, Perspektiven am Kap der guten Hoffnung und einen Hebel, der es in sich haben soll.*

**Smart Investor:** Mr. Murray, in der letzten Zeit war immer wieder von Forderungen der südafrikanischen Gewerkschaften der Minenarbeiter nach höheren Löhnen zu hören. Dabei wurde auch mit Streiks gedroht. Sind diese Probleme jetzt vom Tisch, oder drohen weitere Auseinandersetzungen?

**Murray:** In Südafrika kommt es alle zwei Jahre zu neuen Tarifabschlüssen. Bei den diesjährigen Verhandlungen forderten die Gewerkschaften eine einheitliche Lohnanhebung von 20 %. Im Gegensatz zu anderen Minengesellschaften haben wir unterschiedliche Tarife für die einzelnen Minen. Diese hängen hauptsächlich von den Förderkosten ab. Daher konnten wir uns auch auf unterschiedliche Lohnsteigerungen zwischen 7 % und 10 % einigen. Die Gefahr eines Streiks besteht daher nicht.

**Smart Investor:** Es wird immer wieder das Stichwort Black Economic Empowerment genannt. Um was handelt es sich dabei genau, und inwieweit betrifft es Durban Deep?

**Murray:** Dabei handelt es sich um ein Programm der Regierung, welches vorsieht, die schwarze Bevölkerung an den Unternehmen, für die sie arbeiten, zu beteiligen. Dabei müssen natürlich die Alteigentümer einige Anteile abgeben, was kurzzeitig einen kleinen Verlust darstellt. Doch langfristig sind wir optimistisch, daß dieses Programm das Klima im ganzen Land verbessern kann. In den nächsten fünf Jahren sollen diese Beteiligungen rund 15 % ausmachen. In den nächsten zehn Jahren werden sie sogar auf 26 % steigen. Bei Durban liegt diese Quote jetzt schon bei 24 %.

**Smart Investor:** Zwischen dem jetzigen und dem alten Durban-Management gab es in der Vergangenheit heftige Differenzen. Wann wird dieser Streit beendet sein, und welche finanzielle Konsequenzen hat er?

**Murray:** Zu dem Streit kam es, als bekannt wurde, daß in der Vergangenheit einige Unregelmäßigkeiten bei Transaktionen und Zahlungen in Verbindung mit dem alten Management aufgetreten sind. Die Abschreibungen, die die Firma hinnehmen mußte, beliefen sich auf ca. 600 Mio. Rand. Während der Aufklärung dieser Unregelmäßigkeiten kam es zu einigen Zwischenfällen wie z.B. Sabotagen und Einbrüchen. Jedoch ist Durban nun soweit, den Fall langsam abzuschließen und sich endgültig von den Abschreibungen aus diesen Geschäften zu erholen.

**Smart Investor:** In den letzten fünf Jahren konnte Durban den Umsatz weit mehr als verdoppeln. War das eher durch Übernahmen bedingt, oder wuchs das Unternehmen organisch?

**Murray:** Beides. Einerseits haben wir einige Minen, wie z.B. die südafrikanische East Rand Proprietary Mines (ERPM) im letzten

Oktober übernommen. Andererseits konnten wir eine höhere Effizienz besonders durch Kosteneinsparungen erreichen. Beides trug dazu bei, daß Durban die jährliche Fördermenge von ursprünglich 0,1 Mio. Unzen im Jahre 1999 auf 1 Mio. Unzen in 2001 steigern konnte.

**Smart Investor:** Beim Anblick der Bilanz von Durban fällt auf, daß das Unternehmen einerseits noch immer Verluste schreibt, andererseits steigende Kosten aufweist. Woran liegt das, und was gedenken Sie dagegen zu tun?

**Murray:** Die steigenden Kosten sind im wesentlichen auf den Rand/Dollar-Kurs zurückzuführen. Denn wir verkaufen unser Gold in US-Dollar, bilanzieren jedoch in Rand. Der stark steigende Randkurs führt so natürlich zu steigenden Kosten, bei fallenden Erlösen durch den schwächer werdenden Dollar. Daher ist eine höhere Effizienz von Seiten des Managements und der Arbeiter gefordert. So haben wir zwei Maßnahmen zur Kostensenkung ergriffen. Erstens werden wir mit einem Rationalisierungsprogramm beginnen, dessen Ziel es ist, die Förderkosten unter 300 US-\$ je Unze zu drücken und dort zu halten. Zweitens werden wir die Produktion in den Minen mit hohen Förderkosten zurückfahren, bis es sich aufgrund eines höheren Goldpreises wieder als effizient erweist.

**Smart Investor:** Sie haben gerade die starke Abhängigkeit vom Rand und dem Goldpreis angesprochen. Machen Sie Hedging-Geschäfte, um sich gegen Kursschwankungen abzusichern?

**Murray:** Nein, Absicherungsgeschäfte machen wir seit einiger Zeit nicht mehr. Durban ist also ein sogenannter Non-Hedger. Wir haben zwar den Dollar, den Rand und das Gold in der Vergangenheit gehedged, es jedoch aufgegeben, um interessanter für europäische und amerikanische Investoren zu werden. Denn wir gehen davon aus, daß ein Investor 100 % Durban kaufen möchte und nicht einen durch Hedging verwässerten Wert.



Ian Murray

**Smart Investor:** Da Sie keine Absicherungsgeschäfte betreiben, scheinen Sie einen fallenden Kurs des Rands zu erwarten. Wie schätzen Sie da die zukünftige Entwicklung ein?

**Murray:** Wir glauben, daß der starke Rand nur ein temporärer Effekt ist. Schon gegen Ende des Jahres erwarten wir wieder Schwächen. In der Vergangenheit ist der Rand künstlich gestiegen, da die Notenbank die Zinsen auf teilweise 15 % erhöht hat, um die ehemals hohe Inflation zu bekämpfen. Mittlerweile ist die Inflation auf 6 % bis 7 % gesunken, die Zinsen sind aber noch auf dem alten Niveau geblieben. Daher ist eine Zinssenkung unumgänglich, und sobald die Notenbank damit beginnt, wird Geld aus dem Land fließen und der Rand wieder an Wert verlieren. Andererseits sind wir positiv für das Gold gestimmt. Wer also an einen fallenden Rand und steigendes Gold glaubt, der hat bei Durban Deep sicherlich den größten Hebel.

**Smart Investor:** Doch momentan steht das Szenario eines fallenden Rands noch in den Sternen und Durban schreibt weiter Verluste. Ab wann kann man denn mit dem Break Even rechnen?

**Murray:** Mit dem Break Even rechnen wir im Dezember-Quartal dieses Jahres. Einerseits aufgrund des unserer Meinung nach fallenden Rands und des weiterhin starken Goldkurses. Auf der anderen Seite hat der Rationalisierungsprozeß in Form eines Programms zur Kostensenkung schon begonnen. Dabei haben wir die Arbeiten in den unprofitablen Gebieten vorerst gestoppt und arbeiten nur noch in den restlichen 80 % der profitablen Gebiete weiter. Daher erwarten wir bei einem Goldpreis von 350 US-\$ je Unze neben dem Break Even noch eine Gewinnmarge von 20 %.

**Smart Investor:** Sie haben gerade vom Break Even und einem Goldpreis im Bereich von 350 US-\$ gesprochen. Anders gefragt, ab welchem Goldpreis sehen Sie die ersten Probleme für das Unternehmen, und was planen Sie für das Worst-Case-Szenario?

**Murray:** Zu Problemen kann es erst kommen, wenn der Goldpreis bei gleichbleibendem Rand auf 330 US-\$ fällt oder der Goldpreis bei 350 US-\$ verharret, während der Dollar weit unter 7 Rand fallen würde – wobei hier ein fallender Goldkurs eindeutig negativere Folgen haben dürfte. Sollte es dazu kommen, planen wir, nur noch in unseren billig produzierenden Gebieten weiterzufördern und die anderen Projekte bis auf weiteres einzufrieren. Es wird dann zu einem „Minen-Mix“ kommen, denn die Förderkosten variieren von Schacht zu Schacht.

**Smart Investor:** Zu den größten Problemen in Südafrika, wo ja Ihr Hauptgeschäftsfeld liegt, zählt AIDS. Inwieweit belastet das Ihr Geschäft, und wie sieht da die zukünftige Entwicklung aus?

**Murray:** Das stimmt. Anders als viele Leute denken, ist weder Inflation, noch Black Economic Powerment das größte Problem hier, sondern AIDS. Deshalb besteht unsere größte Herausforderung darin, neue Arbeiter auszubilden, die kranke Arbeiter notfalls ersetzen können. Wir wollen unsere Angestellten in möglichst vielen Teilbereichen ausbilden, damit sie universell eingesetzt werden können, sollte einmal Not am Mann sein. Zu diesem Zweck haben wir 20 Mio. US-\$ in Trainingsmaßnahmen investiert und ein neues Trainingscenter errichtet.

**Smart Investor:** Planen Sie neben den Maßnahmen zu höherer Effizienz weitere Explorationen?

**Murray:** Nein. Im Moment haben wir nur eine Exploration in der Tolukuma Gold Mine in Papua New Guinea. Wir investieren dort jährlich rund 4 Mio. US-\$ in Bohrungen und rechnen mit einem Goldfund von 1 Mio. Unzen, mit einem der weltweit größten Karat-Anteile. Weitere Explorationen sind nicht geplant, denn Durban verfügt über Reserven von 15 Mio. Unzen und Ressourcen von 60 Mio. Unzen. Damit beträgt die Lebensdauer unserer Reserven ungefähr 15 Jahre.

**Smart Investor:** Wo sehen Sie die größten Herausforderungen, denen sich Durban in der nächsten Zeit stellen muß?

**Murray:** Unsere Herausforderung besteht darin, weiter zu wachsen und vor allem in Südafrika die Kosten zu senken. Die eine oder andere Akquisition steht auch noch auf dem Programm, um das Länderrisiko zu mindern, weniger vom Rand abhängig zu sein und stärker zu expandieren.

**Smart Investor:** Was macht Durban Roodepoort nun so interessant gegenüber anderen Goldminen?

**Murray:** Wie bereits angesprochen verfügt Durban zum einen über einmalig hohe Goldreserven, wir treiben unser Programm zur Kostensenkung weiter voran und denken an Diversifikation, um das Risiko zu mindern. Zum anderen hat Durban einen extrem hohen Hebel. Einmal bezogen auf den Dollar-Goldpreis,

dort betrug die Korrelation im Jahre 2002 etwa 90 %, aber auch zum Rand-Goldpreis, wo sie bei 70 % lag. Zwar hat sie sich in der letzten Zeit etwas mehr zum Rand verschoben, jedoch ist der Hebel noch eindeutig vorhanden. So verursacht ein Anstieg des Goldpreises um 1 % einen Anstieg unseres Aktienkurses zwischen 3 und 7 %. Und Sie können sich sicherlich vorstellen, was ein sinkender Randkurs und ein zugleich steigender Goldpreis für Auswirkungen haben werden.

**Smart Investor:** Mr. Murray, vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralf Flierl, Sebastian Storfner



## Buy or Good Bye

## Good Bye: adidas-Salomon



Zwischenzeitliche Krisen wie 1992 und 1998 hat adidas-Salomon (WKN 500 340) unbeschadet überstanden. Das sah nicht immer so aus. Zu Jahresbeginn 2001 konnte adidas einer Herausnahme aus dem Dax nur mit Mühe entgehen. Der seit über 80 Jahren im Sportartikelgeschäft tätige Konzern spürt derzeit aber die extreme Zyklizität der Branche – und die Konkurrenz. Vor allem Puma, Nachbar im kleinen Herzogenaurach, trägt derzeit die Krone des Innovationsführers und macht mit seiner Lifestylemode seinen beiden großen Mitbewerbern adidas und Nike zunehmend mehr Marktanteile abspenstig. In erster Linie der US-Markt, dem man eine hohe Markenaffinität bescheinigt, ist heiß umkämpft. Mit 12 % Marktanteil kommt adidas dort nach wie vor nur schleppend voran. Das Ziel von 20 % innerhalb von maximal fünf Jahren wirkt verwegend, wenn man die bisherigen Trippelschritte von adidas in Rechnung stellt. Im zweiten Quartal gingen die US-Aufträge und -Umsätze derweil zurück, und das auf einem Markt, in dem adidas immerhin fast ein Drittel seiner Erlöse erzielt. Im Gesamtkonzern brach der Umsatz um 8 % und das Betriebsergebnis um 9 % ein.

Auch mit der Übernahme der Wintersportmarke Salomon hat sich adidas bislang verkalkuliert. Im letzten Winter verlief der Absatz abermals schleppend, die Lager füllten sich. Vom positiven Momentum, das adidas-Chef Herbert Hainer noch zu Jahresanfang sah, ist derzeit nichts mehr zu spüren. Dank eines etwas abgeschwächten Euro könnten die Zahlen für das laufende Quartal wie-

der etwas ansehnlicher ausfallen, denn ein Teil der Rückgänge ging aufs Konto des Umrechnungskurses. Doch gegen die Nachfrageschwäche in den USA scheint adidas rat- und machtlos. An einem Preiskampf wolle man sich nicht beteiligen, doch das haben schon viele gesagt und nicht eingehalten. Die adidas-Aktie bietet somit kein Potential: Nike ist der Liebling der heimischen US-Anleger, Puma hat die weit attraktivere Mode und das Momentum für sich – bei gleicher Bewertung. Und der adidas-Chart macht trotz des leichten Anstiegs schon seit Monaten keinen vertrauenerweckenden Eindruck mehr.



## Buy: Canadian Natural Resources



Obwohl Erdgas derzeit der Energieträger mit der höchsten Wachstumsdynamik ist, finden fast ausschließlich die Ölpreise Einzug in die Schlagzeilen der Medien. In den Vereinigten Staaten haben sich die Gaspreise gegenüber dem letzten Jahr mehr als verdoppelt bzw. liegen bei einem Vielfachen des Durchschnittspreises der letzten Jahre, was zu einem gehörigen Anstieg der gefühlten Inflation in den Staaten beitrug. Aufgrund ihres ungezügelt Energiekonsums importieren die USA bis zu einem Fünftel ihres Erdgasbedarfs. Davon profitieren die kanadischen Erdgasexplorationsunternehmen, unter ihnen Canadian Natural Resources (WKN 865 114) als fünftgrößter Gasproduzent Nordamerikas. Die Nachfrage ist ungebrochen: Im ersten Halbjahr legte der Umsatz um stattliche 86 % auf 2,5 Mrd. Can-\$ (1 Can-\$ entspricht 0,64 Euro) und der Gewinn sogar auf mehr als das Dreifache im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zu. Dabei erzielt CNR jeweils die Hälfte seiner Erlöse mit der Erdgasförderung bzw. der Exploration diverser Ölsorten.

CNR hat im wahrsten Sinne des Wortes eine volle Pipeline für sein Portfolio. In der umfangreichsten Maßnahme der Unternehmensgeschichte führten die Kanadier fast 400 Probebohrungen in erster Linie nach Erdgasvorkommen durch, wobei sich eine Erfolgsrate von 94 % herausstellte. Im Vergleich zur Konkurrenz in Nordamerika, wo CNR fast ausschließlich aktiv ist, ist das Unternehmen auf Basis sämtlicher Kennzahlen am günstigsten be-

wertet (KGV03e von 7 bis 8, Kurs-/Buchwert-Verhältnis von 1,3 und ein Verhältnis von Unternehmenswert zu EBITDA von gerade einmal 3). Eine hohe Bruttogewinnmarge von über 70 % erreicht zudem kaum einer der Mitbewerber. Der Kurs von CNR notiert nicht zu Unrecht fast am Allzeithoch bei knapp unter 40 Euro. Angesichts der neuen Bohrprojekte, der Rückführung von Verbindlichkeiten, Aktienrückkäufen sowie anhaltend starkem Wachstum könnte die Nachrichtenlage kaum besser sein für weitere Kurssteigerungen.



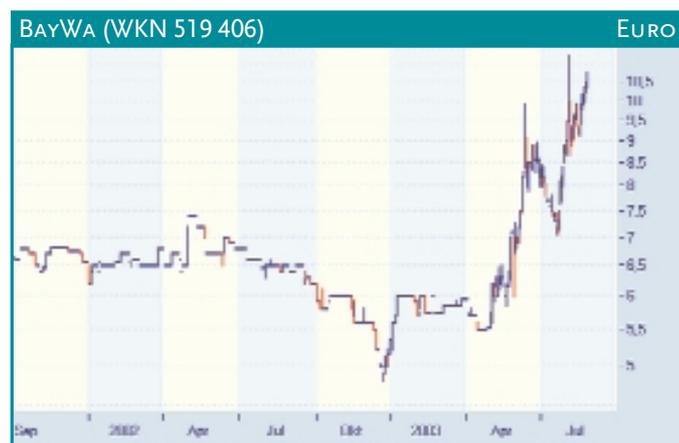
## Buy: BayWa



Der Münchner BayWa-Konzern (WKN 519 406) führte bis zum Frühsommer ein trauriges Schattendasein an der deutschen Börse, trotz seines Jubiläums nach 80 Jahren Firmenbestehen. Seitdem ist der Kurs eines der führenden europäischen Handels- und Dienstleistungsunternehmen deutlich in Schwung gekommen und mittlerweile rund 10 Euro. Doch selbst nach dieser Kursverdoppelung ist die im Agrarbereich, Bau und Energiesektor tätige Gesellschaft alles andere als fürstlich bewertet. BayWa notiert auch jetzt erst nur mit etwa der Hälfte des konservativ angesetzten Buchwertes und einem Zwanzigstel des Jahresumsatzes, der im laufenden Jahr auf 6 Mrd. Euro steigen dürfte. Der Grundstein dazu wurde im ersten Halbjahr bereits gelegt. In den drei Kerngeschäftsfeldern stiegen die Umsätze jeweils, so daß sich zum 30. Juni ein Plus von 14 % auf 2,97 Mrd. Euro ergab. Der Gewinn legte derweil um 26 % auf 26,4 Mio. Euro zu.

BayWa operiert mit winzigen Gewinnmargen: 1,4 % im Agrar- oder 0,5 % im Energiebereich, die Bruttoumsatzrendite von 0,9 % wirkt sogar extrem mager. Kleinste Veränderungen an der Kostenstruktur können bei Bedarf den Ertrag zielorientiert steuern. Nach den Dürreschäden dieses Sommers ist bei den Agrarprodukten (wo die Hälfte der Erlöse erzielt wird) eine Hochrechnung des guten Halbjahresergebnisses auf das Gesamtjahr natürlich nicht mehr möglich. Die Justierung der Stellschrauben wird das Ergebnis je Aktie wie angedeutet aber in den Zielbereich von 0,80 Euro

führen, womit sich ein KGV von 12 ergäbe. Nicht zuletzt aufgrund des hohen Immobilienvermögens der Münchner liegt der BayWa-Substanzwert bei mindestens 30 Euro je Aktie, bei weniger konservativer Betrachtung auch mehr. Vor diesem Hintergrund ist unklar, durch welche Bewertungsanomalie sich der Kurs im April im Tief auf 4,55 Euro ermäßigen konnte. Unter fundamentalen Gesichtspunkten bleibt BayWa im Small- und MidCap-Bereich auch bei 10 Euro noch ein Schnäppchen, da sich bislang nur ein Teil des Substanz- und Ertragswerts im Kurs widerspiegelt.



## Buy: Randgold Resources



Außer Assoziationen zur südafrikanischen Währung hat Randgold (WKN 725 199) rein gar nichts mit Südafrika zu tun. Die in Mali tätige Minengesellschaft, die dort die Morila-Goldmine betreibt, ist auf den englischen Kanal-Inseln angesiedelt, so daß Randgold sich des Themas Steuerpflicht geschickt entzieht. Morila stieg im vergangenen Jahr mit einer Produktion von etwa 1 Mio. Unzen in die Top 10 der weltweit größten Produzenten auf, und dies zu Cash-Kosten von nur 100 US-\$. Im ersten Quartal lagen diese sogar nur bei 93 US-\$, trotz Sonderkosten nach Problemen mit dem Bohrequipment. Dieser Wert wird innerhalb des gesamten Goldminensektors nur von ganz wenigen Unternehmen unterboten. Die Lebensdauer der gesicherten Reserven für Morila liegt derzeit allerdings nur bei ca. 9 Jahren, so daß jüngst entdeckte Gesteinsanomalien in der Mine, die auf zusätzliche Vorkommen hindeuten, berechnete Hoffnungen weckten.

Fast 50 Explorationsziele hat Randgold darüber hinaus vor allem im westafrikanischen Raum im Visier. Nicht nur dank hoher Liquidität von 85 Mio. US-\$ und niedriger Finanzverbindlichkeiten kann Randgold nach geeigneten Übernahmen oder Joint Ventures Ausschau halten. Auch Morila wird zusammen mit Partner Anglo-gold – mit der Randgold allerdings um die Übernahme von Ashanti ringt – und dem Staat Mali betrieben. Das Unternehmen genießt aufgrund seiner relativen Unbekanntheit auch jetzt noch eine niedrige Bewertung, die sich in einem einstelligen Kurs/Gewinn-

Verhältnis ausdrückt. Der Unternehmenswert in Relation zu den Goldreserven liegt bei unter 50 %, was in der Branche nicht mal von den mit Abschlägen bedachten südafrikanischen Minengesellschaften erreicht wird. Angesichts der tiefen Förderkosten ist Randgold von Schwankungen des Goldpreises praktisch unabhängig, verfügt allerdings auch nicht über einen hohen Hebel, sollte Gold kräftig zulegen. Da der Bewertungsabschlag teils der Unbekanntheit, teils der problematischen Namensgebung entspringt, können Anleger weiterhin günstig auf den Zug aufspringen.



## Externe Analyse

## Data Modul AG

*Die Zukunft der Röhre fällt flach*

*Von Peter Thilo Hasler, Leiter Small Caps Research der HypoVereinsbank*

## Unternehmensprofil

Seit 1972 entwickelt, produziert und vertreibt Data Modul Bildschirme, Baugruppen und Systeme für die Bilddarstellung, Bild erfassung und Bildübertragung in mobilen und stationären Anwendungen. Das Unternehmen ist in zwei Geschäftsbereichen tätig: Im Bereich Display-Technik ist Data Modul mit einem Umsatzvolumen von 91,5 Mio. Euro (2002) und einem Marktanteil von 4 % Europas führender Systemanbieter von Flachbildschirmen und Informationssystemen für Anwendungen im industriellen Bereich und der Unterhaltungselektronik. Neben Standardanwendungen bietet Data Modul auch kundenspezifische Lösungen an, die mit Controllerkarten, Touch Panels, eigenentwickelter Ansteuer-Software oder Embedded-PC-Komponenten ausgestattet sind. Data Modul ist beispielsweise einer von zwei Produzenten von Displays für Schiffsbrücken; hier werden besondere Anforderungen an den Hersteller gestellt, da die Monitore nachts auf einen Bruchteil ihrer Tageshelligkeit gedimmt werden müssen.

Auswählen können die Kunden aus einer Produktpalette, die alle relevanten Technologien wie LCD, OLED, TFT und Plasma umfaßt. Alle gängigen Marken und Größen werden angeboten: Die Produktpalette reicht von kleinen LCD-Modulen über Monitore bis hin zu großflächigen Flachbildschirmen. Neben Standardprodukten wie Fernsehern kommen insbesondere kundenspezifische Anwendungen in vielen Bereichen der Medizintechnik, der Kfz- und Industrie-Elektronik zum Einsatz. So weist Data Modul mit über 100 Flughafen-Installationen in 34 Ländern einen Weltmarktanteil von 70 % auf! Insgesamt steuert dieser Bereich mit 83 % der Konzern Erlöse über die beiden Marken Conrac und Batron den Löwenanteil zum Konzernumsatz bei – mit steigender Tendenz.

Das zweite Standbein des Unternehmens, die Systemtechnik (Umsatzanteil 17 %), bietet Produktlösungen auf dem Gebiet der OEM- und Mikrodrucker an. Gerade bei letzteren, die durch Kartenautomaten, Informations- und Kiosksysteme ergänzt werden können, wird Data Modul ihre Marktstellung durch eine Reihe neuer Produkte weiter ausbauen.

## Value Driver

Data Modul ist eine klassische Turnaround Story. Nach einem Jahrzehnt deutlicher Ertragsanstiege, in denen sich das Münchener Unternehmen eine Reputation als echte Ertragsperle zulegen konnte, kam es mit dem Jahrtausendwechsel, getrieben durch verschiedene Fehlentscheidungen des damaligen Managements, zu einem auffälligen Gewinneinbruch und einem noch deutlicheren Verfall des Aktienkurses. Nach mehreren Akquisitionen und einer anschließenden Phase der Reorganisation wird Data Modul in den kommenden Jahren in eine neue Wachstumsphase eintreten und Umsatz und Ertrag nachhaltig steigern. Ferner haben sich die absehbaren Zeichen eines günstigeren Marktumfeldes noch nicht im Kurs niedergeschlagen. Ein weiterer Treiber des Turnarounds ist der forcierte Einstieg in das Multimedia-Segment, mit dem die gute Marktstellung (insbesondere bei Plasma-Bildschirmen) ausgebaut werden wird. Begünstigt wird der Erfolg im Unterhaltungsegment durch den beobachtbaren Preisverfall. Hierzu spielen die Erfolge in der Fertigung eine beträchtliche Rolle: Waren früher Ausschußquoten von 90 % die Regel, so können die führenden Hersteller heute Erfolgsquoten von 70 bis 80 % melden.



Peter Thilo Hasler



## Plasma als Technologie der Zukunft

Großformatige Farb-Plasma-Displays werden vor allem in Flughäfen, Zug- und Busbahnhöfen, Messe-, Einkaufs- und Kongresszentren und anderen öffentlichen Bereichen eingesetzt. Neben Besucher-Informationssystemen eignen sich Plasma-Bildschirme insbesondere für Fernsehgeräte. In der Regel haben sie Bild diagonalen zwischen 42" und 50", einige Hersteller bieten bereits Diagonalen von 60" bzw. 63" an. Mit ihrer geringen Bautiefe von wenigen Zentimetern, einem geringen Gewicht (sie werden inzwischen sogar mit Handgriffen ausgeliefert) und einer größeren Kontrastschärfe haben sie ferner den Vorteil eines weiten Betrachtungswinkels von mehr als 160 Grad.

DATA MODUL, KENNZAHLEN

		1999	2000	2001	2002	2003E	2004E
AUFTRAGSEINGÄNGE	MIO. EURO	97,0	117,2	108,9	120,6	138,2	152,0
AUFTRAGSBESTAND	MIO. EURO	42,1	49,1	49,1	54,9	54,9	60,4
UMSATZERLÖSE	MIO. EURO	90,0	111,2	109,8	110,1	123,7	133,0
EBIT	MIO. EURO	0,9	6,0	5,4	4,3	5,5	6,4
IN % DER UMSATZERLÖSE	%	1,0 %	5,4 %	4,9 %	3,9 %	4,4 %	4,8 %
JAHRESÜBERSCHUSS NACH							
ANTEILEN DRITTER	MIO. EURO	-0,4	2,2	2,9	1,9	2,8	3,3
ERGEBNIS JE AKTIE	EURO	-0,18	0,91	1,08	0,72	1,01	1,12
CEPS	EURO	1,5	2,8	1,69	1,28	1,63	1,61

CEPS: Cash Earnings pro Aktie

**Einstieg in die Unterhaltungselektronik**

Seit kurzem ist Data Modul auch im Segment der Unterhaltungselektronik stärker präsent. Durch die Zusammenarbeit mit Medion entwickelte sich das Multimedia-Segment mit 27 % Umsatzanteil zum zweitwichtigsten Bereich des Konzerns. Wir verstehen die Zusammenarbeit mit Medion als „kurzfristig mit Option“, das heißt, Data Modul betrachtet die Großaufträge im Unterhaltungsbereich als willkommenes Zubrot, ohne Abhängigkeiten mit dem Aldi-Zulieferer einzugehen. Wir können uns allerdings vorstellen, daß Data Modul in 2003 eine Kooperation mit einem alternativen Player der Unterhaltungselektronik eingehen könnte, um das erhebliche Potential im Bereich der Plasma-Bildschirme noch stärker zu heben und die erreichte Marktstellung im Unterhaltungselektroniksegment zu zementieren bzw. auszubauen. Vorstellbar ist dabei, daß Data Modul in diese Kooperation ihr Bildschirm-Know-how einbringen könnte, während der Partner die Verantwortung im Audio-Bereich übernimmt. Gespannt können wir sein, was uns diesbezüglich die Internationale Funkausstellung in Berlin bringen wird.

**Wettbewerb/Marktumfeld**

Der Markt für Flachbildschirme ist unzweifelhaft ein Wachstumsmarkt. Je nachdem, welchen Industrieanalysten man Gehör schenkt, wird das mittelfristige Marktwachstum des Display-Weltmarktes zwischen 19,6 % und 26,4 % prognostiziert – pro Jahr! Triebfeder dieses Wachstums ist dabei die ungebrochene Nachfrage nach Bildschirmen aller Kategorien durch immer vielfältigere Einsatzmöglichkeiten, der anhaltende Preisverfall und die Tatsache, daß Flachbildschirme gegenüber Röhrenbildschirmen mannigfaltige Vorteile aufweisen. So ist die Wärmestrahlung von Flachbildschirmen wesentlich geringer als von Röhrenbildschirmen, sie sind augenschonender und energiesparender. Ihr geringeres Gewicht und der flache Aufbau prädestinieren Flachbildschirme zum Einsatz für großflächige (z.B. Anzeigentafeln an Flughäfen) ebenso wie für mobile Anwendungen (z.B. Handys). Hohe Nachfrage resultiert neben dem klassischen Bereich der Notebooks, Handhelds und Mobiltelefone insbesondere aus neuen Einsatzbereichen wie Digitalkameras oder Multimedia-Anwendungen. Unterstützt werden die technischen Vorteile dabei durch fallende Verkaufspreise: So lagen noch vor kurzem die Preise für einen 42"-Plasma-Bildschirm in der Größenordnung von 10.000 Euro und damit nicht gerade in konsumentenfreundlicher Höhe, heute liegen sie üblicherweise im Bereich von 3.000 bis 5.000 Euro. Mit den erreichten technischen Fortschritten in der Plasma-Technologie dürften in Zukunft die bislang beobachteten Preisrückgänge von bis zu 30 % jährlich nicht mehr erreicht werden können, so daß das Mengenwachstum deutlich über dem genannten Volumenwachstum liegen wird.

**Außergewöhnlich gesunde Bilanzstrukturen**

Vermutlich weist Data Modul mit die stärkste Bilanz aller deutschen (börsennotierten) Unternehmen auf. Die Eigenkapitalquote des Konzerns lag 2002 bei 43,2 %. Das Unternehmen weist keine Nettofinanzverbindlichkeiten auf, die liquiden Mittel belaufen sich auf 11,7 % der Bilanzsumme bzw. 15,6 % der Marktkapitalisierung.

Trotz einer Eigenkapitalrendite vor Steuern von 17,6 % war das Management vorsichtig genug, auf einen Mittelabfluß durch Dividendenausschüttung zu verzichten, sondern den gleichermaßen attraktiven Weg der Gratisaktien zu beschreiten.

**Weiterhin positive Free Cash Flows**

Das Geschäftsmodell ist wenig kapitalintensiv. Abgesehen vom Jahr 2000, als ein neues Firmengebäude erworben wurde, liegt die durchschnittliche Investitionsquote im Zeitraum 1998-2004 bei nur 0,7 %. Dennoch erwirtschaftet das Unternehmen stets einen ansehnlichen Cash Flow. So hat Data Modul seit dem Börsengang keine einzige Kapitalmaßnahme durchgeführt, die mit der Ausgabe von Bezugsrechten verbunden war. Mit wenigen Ausnahmen hat Data Modul stets einen positiven Free Cash Flow generieren können. Für 2003 und 2004 rechnen wir mit Cash Earnings je Aktie in Höhe von 1,63 Euro und 1,61 Euro.

DATA MODUL, BEWERTUNG (KURS 14,45 EURO)

BEWERTUNG	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E
EV/UMSATZ	0,6	0,7	0,5	0,3	0,4	0,4
EV/EBITDA	17,2	12,5	9,8	7,5	8,4	7,6
EV/EBIT	58,3	12,5	9,8	7,5	8,4	7,6
EV/NWC	4,1	4,5	3,5	4,4	3,6	3,0
KGV	N/A	26,9	14,3	16,0	14,3	12,9
ROE	7,4 %	33,4 %	28,1 %	20,5 %	24,0 %	26,0 %

EV: Enterprise Value (MCap + Nettoneuverschuldung)  
 NWC: Net Working Capital  
 ROE: Return on Investment

**Ausblick auf das Geschäftsjahr 2003**

Für 2003 und 2004 wird sich der Turnaround konkretisieren. Im laufenden Jahr rechnen wir mit einem mittleren einstelligen Umsatzwachstum, nachdem in 2001 und 2002 die Erlöse rückläufig waren bzw. stagnierten. Dabei wird sich die Erlössituation im Jahresverlauf sukzessive verbessern: Insbesondere im zweiten Halbjahr ist mit einem spürbaren Anziehen der Display-Nachfrage zu rechnen. Diese Entwicklung wird aktuell durch die sehr gute Entwicklung der beiden Frühindikatoren Auftragseingang und Auftragsbestand dokumentiert, die zum Halbjahr 2003 um 11,7 % bzw. 6,1 % angestiegen sind.

**Disclaimer**

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG gehörte einem Konsortium an, das in den letzten fünf Jahren vor Veröffentlichung dieser Analyse Wertpapiere der Gesellschaft übernommen hat, betreut die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit der Gesellschaft abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt und handelt regelmäßig Aktien der analysierten Gesellschaft.

**Musterdepot**

# Standfest auch auf zwei statt drei Säulen

*Zwei Stützpfeiler unserer vorgestellten „Dreisäulenstrategie“ reichten im letzten Monat aus, um unsere Musterdepot-Performance weiter nach vorne zu bringen. Unsere Einschätzung eines kurzfristig anstehenden Rückgangs des deutschen Aktienmarktes erwies sich allerdings als unzutreffend.*

So hatten wir im Vorfeld der letzten Ausgabe des *Smart Investor* unsere sämtlichen deutschen Positionen glattgestellt mit der Konsequenz, daß unser Depot – um im Bilde zu bleiben – nur noch auf zwei Säulen ruhte: Asien und Edelmetalle/Energie/Rohstoffe. Für beide Themen sind wir nach wie vor langfristig positiv eingestellt, doch mehr dazu weiter unten. Zugleich hatten wir aber auch abseits dieser letztgenannten Bereiche im Dax von long auf short umgesattelt – ein Fehler, wie wir unumwunden zugeben müssen, vielleicht auch nur schlechtes Timing. Fakt ist jedenfalls, daß der Dax nicht die von uns erwartete Korrekturbewegung im Juli veranstaltete, sondern munter weiterstieg und bis zur Drucklegung dieser Ausgabe das ein ums andere Jahreshoch einfuhr. Unser Ende Juli ins Musterdepot genommene Put hat uns auf diese Weise innerhalb kürzester Zeit 2.850 Euro an Gesamtwert abgeschmolzen. Nichtsdestotrotz verschließen wir die Augen jetzt nicht, sondern im Gegenteil, wir behalten uns vor, im geeigneten Moment einen weiteren Short-Versuch zu unternehmen, wenn sich die richtige Gelegenheit dazu ergibt. Die Blasenbildung vor allem im High Tech-Sektor ist nämlich bereits wieder ziemlich weit fortgeschritten (sh. auch „Powered by Potemkin“ auf S. 10/11). Bitte verfolgen Sie deshalb unbedingt unseren Newsletter-Service *Smart Investor Weekly*, für den Sie sich kostenlos anmelden können unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de).

**Erhöhung unserer „Goldförderung“**

Aber das war es auch schon: Alle anderen Positionen legten weiter zu, teilweise sogar recht kräftig. Obwohl Edelmetalle normalerweise eine negative Korrelation zu den westlichen Aktienindices pflegen, liefen in dieser Phase sowohl die Edelmetallpreise als

**LISTE DER KAUFLIMITS**

TITEL	WKN	STÜCK	KAUFLIMIT	KURS AKT.*	KAUFSUMME
CANADIAN NATURAL RESOURCES	865 114	150	34,00	36,87	5.100,00
BAYWA	519 406	700	8,30	9,34	5.810,00
ACM INDIA LIBERISATION FUND	973 247	300	17,90	19,57	5.370,00

\*) am 25.8.2003; in Euro

auch die Kurse der Minengesellschaften mit den Märkten nach oben. Dies ist ein weiteres Indiz dafür, daß wir uns gegenwärtig in ungewöhnlichen Zeiten befinden. Unser Nachkauf bei Durban und die Hereinnahme von Harmony stellten sich als lukrative Griffe heraus. Vor allem unser Einstand bei Harmony bei nur 10 Euro sieht zumindest per heute wie ein echtes Schnäppchen aus.

**Silber strahlt wieder mehr als früher**

Am besten aber lief der Silberpreis und mit ihm unser Depotwert Silver Standard Resources (SSRI). Im Vergleich zum Vormonat steht der Kurs der kanadischen Silbergesellschaft fast 50 % höher. Dazu beigetragen hat auch die Meldung, daß SSRI von seiner Option auf Erwerb von 100 % an der im nördlichen Chile gelegenen Challacollo-Mine Gebrauch gemacht hat. Die Akquisitionskosten betragen nach Angaben des Unternehmens lediglich 0,04 US-\$ pro Unze. Insgesamt verfügt SSRI jetzt über nachgewiesene Ressourcen von 300 Mio. Unzen Silber und 1,1 Mio. Unzen Gold, dazu kommen weitere 367 Mio. Unzen Silber und nochmals 1,1 Mio. Unzen Gold vermuteter Ressourcen in den vier hauptsächlichen Minenprojekten.

**Verstärkung aus Asien im Depot**

Als asiatischer Rohstoff-Konzern verkörpert Banpu für uns gleich zwei der angesprochenen Säulen. Wir müssen zugeben, daß wir uns

mit der Depotaufnahme Anfang Juni schwertaten, da der Chart noch nicht besonders erbaulich aussah. Manchmal gehört auch eine Portion Überzeugungsleistung dazu, denn nach einem Anstieg von knapp 50 % hat das thailändische Unternehmen unsere Erwartungen mehr als erfüllt. Nach dem Verkauf der Sparte Tri-

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)									
PERFORMANCE: +30,2 % SEIT DEPOTSTART; +4,6 % GG. VORMONAT									
TITEL	WKN	STÜCK	KAUF DATUM	KAUF ZU	KURS AKT.*	WERT*	VERÄND.**	STOP	VERK.LIMIT
SILVER STANDARD	858 840	1.000	02.06.03	3,90	6,60	6.600,00	+69,2%	-	-
BANPU	882 131	5.000	02.06.03	0,82	1,20	6.000,00	+46,3%	-	-
CANON	853 055	300	31.03.03	32,50	43,88	13.164,00	+35,0%	-	-
HARMONY MINING	864 439	800	15.07.03	10,00	12,27	9.816,00	+22,7%	-	-
TOM.COM	935 147	20.000	29.07.03	0,23	0,27	5.400,00	+17,4%	-	-
CROESUS MINING	871 679	15.000	02.06.03	0,30	0,35	5.250,00	+16,7%	-	-
HONDA MOTOR	853 226	200	27.03.03	33,00	37,95	7.590,00	+15,0%	-	-
DURBAN ROODEPOORT DEEP	865 260	5.000	27.03.03	2,15	2,32	11.600,00	+7,9%	-	-
HUANENG POWER	892 647	150	08.08.03	44,80	47,00	7.050,00	+4,9%	-	-
LIQUIDITÄT UND LIQUIDITÄTSQUOTE						57.713,00	(44%)		
GESAMTWERT						130.183,00			

\*) am 25.8.2003; in Euro, \*\*) sortiert nach Performance

KÄUFE / VERKÄUFE IM ZEITRAUM ZWISCHEN ERSCHEINEN VON SMART INVESTOR AUSGABE 8 UND 9/2003

TITEL	WKN	STÜCK	KAUFDATUM	KAUFKURS	VERKAUFSDATUM	VERKAUFSKURS	VERÄNDERUNG
DAX PUT	740 229	5.000	22.07.03	0,89			
DAX PUT	740 229	2.500			05.08.03	0,45	-48 %
DAX PUT	740 229	2.500			19.08.03	0,19	-79 %
TOM.COM	935 147	20.000	29.07.03	0,23			
DURBAN ROODEPOORT	865 260	2.000	29.07.03	2,10			
HUANENG POWER	892 647	150	08.08.03	44,80			

an Liquidität in der Hinterhand haben, nur so kann man schließlich von Kursrückschlägen profitieren. Mit einer Quote von 44 % fühlen wir uns diesbezüglich in einer komfortablen Situation und gut gerüstet. Sollte es tatsächlich

Energy wird die künftige Kursentwicklung von Banpu hauptsächlich vom Kohlepreis abhängen, so daß die Geschäftsentwicklung verstärkt zyklischen Schwankungen ausgesetzt sein dürfte. Angesichts der weiterhin positiv verlaufenden Börse in Thailand – bzw. ganz Asien derzeit – belassen wir Banpu aber unverändert im Depot. Unsere beiden chinesischen Neuaufnahmen, Tom.com (Medien) und Huaneng Power (Kraftwerke), haben wir dank Abstauberlimits ziemlich günstig erhalten, so daß sich bereits jetzt Kursgewinne ergaben. Beide Titel stuften und stufen wir langfristig als sehr aussichtsreich ein, mehr dazu ist in der letzten Ausgabe des *Smart Investor* nachzulesen.

**Zurückhaltung bleibt angesagt**

Was unsere neuen Dispositionen anbelangt, so bleiben wir wie angedeutet betont zurückhaltend. Für einen etwaigen scharfen Kursrückgang wollen wir auf jeden Fall ein ausreichendes Maß

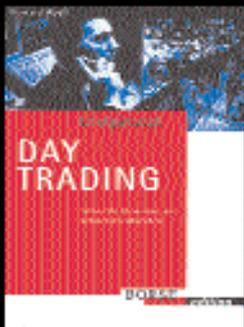
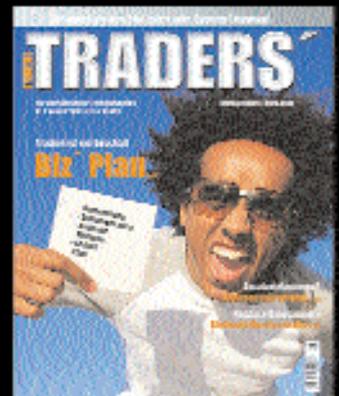
lich zu einem deutlicheren Kursrückgang kommen, ist uns natürlich auch klar, daß unsere asiatischen Titel – vielleicht, aber nicht unbedingt auch unsere Positionen im Edelmetallbereich – Einbußen erleiden würden. Für den kommenden Monat setzen wir auch nur drei neue Kauforders, allerdings wiederum nur mit Kauflimits unterhalb des aktuellen Kurses. Mit Canadian Natural Resources versuchen wir uns im Energiesektor zu verstärken, mit BayWa ein fundamental deutlich unterbewertetes Unternehmen ins Depot zu holen und mit dem Indien-Fonds vom „Erwachen des Riesen“ (sh. S. 6 ff.) zu profitieren. Für kurzfristige Dispositionen zwischen zwei Ausgaben des *Smart Investor* und/oder Limitänderungen verweisen wir wie gehabt auf den *Smart Investor Weekly*, der jeweils Dienstag nachmittag auf unserer Online-Seite nachzulesen ist und als eMail-Newsletter verschickt wird.

Anzeige

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

# TRADERS´

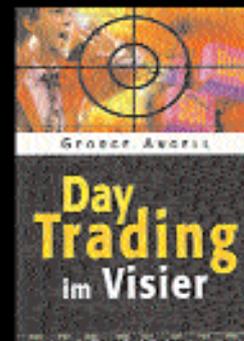
Besuchen Sie [www.traders-mag.com](http://www.traders-mag.com) oder rufen Sie an: 07561 6715 und wählen Sie aus diesen drei Trading Büchern Ihr Geschenk!



Das Buchwissen zum Trading bildet die richtige Planung. Das entsprechende Umfeld, die Chancen, und vor allem auch das richtige Mindset. Die richtige Einstellung ist das Wichtigste. Die richtige Einstellung ist das Wichtigste. Die richtige Einstellung ist das Wichtigste.



UNTERSCHIEDLICHE QUANTITÄTEN ZUM VERKAUF. UND ERSTRECKEN SICH AUF ALLE ARTEN VON WERTPAPIEREN UND WÄHRUNGEN. IN DIESEM BUCH WIRD DIE RICHTIGE STRATEGIE FÜR DEN VERKAUF VON WERTPAPIEREN UND WÄHRUNGEN ERKLÄRT.



Day Trading ist die Königsdisziplin der Spekulation. LERNEN SIE, ANZUKAUFEN, VERKAUFEN UND ABZUGEBEN. WENN DIE MARKTFAHRE DIE RICHTIGE RICHTUNG ANZEIGT – UND SIE SICH DAS RICHTIGE ZEITPUNKT FÜR DEN VERKAUF ERWEISEN. DAS RICHTIGE ZEITPUNKT FÜR DEN VERKAUF ERWEISEN. DAS RICHTIGE ZEITPUNKT FÜR DEN VERKAUF ERWEISEN.

## Interview mit einem Investor

# „Nach 2004 liegen einige wirklich sehr harte Jahre vor uns“

*Smart Investor im Gespräch mit Fondsmanager Dr. Hendrik Leber von der ACATIS Anlageberatung über die vermeintliche Einfachheit von Anlagestrategien und die Schwierigkeiten bei der „Imitation“ der Warren Buffett-Investment-Philosophie*

**Smart Investor:** Welche Ausbildung haben Sie genossen, und wie kamen Sie in Ihre derzeitige Position?

**Leber:** Ich habe eine klassische Ausbildung als Betriebswirt absolviert. Über die Zwischenstation St. Gallen bin ich in die USA gewechselt, wo ich meinen MBA gemacht habe und wieder zurück in St. Gallen dann die Promotion. Nach fünf Jahren in der Bankberatung ging ich zum Bankhaus Metzler. Die eigene Firma entstand 1994 und die Auflage des ersten Fonds schließlich drei Jahre später.

**Smart Investor:** Wann haben Sie Ihre bisherige Anlagephilosophie entworfen, und entwickeln Sie sich – und natürlich Ihre Philosophie – noch weiter?

**Leber:** Warren Buffett war schon immer eine meiner Leitfiguren, die mich seit Jahren fasziniert hat. Ich hatte bis dahin hauptsächlich mit sehr mathematischen Modellen gearbeitet, aber auch frühzeitig vorausgesehen, daß der Fondsmarkt schon sehr bald ziemlich unübersichtlich werden würde. 1997 habe ich deshalb Geschmack an den Value-Strategien à la Buffett gefunden, zumal ich merkte, daß diese im Grunde doch sehr einfach sind.

**Smart Investor:** Sind Sie denn nur ein schlichter Warren Buffett-Imitator, oder pflegen Sie eine persönliche Note bei Ihrem Vorgehen?

**Leber:** Warren Buffett erzählt einerseits nie genau, wie es geht, und andererseits auch nur im Nachhinein. Seine Anlagephilosophie nachzumachen erscheint somit einfach, ist in Wirklichkeit aber viel schwieriger – und letztlich gelingt es doch niemandem zur Gänze. Wir, also mein jüngerer Geschäftspartner und ich, haben die von Buffett benutzten Werkzeuge herausgefiltert und denken, daß wir viele von seinen Ideen konkret umsetzen können. Zu Anfang arbeiteten wir viel gefühlsmäßig, später haben wir nach und nach Filter eingebaut, auch wenn sie auf den ersten Blick kaum auffallen mögen. Wir forschen nach wie vor recht intensiv an Weiterentwicklungen in allen Belangen.

**Smart Investor:** Wie gehen Sie an Ihre Anlageentscheidungen heran: Wie beginnt für Sie eine neue Börsenwoche oder ein neues Börsenjahr?

**Leber:** Wir haben ein Grundraster von sechs verschiedenen Strategien, die die Frage beantworten sollen: Läßt sich derzeit ein Titel finden, der mehr Potential aufweist als unsere bisherigen, oder haben wir ein Unternehmen im Portfolio, dessen Kurschancen nunmehr ausgereizt sind? So haben wir kürzlich erst

die Aktien von Mobilcom verkauft, nachdem unser Kursziel erreicht worden war. Da ziehen wir dann einen sauberen Schlußstrich. Tägliche Kurschwankungen sind für mich dagegen so etwas wie weißes Rauschen, das man möglichst ausblenden muß.

**Smart Investor:** Ich höre Sie oft das Wort „wir“ benutzen – also läuft die Anlageentscheidung bei Ihnen demokratisch ab...

**Leber:** Ich dominiere die Entscheidung zwar, habe aber einen Kollegen, der zum Glück sehr ähnlich denkt wie ich. Er hat viele neue Ideen, und manchmal überzeugt er mich auch, einen Titel aufzunehmen, während ich bei Diskussionen mehr meine langjährigen Erfahrungen ins Spiel bringen kann. So entsteht ein allseits sehr fruchtbarer Dialog.

**Smart Investor:** Sie sind auch Mitautor einer Studie zum Thema Anlagestrategien. Vielleicht fassen Sie das Ergebnis Ihrer Untersuchungen in aller Kürze zusammen.

**Leber:** Man sollte meinen, daß die einfachen Strategien, die zum Beispiel auf Kurs-/Gewinn-Verhältnissen beruhen, keine Überrenditen bringen dürfen, weil sie doch jedem offenstehen. Das Gegenteil ist der Fall. Obwohl eigentlich jeder für sich eine einfache Value-Strategie anwenden könnte, spreizen sich die Chancen sogar noch und bieten mehr Möglichkeiten. Eine hervorragende Strategie beruht etwa einfach auf dem Kurs-/Buchwert-Verhältnis. Aber es erfordert auch sehr viel Mut in der konsequenten Anwendung. Eine Kombination mit anderen Kennzahlen bringt dann kaum noch etwas zusätzlich.

**Smart Investor:** Wieso tanzte bei der Studie der Anlageraum Deutschland aus der Reihe?

**Leber:** Deutschland ist ein schlechter Kapitalmarkt. Ein guter Kapitalmarkt soll eigentlich das Geld dorthin steuern, wo es Rendite bringt. In Deutschland funktioniert das nicht. Das hat viele Gründe, zum Beispiel die gesehenen Betrugsfälle, wonach Anle-



Dr. Hendrik Leber

ger regelmäßig im Regen stehen gelassen werden, oder auch die Macht der Banken sowie die der Gewerkschaften. Ich freue mich teilweise schon über Kleinigkeiten, etwa wenn ich sehe, daß jemand Prominentes aus dem Aufsichtsrat die Entlastung verweigert bekommt. Dies alles wirkt in Deutschland noch recht amateurhaft. In den USA sah man Vorstände nach dem Enron-Debakel in Handschellen abgeführt werden, hierzulande lächeln die Haffas immer noch von ihren Yachten.

**Smart Investor:** Wie definieren Sie eine „handhabbare Strategie“ für den Anleger?

**Leber:** Eine handhabbare Strategie ist etwas, das der Einzelne für sich umsetzen kann, wenn er nicht auf Fonds setzt. Es ist schon wichtig, auch mal in eine Bilanz reinschauen zu können. Dazu muß man nicht super-intelligent sein, aber einige Dinge sollte man einfach lesen können. Viele können das nicht; ja, viele wollen das gar nicht, weil es ihnen zu anstrengend erscheint und einem niemand dabei hilft. Gerade die Medien bringen hier überhaupt keinen Mehrwert, oder haben Sie schon mal erlebt, daß im TV ein Wirtschaftsjournalist eine Bilanz näher besprochen hätte? Selbst die Research-Berichte gehen zu wenig auf derartige Dinge ein. Den Sachen auf den Grund zu gehen fällt einem nicht in den Schoß.

**Smart Investor:** Apropos „Fallen“: Im letzten Jahr lief es mit einem Minus von 34 % für Ihren Fonds nicht besonders überzeugend. Was lief da schief?

**Leber:** Unsere Investitionsquote ist durchgehend fast 100 %. Also auch im März, als die Märkte so tief standen, hatten wir dann wenig Bewegungsspielraum. Im letzten Jahr überraschte uns die dramatische Abwärtsbewegung des US-Dollar, die unserem hohen US-Anteil im Portfolio sehr geschadet hat. Inzwischen haben wir überbewertete Aktien aus dem US-Raum zugunsten günstigerer deutscher Titel verkauft. Der US-Anteil hat mit einem Rückgang von über 70 % auf nur noch 40 % einen ziemlichen Kahlschlag erfahren. Mit Elan und dem Stromversorger AES haben uns auch zwei Titel ganz konkret wehgetan, später dann Ahold. Hier haben wir aber nachgekauft und die Scharte ausgeglichen.

**Smart Investor:** Gab und gibt es Momente, in denen Sie Ihr System auch anzweifeln und sich fragen, ob es wirklich das richtige ist, z.B. wie im Jahr 2000 oder auch 2002?

**Leber:** Im Jahr 2000 lief es erst noch ganz gut, aber mit Verzögerung verfielen auch die Value-Titel dem Abwärtszog. Im letzten Jahr kam ich schon an den Punkt, wo ich mich kritisch gefragt habe, ob ich fünf Jahre lang eventuell nur überdurchschnittlich viel Glück gehabt haben könnte. War unser Erfolg vielleicht nur ein statistischer Ausreißer? Wichtig ist es, wenn Freunde oder Kollegen dann sagen: Bleib deinem Stil treu, du machst das schon richtig. Aber die Schwelle dieses Zweifels zu überwinden fiel schon nicht leicht.

**Smart Investor:** Wie reagieren Sie denn auf solch schmerzhaften Verluste wie im letzten Jahr: Buchen Sie das als persönlichen Mißerfolg oder als temporäre Erscheinung ab?

**Leber:** Die entscheidende Fragestellung lautet doch, ob ich vermeiden kann, daß so etwas wie in den letzten 12 Monaten noch mal passiert. Kann ich einen Crash also vorhersehen? Ich habe

zwar die Werkzeuge, um Überbewertungen zu diagnostizieren, aber ich kann offen gestanden einen wirtschaftlichen Abschwung nicht rechtzeitig antizipieren. Derzeitig forsche ich daran, ob man nicht mit einer Best-of-two-Option eine Überperformance erzielen kann und somit im Zustand der Überbewertung ein probates Mittel zur Vorbereitung auf ein – wohlbemerkt nur mögliches, aber nicht sicheres – Abschwungsszenario zur Hand hätte.

**Smart Investor:** Was war Ihre größte Fehleinschätzung bis dato?

**Leber:** Den Kursabschwung habe ich 2000 kommen sehen, auch in der Größenordnung, z.B. als ich im TV äußerte, daß sich der Neue Markt vierteln werde, daß zahlreiche Unternehmen vom Neuen Markt verschwinden würden etc. Ich hätte aber nie gedacht, daß mich diese Entwicklung auch in meinem eigenen Portfolio dermaßen treffen würde. Sogar meine Frau sagte zu mir: Du hast es gewußt und nichts getan.

**Smart Investor:** Das nennt man Cassandra-Effekt: die Fähigkeit, die Zukunft vorherzusehen, aber doch nichts an ihr ändern zu können...

**Leber:** Richtig, offenbar auch weil man glaubt, man wäre dagegen irgendwie immun. Wenn ich damals also besser gesichert hätte, wäre einiges Leid erspart geblieben. Um noch

an Ihre vorhergehende Frage anzuknüpfen: Bei den Einzeltiteln habe ich mich vor allem bei Enron und Ahold getäuscht. Beide Male sahen die Zahlen gut aus, und ich habe keine Auffälligkeiten ausmachen können. Als Ahold dann im Kurs zusammenbrach, haben wir aber das Richtige getan. Aufgrund verschiedener Kennzahlen war Ahold wieder attraktiv bewertet, und zweitens haben wir Delhaize gekauft, den belgischen Einzelhändler, der in Sippenhaft völlig ungerechtfertigt mit abgestraft wurde. Das brachte dann mehr als einen Ausgleich zum

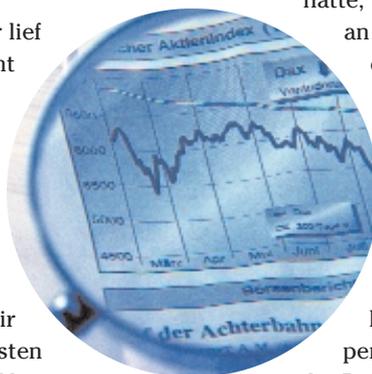
Ahold-Irrtum.

**Smart Investor:** Wie schätzen Sie die mittel- und langfristigen weltweiten Entwicklungen ein: Wo sehen Sie die Märkte in diesem Jahrzehnt hinlaufen?

**Leber:** Ich bin für die nächsten anderthalb Jahre sehr positiv eingestellt. Das hat mehrere Gründe. Zum einen tritt jetzt wieder eine Art „Friedensdividende“ auf den Plan, zum anderen die hohen Staatsausgaben der USA im Vorfeld der nächsten Präsidentschaftswahlen Ende 2004. Hier in Deutschland wiederum sehe ich Impulse durch die Steuerreform sowie den Umstand, daß sich Deutschland aus dem Tief wieder berappelt und nach vorne blickt. Danach sehe ich aber einige wirklich sehr harte Jahre vor uns liegen. In den USA vor allem aufgrund der vielen ungelösten Probleme, z.B. mit der hohen Verschuldung, den laufenden Kosten aus den Militärinterventionen usw. Bis Ende 2004 wird das aber alles unter den Teppich gekehrt und für den Wahlkampf schöngefärbt werden. In Europa bleiben uns die katastrophalen Infrastrukturprobleme erhalten, von der Bildung bis hin zu den Finanzplätzen. Die allgemeine Wirtschaftslage halte ich also für nicht sehr rosig bis zum Ende dieses Jahrzehnts.

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

Interview: Falko Bozicevic



## Kolumne

## Auf die Details kommt es an

Von Horst Fugger

Es gibt an der Börse einige weit verbreitete, sogar allgemein akzeptierte Argumentationsweisen, deren Untauglichkeit für die Anlagepraxis sich erst bei näherer Betrachtung offenbart. So kann man derzeit immer wieder lesen, bestimmte Aktienmärkte seien zu teuer, andere dagegen verlockend billig, und folglich sollte man die preiswerteren Märkte bevorzugen. Auf den ersten Blick klingt das vernünftig.

Dennoch gibt es kaum eine dümmere Behauptung als die, US-Aktien seien allgemein zu teuer, und man solle sie folglich meiden, weil das Durchschnitts-KGV des S&P 500 derzeit auf einem im historischen Vergleich recht ambitionierten Niveau liegt. Letzteres ist zwar unbestritten der Fall, hilft in der Anlagepraxis aber allenfalls jemandem weiter, der sich für Zertifikate, Optionen oder Futures auf den S&P 500 interessiert. Über die Bewertungssituation jeder einzelnen Aktie in diesem Index sagt es gar nichts aus. Und die allermeisten Anleger interessieren sich nicht für den Index, sondern für die Aktien, die er enthält. Mit Recht. Erfolg und Mißerfolg an der Börse waren schon immer eine Frage des Stockpicking, nicht der jeweils angemessenen Länderallokation.

Vollends haarsträubend wird es, wenn nach einem klassischen Bewertungskriterium – meist wird das KGV dafür herangezogen – etablierte Aktienmärkte, wie sagen wir mal die USA, Großbritannien oder auch Deutschland mit China, Polen oder Brasilien verglichen werden. Das liegt unter anderem daran, daß die Frequenz und die Zuverlässigkeit von Informationen über Unternehmen hier und da sehr unterschiedlich sind. Über Siemens, General Motors oder Nokia kann sich ein interessierter Anleger täglich eine fundierte Meinung bilden. Wer aber schon einmal versucht hat, das Kurs/Buchwert-Verhältnis einer russischen oder gar einer indonesischen Aktie zu ermitteln, wird sich an die Romane von Franz Kafka erinnern fühlen.

Erschwerend kommt hinzu, daß solche Vergleiche nationaler oder auch überregionaler und in der Regel völlig heterogener Aktienmärkte – etwa Euro-Raum versus Emerging Markets – meistens anhand eines Kriteriums vollzogen werden, dessen Untauglichkeit seit Jahrzehnten erwiesen ist: Es gibt nun einmal leider keinen statistisch nachweisbaren und folglich in der Börsenpraxis nützlichen Zusammenhang zwischen KGV und Aktienkursentwicklung. Daß gerade dieses Kriterium, weil es eben so simpel berechnet und so leicht nachvollzogen werden kann, noch

immer das am weitesten verbreitete ist, läßt mich daran zweifeln, daß Börsianer je hinzulernen. Es gibt einige sehr vernünftige Gründe, bestimmte Aktienmärkte zu präferieren oder eher zu meiden: Die politische Situation im Land, die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts, die Handelsbilanz und vor allem die Tendenz der langfristigen Zinsen. Auch die Stärke oder Schwäche der Landeswährung ist ein wichtiges Kriterium. Das Durchschnitts-KGV des betreffenden Aktienmarkts ist aber kein vernünftiger Grund für

oder gegen ein Investment. Vor allem dann nicht, wenn es, wie derzeit leider häufig zu beobachten, für sich allein betrachtet und nicht in Relation zu weit wichtigeren Faktoren wie dem Zinsniveau gesetzt wird.

Provokativ gesagt: Es ist natürlich einfacher und erfordert wesentlich weniger Arbeit, Aktienmärkte in ihrer Gesamtheit zu beurteilen, als Einzelaktien zu analysieren. Das mag ein Grund für die weite Verbreitung dieser pauschalisierten Betrachtungsweise sein. Dennoch führt sie nicht zum Ziel. So kann zum Beispiel die antizyklische Anlagestrategie, der ich mich verschrieben habe, nur auf der Ebene der Einzelaktien, nicht aber auf der Ebene ganzer Märkte funktionieren. Ein nach antizyklischen Kriterien geführtes Portefeuille besteht aus einer Vielzahl von Aktien aus den verschiedensten Ländern und Branchen, von denen jede einzelne eine ganze Anzahl von Auswahlkriterien erfüllen muß. Alle diese Kriterien sind auf der Ebene des einzelnen Unternehmens und der Bewertung seiner Aktie angesiedelt. Ein angenehmer, quasi automatischer Nebeneffekt dieser Vorgehensweise ist eine breite Diversifizierung des Depots nach Ländern und Branchen. Wer dagegen hauptsächlich nach länderspezifischen Kriterien investiert, läuft Gefahr, wegen eines einzigen Faktors, den er falsch eingeschätzt hat, mit so gut wie jedem seiner Depotwerte Verluste zu erleiden.



Horst Fugger



# Smart Investor

## Das Magazin für den kritischen Anleger



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



Bitte einsenden an: GoingPublic Media AG · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen · Telefon: 08171- 419650

**Fax-Order: 08171- 419656** oder online unter [www.smartinvestor.de/abo](http://www.smartinvestor.de/abo)

### ABONNEMENT

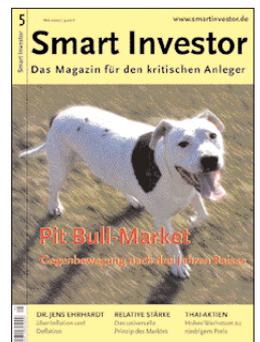


**Ja,** bitte senden Sie mir den **Smart Investor** ab der kommenden Ausgabe für ein Jahr (12 Ausgaben) zum Preis von 48,- Euro zu. Das Abonnement verlängert sich um jeweils ein Jahr, wenn es nicht bis sechs Wochen vor Ablauf gekündigt wird.

### KOSTENLOSES KENNENLERN-ANGEBOT



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



Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: ..... PLZ, Ort: .....

Telefon: ..... Fax: ..... eMail-Adresse: .....

Ort und Datum: ..... 1. Unterschrift: .....

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

Ort und Datum: ..... 2. Unterschrift: .....

## Buchbesprechung

# Was passiert, wenn der Crash kommt?

*Wie sichere ich mein Vermögen oder Unternehmen?*

Nur wer sich richtig und rechtzeitig auf einen Crash – oder noch schlimmer: eine neue Weltwirtschaftskrise – vorbereitet, darf zu mindest hoffen, mit minimalem Schaden davonzukommen. Obwohl am Horizont schon seit langem bedrohliche Wolken aufziehen, scheint die Gesellschaft selbst mit der Vorbereitung einfachster Vorsichtsmaßnahmen überfordert, zu allererst mental. Das Buch von Eberhard und Eike Hamer erläutert die Auswirkungen einer Krise auf alle Bereiche des täglichen Lebens wie Wirtschaft, Sozialsysteme, Beruf oder Kultur. Dabei endet die Schilderung nicht mit der simplen Darstellung des Wie und Warum, sondern versucht klare Strategien für vor, während und nach dem Crash aufzuzeigen. In insgesamt zehn Arbeitsgruppen, bestehend aus den beiden Autoren zuzüglich bekannter Experten, wurden diese Fragen auf alle Implikationen hin eingehend durchleuchtet und fachgerechte, ernstzunehmende Ratschläge als Quintessenz extrahiert. Das Credo: Eine Bereinigung, wie sie durch eine schwere Wirtschafts- und Finanzkrise zustande käme, wäre nicht nur eine völlig natürliche Erscheinung im Wirtschaftszyklus, sondern sogar erforderlich im Sinne anzugehen-

der Strukturreformen und dem Abbau von eklatanten Ungleichgewichten, wie sie sich im Laufe des letzten Zyklus-Booms aufgestaut haben. In jeder Krise liegt folglich auch die Chance. Davon zu profitieren erfordert kaum mehr, als sich in einem ersten Schritt einer Gefahr überhaupt erst mal bewußt zu werden. Das sehr übersichtlich gegliederte Buch liest sich zügig und ist trotz seines teils fachlichen Hintergrunds dank klarer und unverblümter Ausdrucksweise sehr gut verständlich. Das Buch – so die Autoren – richtet sich an alle, die etwas zu verlieren haben in einer Wirtschafts- und/oder Finanzkrise – eine denkbar große Zielgruppe also. Fazit: Das Interesse steigert sich bei der kurzweiligen Lektüre sogar noch.



„Was passiert, wenn der Crash kommt?“ von Eberhard und Eike Hamer; 2003 Olzog Verlag, 293 Seiten, 29,90 Euro

## Exit

*Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert*

Nur die wenigsten Börsenteilnehmer würden einräumen, daß sie selbst immer wieder am Ende eines weit verbreiteten Kettenbriefmechanismus stehen und daß dieser ursächlich für zumindest einen Teil erlittener Verluste sein könnte. Arbeits- und Industriesoziologe Stefan Kühl zieht einen roten Faden durch alle Bereiche von Bilanzfälschungen über Firmenzusammenbrüche von einstigen Highflyern bis hin zur Euphorie des Börsenbooms. Dieser rote Faden charakterisiert den Exit-Kapitalismus und beschreibt die Funktionsweise einer profitorientierten Wirtschaft, die sich seit Ende des Zweiten Weltkriegs mehr und mehr eingestrichelt hat – ein Kapitalismus für Aussteiger. Demnach planen vor allem Venture Capitalisten ihre Investitionen nur noch unter dem Gesichtspunkt eines möglichst lukrativen Ausstiegs. Erst das unwiderstehliche Aufkommen der Risikokapitalbranche brachte eine Eigendynamik in diese Exit-Orientierung, an der nicht zuletzt auch der Neue Markt scheiterte. Als die Euphorie erst einmal verfliegen war, führte die fehlende Möglichkeit zur Weiterfinanzierung einen Großteil der windigen Unternehmen direkt vom IPO vor den Konkursrichter. Eine kapitalmarktorientierte Strategie von Unterneh-

men mit auferlegtem Zwang zur Erfolgsgeschichte löst sich in Zeiten wie diesen umgehend im Nichts auf. Die Verlierer sind jedoch fast ausschließlich die Endabnehmer, also Börsenteilnehmer, die die Aktien der vermeintlichen Wachstumsunternehmen in gutem Glauben kauften. Die Initiatoren – Unternehmensgründer („serielle Unternehmer“) und Venture Capital-Geber – haben lange zuvor ihre Anteile versilbert. Das Wissen um die Spielregeln schärft die Fähigkeit zur Einsicht. Stefan Kühl selbst sollte es wissen, denn er leitet an der Uni München ein Forschungsprojekt über Veränderungen des Risikokapitalgeschäfts. Schwerwiegender Malus dieses Buches: Da die Kernaussage spätestens nach wenigen Kapiteln feststeht, hätte es in der Länge deutlich gestrafft werden können – dennoch empfehlenswert.



„Exit“ von Stefan Kühl; 2003 Campus Verlag, 246 Seiten, 24,90 Euro

## UNTERNEHMEN VON A-Z

ADIDAS-SALOMON	500 340	34
AMGEN	867 900	11
BANPU	882 131	38
BAJAJ AUTO	893 361	8
BARRICK GOLD	870 450	28
BAYWA	519 400	35, 38
BEMA GOLD	878 626	24, 38
BIOGEN	866 822	11
CANADIAN NATURAL RESOURCES	865 114	34, 38
CISCO	878 841	10
DATA MODUL	549 890	36
DURBAN ROODEPOORT DEEP	865 260	32, 38
FANNIE MAE	856 099	12
FIELMANN	577 220	30
GENENTECH	924 632	11
HARMONY MINING	864 439	24, 38
HITACHI	853 788	11
INFOSYS	919 668	7
INTEL	855 681	11
NOKIA	892 885	11
PHELPS DODGE	854 909	28
RANBAXY LABS	912 364	8
RANDGOLD RESOURCES	936 946	35, 38
RELIANCE INDUSTRIES	884 241	38
TOM.COM	935 147	38
VIDESH SANCHAR NIGAM	591 070	9
TOSHIBA	853 676	11

## Vorschau

### auf Smart Investor 10/2003

**Small Caps und Nebenwerte aus**  
Deutschland, Schweiz und Japan

**Prinzipien des Marktes:**  
Unterstützung und Widerstand

**Gold-Explorationsgesellschaften:**  
Was man beachten sollte

## IMPRESSUM

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

1. Jahrgang 2003, Nr. 9 (September)

### Verlag:

GoingPublic Media AG  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650

Fax: 08171-419656,

eMail: [info@goingpublic.de](mailto:info@goingpublic.de)

Internet: [www.goingpublic.de](http://www.goingpublic.de)

### Preise:

Einzelpreis 5,- Euro,  
Jahresabonnement 48 Euro. Alle  
Preise incl. Versandkosten und  
7 % MwSt.

### Abonnementverwaltung:

GoingPublic Media AG

Bahnhofstr. 26,

82515 Wolfratshausen,

Tel.: 08171-419650

Fax: 08171-419656

eMail: [abo@smartinvestor.de](mailto:abo@smartinvestor.de)

### Redaktion:

Ralf Fliert (Chefredakteur),

Dr. Martin Ahlers, Falko

Bozicevic, Ralph Malisch

### Bildredaktion:

Andreas Potthoff

### Titelbild:

Die abgebildete Marionette ist  
eine Leihgabe von „Die kleine  
Marionetten-Werkstatt“, München  
([www.portrait-marionetten.de](http://www.portrait-marionetten.de))

### Charts

Die Charts wurden erstellt mit  
TradeSignal von [www.technical-investor.de](http://www.technical-investor.de) und mit Tai-Pan von  
Lenz + Partner AG

### Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

### Mitarbeit an dieser

#### Ausgabe:

Magdalena Brud, Horst Fugger,  
Peter Thilo Hasler, Jerzy  
Janiszewski, Tobias Kunkel,  
Andreas Lambrou, Patrick Nix,  
Manfred Schumacher, Dimitri  
Speck, Holger Steffen, Kevin  
Sternkopf, Sebastian Storfner

### Redaktionsanschrift:

sh. Verlag,

Fax: 08171-419641,

eMail:

[redaktion@smartinvestor.de](mailto:redaktion@smartinvestor.de)

### Titel, Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

### Anzeigen:

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

### Anzeigenleitung:

Karin Jungeblut,

Tel.: 08171-419636,

Fax: 08171-419656

### Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und  
Tabellen liegen Quellen zugrun-  
de, welche die Redaktion für  
verlässlich hält. Eine Garantie  
für die Richtigkeit kann aller-  
dings nicht übernommen wer-  
den. Bei unaufgefordert einge-  
sandten Beiträgen behält sich  
die Redaktion Kürzungen oder  
Nichtabdruck vor.

### Nachdruck:

© 2003 GoingPublic Media AG,  
Wolfratshausen. Alle Rechte,  
insbesondere das der Überset-  
zung in fremde Sprachen, vorbe-  
halten. Ohne schriftliche Ge-  
nehmigung der GoingPublic  
Media AG ist es nicht gestattet,  
diese Zeitschrift oder Teile dar-  
aus auf photomechanischem  
Wege (Photokopie, Mikrokopie)  
zu vervielfältigen. Unter dieses  
Verbot fallen auch die Aufnahme  
in elektronische Datenbanken,  
Internet und die Vervielfältigung  
auf CD-ROM.

### Erscheinungs-

#### termine 2003:

26.7. (8/03), 30.8. (9/03), 27.9.  
(10/03), 25.10. (11/03), 22.11.  
(12/03), 20.12. (1/04)

VKB B 61978

ISSN 1612-5479

## Zitate

# Über den Stoff, der die Welt bewegt: Geld

**„Keine Wette war in den Jahrhunderten der Währungsgeschichte sicherer zu gewinnen als die, daß ein Goldstück, welches der Inflationspolitik der Regierungen unzugänglich ist, seine Kaufkraft besser bewahren würde als eine Banknote.“**

Wilhelm Röpke, Nationalökonom und Vertreter des Neoliberalismus, 1966

**„Niemand vermag zu sagen, wie viele politische Dummheiten durch Mangel an Geld schon verhindert worden sind.“**

Charles Maurice de Talleyrand, französischer Diplomat und Staatsmann (1754-1838)

**„Früher stand auf dem Dollar: Gegenwert in Gold auszahlbar. Heute steht dort: Wir vertrauen auf Gott.“**

Unbekannt

**„Geld allein macht nicht glücklich. Es gehören auch noch Aktien, Gold und Grundstücke dazu.“**

Danny Kaye, US-Schauspieler (1913-1987)

**„Geld ist jener sechste Sinn, der den Genuß der anderen fünf erst ermöglicht.“**

Orson Welles, US-Regisseur (1915-1985)

**„Das gibt's nicht: gerade genug Geld. Es gibt nur zweierlei: kein Geld und nicht genug Geld.“**

Unbekannt

**„Unser Kongreß ist der beste, den man mit Geld kaufen kann.“**

Will Rogers, Schauspieler und Humorist aus den USA (1879-1935)

**„Die Verantwortlichen der chinesischen Zentralbank denken ähnlich wie die Betreiber eines Staudammes: Fließt monatelang zu viel Wasser ein, fürchten sie Überschwemmungen in einzelnen Gebieten.“**

Cheng Dinghua von China Everbright Securities (Shanghai) zur Erhöhung des Mindestreservesatzes durch die chinesische Zentralbank

Die Problematik mit der Kaufkraft, die nun mal ständig verloren geht, wenn die Inflation am Geldwert knabbert, ist also schon seit langem bekannt. Das wußte man schon vor 1973, dem Jahr, in dem der Standard der Golddeckung für Währungen (vereinbart in der Übereinkunft von Bretton Woods) durch den damaligen US-Präsidenten Richard M. Nixon über den Haufen geworfen wurde. Der Hintergrund ist bekannt: Er brauchte eine massive Ausweitung der Geldmenge, um den Vietnamfeldzug zu finanzieren. Mit einer goldgedeckten Währung wäre es dagegen nicht möglich gewesen, einfach die Geldpresse anzuwerfen und die Schleusen zu öffnen. „In God we trust“ ist seitdem das Motto für die US-Währung und nicht mehr „In Gold we trust“ – ein kleiner, aber letztlich doch gewaltiger Unterschied, denn seither ist der Dollar, aber natürlich auch alle anderen Währungen, reines Papiergeld, basierend auf dem Vertrauen der Menschen und dem Versprechen der Regierungen, daß reale Werte dahinterstehen bzw. mit diesem Papiergeld zu erwerben sind.

Seit dieser Durchsetzung des Papiergeldes, also der Deckung der Währungen durch ein glattes Nichts, galoppiert die Inflation, mal mehr und mal weniger. Die Weisheit von Danny Kaye, die eigentlich ursprünglich witzig gemeint war, entbehrt deshalb nicht ihrer vollsten Berechtigung. Sachwerte, Gold und natürlich Aktien – als Unternehmensbeteiligungen repräsentieren Wertpapiere schließlich auch Sachwerte – gehören zu einer diversifizierten Vermögensanlage dazu. Den Kaufkraftschwund von Geld spürt man zwar nicht unbedingt von diesem auf das nächste Jahr, dafür aber schon auf mittlere Sicht, wenn der Zahn der Zeit am Geldwert genagt hat. Seit Einführung der US-Notenbank im Jahr 1913 hat der Dollar bis heute nur noch ein Zwanzigstel seines ursprünglichen Wertes konservieren können.

Die mit dem Kapitalismus vielleicht noch etwas wenig erfahrene chinesische Regierung scheint die Auswirkungen einer Liquiditätsschwemme sehr wohl einschätzen zu können. China droht unter dem Einfluß vagabundierender Überschussliquiditäten von Ausländern quasi überschwemmt zu werden, sehen doch viele – sicher auch nicht zu unrecht – in China die aufkommende ökonomische Macht dieses Jahrhunderts. Eine Überhitzung gilt es zu unterbinden. Durch die Erhöhung des Mindestreservesatzes von 6 auf 7 % werden die Möglichkeiten zur Kreditvergabe minimal eingeschränkt. Zum Vergleich: In den USA unterliegen die Banken seit Anfang der 90er Jahre keiner Mindestreserve mehr, wofür Alan Greenspan höchstpersönlich gesorgt hatte, als er den Reservesatz der Banken von 10 auf 0 % senkte und damit den uneingeschränkten Multiplikatoreffekt erzeugte. Seitdem gibt es praktisch keine Grenzen mehr für die Kredit- und damit die Geldschöpfung in den USA, wie man an der unkontrollierten Explosion der Staatsverschuldung auch sehr schön ablesen kann.