

# FINANZWOCHE

---

## Leitfaden

zum Inhalt der „FINANZWOCHE“ und zu unserer Herangehensweise an die Finanzmärkte. Darstellung und Erklärung der uns analysierten fundamentalen, monetären und markttechnischen Einflussfaktoren auf die Kapitalmärkte.



Verfasser: Finanzwoche Verlags GmbH; Herausgeber: Dr. Jens Ehrhardt.  
Stand: November 2017

## Inhaltsverzeichnis

Aufbau der FINANZWOCHE .....	2
Allgemeiner Marktkommentar .....	2
Einzeltitlel-, Branchenanalysen .....	3
Bewertungskennziffern .....	3
Dividendenrendite .....	3
Nettoliquidität .....	4
KUV, Kurs/Umsatz-Verhältnis .....	4
KGV, Kurs/Gewinn-Verhältnis .....	4
EV/EBITDA .....	4
EBITDA-Marge .....	5
KCF, Kurs/Cash Flow-Verhältnis .....	5
KBV, Kurs/Buchwert-Verhältnis .....	5
Stimmungsindikatoren .....	6
Put/Call-Ratios .....	7
Umsätze in Kauf- bzw. Verkaufsoptionen .....	8
Optimismus/Pessimismus der Fondsmanager .....	8
Sentix Gesamtindex DAX .....	9
Stimmung der Börsenbriefe .....	9
Positive Berater US-Dollar und Gold .....	10
Bulls minus Bears USA .....	11
Gewichtung der Indikatoren .....	11
Trendindikatoren .....	12
Advance/Dcline-Linie .....	12
Anteil von Aktien über der 200-Tage-Linie .....	12
Monetäre Indikatoren .....	13
Geldmenge M1 .....	13
Höhe der Börsenkredite in den USA .....	13
Kreditvolumen US-Geschäftsbanken .....	13
Positive Berater US-Bonds .....	13
Überschussliquidität .....	14
Zinsstruktur .....	14
6-Monats-Rendite Veränderung 30-jährige Bonds .....	14
Favoritenliste(n) .....	15
Finanzwoche-Börsenbarometer .....	15

## Aufbau der FINANZWOCHE

Die FINANZWOCHE ist in drei Teile gegliedert: Der vordere Teil beinhaltet den „Allgemeinen Marktkommentar“. Hier werden das aktuelle Marktgeschehen, konjunkturelle und politische Rahmenbedingungen sowie Perspektiven einzelner Märkte, Branchen und Anlageformen beurteilt. Das Themenspektrum im Marktkommentar ist universal hinsichtlich der analysierten Märkte und erstreckt sich auch über ein breites Spektrum von Anlageklassen. Fester Bestandteil sind hier neben der Thematisierung von Aktien und Anleihen (d.h., Zinsen) auch Betrachtungen zu Währungen und Rohstoffen; seltener auch Immobilien, Steuern u.Ä. Ferner wird im Marktkommentar nahezu allwöchentlich die Entwicklung bestimmter – insbesondere markttechnischer – Indikatoren kommentiert, die wir für besonders wichtig halten.

Im mittleren Teil der FINANZWOCHE werden bestimmte Aktien oder Branchen fundamental analysiert. Die Analysen umfassen Substanz- und Ertragskennzahlen der Vergangenheit und auch Einschätzungen zur zukünftigen Entwicklung. Charttechnische Aspekte werden in der FINANZWOCHE nur sehr selten berücksichtigt.

Im abschließenden Teil werden jene Indikatoren zu Markttechnik und Stimmung (Sentiment) aufbereitet, die wir als besonders hilfreich zur Einschätzung identifiziert haben. Diese Daten werden von uns aus zahlreichen, teils kostenpflichtigen Quellen zusammengetragen, teils auch selbst ermittelt, wodurch Letzteres uns exklusiv vorliegen. Um erfolgreiche Anlageentscheidungen zu treffen, ist es hilfreich, sich aus unterschiedlichen (mitunter sogar widersprüchlichen) Indikatoren ein möglichst realistisches Gesamtbild zusammzusetzen.

## Allgemeiner Marktkommentar

Der Marktkommentar wird seit 1974 von Dr. Jens Ehrhardt verfasst, der sich mit tiefgründigen und exakten Einschätzungen, die häufig von der allgemeinen Meinung abweichen, hohe Anerkennung und den Status eines Querdenkers erarbeitet hat. Besonderes Augenmerk liegt dabei auf fundamentalen und monetären Faktoren, etwa Konjunktorentwicklung, Außenhandel, Verschuldung/Kreditvergabe, Geldmengenwachstum, Inflationsentwicklung, Realzinsen, Zinsstruktur, Währungsreserven und Überschussliquidität.

Neben saisonalen Aspekten wird zudem besonders die Liquiditätsversorgung der Märkte beobachtet. Diese war in den vergangenen Jahrzehnten die wichtigste Nachfragekomponente an den Aktien- und Rentenmärkten. Ziel ist dabei, Prognosen über Wachstum, Zinsen und die Entwicklung von Preisen zu treffen. Diese Analysen bieten vor allem eine langfristige Perspektive für die strategische Vermögensaufteilung (im Gegensatz dazu sind die später erläuterten Markttechnik- und Stimmungsindikatoren besser für kurzfristiges Timing bzw. die Taktik geeignet).

## Einzelwert-, Branchenanalysen

Im Mittelteil der FINANZWOCHE, üblicherweise auf den Seiten 5 bis 7, werden bestimmte Aktien oder Branchen analysiert. Die Redaktion thematisiert hier regelmäßig die meisten deutschen Standardwerte des DAX und ausgewählte große MDAX-Titel sowie auch in Deutschland liquide handelbare Aktien von Global Playern. Grundsätzlich agieren wir hier ohne regionale Beschränkung - der Fokus liegt aber auf Unternehmen aus den großen Märkten bzw. Leitbörsen (USA, Japan, China/Hongkong, Großbritannien, Schweiz). Die FINANZWOCHE bemüht sich, früher aufgegriffene Aktien oder Branchen regelmäßig später wieder zu thematisieren. D.h., Leser sollen auch in der Zukunft bequem „am Ball bleiben“ können, ohne sich ständig selbst nach den aktuellsten Nachrichten umsehen zu müssen.

Jeder Artikel zu einer Aktie bzw. Branche enthält mindestens eine Peergroup-Tabelle zu der thematisierten Aktie/Branche, um Vergleichsmöglichkeiten zu bieten. Lesern soll damit auch aufgezeigt werden, welche Unternehmen in dieser Branche überhaupt aktiv sind. Neben Textteil und Peergroup-Tabelle werden fallweise unternehmensspezifische Daten, Kurscharts oder andere graphische Darstellungen angeboten, um dem Leser eine gute und möglichst breite Grundlage für seine Anlageentscheidungen zu geben. Argumentiert wird hier fundamental und markttechnisch, nie charttechnisch. Die dargestellten Daten stammen teils von Datenbank-Anbietern wie Bloomberg und teils aus selbst erstellten Datenbanken. Basis für Letzteres sind Geschäftsberichte und direkte persönliche Kontakte zu den Unternehmen.

## Bewertungskennziffern

Die in der FINANZWOCHE dargestellten Kennziffern können branchenspezifisch deutlich voneinander abweichen. So beziffern Goldminenaktien ihre Förderkosten je Feinunze - eine Kennziffer, die in anderen Branchen gar nicht errechnet wird. Auch für Öl-, Bank- und Versicherungsaktien mit ihren bilanziellen Besonderheiten werden speziell für diese Branchen zusammengestellte Kennziffern veröffentlicht. In diesen Fällen weichen die ausgewählten Kennziffern also mitunter voreinander ab. Die u.E. wichtigsten Parameter der fundamentalen Analyse sind:

### *Dividendenrendite*

Je höher sie ist, desto besser ist ein Aktienkurs nach unten abgesichert. In einem Umfeld niedriger Zinsen (wie derzeit) kann man ab etwa 3% von einer soliden Dividendenrendite sprechen; oberhalb von 5% sogar von einer hohen. Ein Indikator für Nachhaltigkeit ist dabei die Relation von Gewinn je Aktie und Dividende. Die sich daraus ergebende Ausschüttungsquote (bzw. reziprok: die Dividendendeckung) zeigt, ob bei einem Gewinnrückgang eine Dividendenkürzung droht. Ausschüttungsquoten von unter 50% können in der Regel als nachhaltiges Niveau angesehen werden.

## Nettoliiquidität

Von den liquiden Mitteln eines Unternehmens (bar, Kasse, Wertpapiere) werden dessen Finanzschulden sowie bestehende Pensionsverpflichtungen abgezogen. Ein negativer Saldo („Nettoschulden“) bedeutet, dass die liquiden Mittel des Unternehmens nicht zur Bedienung dieser Schulden ausreichen. Wird vom Börsenwert die (positive) Nettoliiquidität abgezogen, entspricht der Saldo dem Unternehmenswert (engl. Enterprise Value, EV), der in diversen anderen Vergleichskennziffern weiterverwendet wird.

## KUV, Kurs/Umsatz-Verhältnis

Das Kurs/Umsatz-Verhältnis sollte nur innerhalb einer Branche verglichen werden und nicht branchenübergreifend, da sich Umsätze in verschiedenen Branchen in sehr unterschiedlichem Maße in Gewinne umwandeln lassen (sehr unterschiedlich z.B. Einzelhandel gegenüber Immobilienvermieter). Ein – meist als attraktiv angesehenes – KUV von weit unter 1 zeigt an, dass das Unternehmen in Relation zum Börsenwert sehr viel Geschäft abwickelt. Bei einer nur geringfügigen Margenverbesserung weist das Unternehmen damit hohes Gewinnsteigerungspotenzial auf. Das KUV ist leicht im Zeitablauf zu vergleichen, da es deutlich weniger volatil ist als z.B. das KGV.

## KGV, Kurs/Gewinn-Verhältnis

Das Kurs/Gewinn-Verhältnis bzw. PE (engl. Price/Earnings-Ratio) ist umso attraktiver, je niedriger es ist, wobei die PE-Bewertungen einzelner Branchen insgesamt weit voneinander abweichen können. Innerhalb einer Branche werden wachstums- und margenstarken oder sehr gut einschätzbaren (stabilen) Unternehmen üblicherweise höhere PEs zugestanden.

## EV/EBITDA

Der Enterprise Value (EV) ergibt sich aus der o.g. Nettoliiquidität und wird zumeist in Relation gesetzt zum Gewinn von Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA); einem operativen Gewinn. Viele Unternehmen sind dazu übergegangen, (auch) den vermeintlich objektiven operativen Gewinn für die Öffentlichkeit zu "bereinigen". Ob es sich dabei um sinnvolle und angemessene Bereinigungen handelt, muss in jedem Einzelfall abgewogen werden. Immer wieder findet man z.B. in Bilanzen von US-Unternehmen sehr kreative (legale!) „Bereinigungen“, die wenig vom Gedanken der Nachhaltigkeit beseelt sind. Je niedriger das EV/EBITDA, desto attraktiver ist ein Unternehmen bewertet.

## *EBITDA-Marge*

Margen sind ein Hilfsindikator für die Angemessenheit einer gegebenen Bewertung. Unternehmen mit hohen Margen dürfen auch hoch bewertet sein, denn besonders profitabel ist ein Unternehmen zumeist durch überlegene Technologie/Geschäftsmodell, gutes Image, monopolartige Angebotsstrukturen o.Ä., was Kunden dazu verleitet oder sogar dazu zwingt, dessen Produkte zu kaufen – folglich gibt es größere Preissetzungsmacht und Profitabilität. Die EBITDA-Marge ist eine relativ unbestechliche und damit verlässliche Größe, da Dividend und Divisor (z.B. operativer Gewinn / Umsatz) beide kaum durch Bilanzierung manipuliert werden können. Generell ist bei Margen deren Entwicklung im Zeitverlauf interessant: Unternehmen, die ihre Margen (deutlich) ausbauen können, sollten auch höher bewertet sein als andere.

## *KCF, Kurs/Cash Flow-Verhältnis*

Der operative Cash Flow (CF, vereinfacht Gewinn plus Abschreibungen) wird oft als der „wahre“ Gewinn eines Unternehmens angesehen, da es zwar über die Höhe seiner Abschreibungen seinen Nettogewinn steuern kann – jedoch nur sehr eingeschränkt den Fluß von Zahlungsmitteln. Allerdings wirken sich vernachlässigte Abschreibungen langfristig negativ aus (wachsender Investitionsbedarf; sinkende Wettbewerbsfähigkeit), obwohl sie kurzfristig den Cash Flow steigen lassen

## *KBV, Kurs/Buchwert-Verhältnis*

Für dessen Berechnung wird das (ggf. um Minderheitsanteile bereinigte) Eigenkapital eines Unternehmens in Relation zum Kurs gesetzt. Bei einem KBV von 1,0 entspricht der aktuelle Börsenwert exakt der Höhe des Eigenkapitals. Für profitable Unternehmen sollte daher ein KBV von 1,0 eine Bewertungsuntergrenze darstellen. Ein KBV deutlich unter 1,0 deutet oft schwere Probleme an, bis hin zur Existenz-Gefährdung (z.B. dauerhafte Verluste / zu wenig Eigenkapital). In sehr wachstumsstarken Branchen messen Analysten dem KBV hingegen mitunter gar keine Bedeutung bei; was mitunter hohe KBVs zulässt.

## Stimmungsindikatoren

Neben den volks- und betriebswirtschaftlichen Hauptbestimmungsfaktoren für Aktienkurse gibt es auch psychologische Einflussfaktoren. Letztere messen verkürzt gesagt das Ausmaß an Gier oder an Panik, welches z.B. gegenwärtig an einem Markt herrscht. Wenn versucht werden soll, kurzfristige Voraussagen für maximal einige wenige Monate für Märkte insgesamt zu treffen, so stehen bei der Analyse oft nicht die volks- und betriebswirtschaftlichen Einflüsse im Vordergrund, sondern die markttechnisch-psychologischen Börsenbarometer. Denn es ist an der Börse entscheidend zu wissen, was die anderen Akteure denken oder erwarten. Je höher die Erwartungen/Hoffnungen, desto größer kann die Enttäuschung ausfallen.

Anleger werden durch zwei wesentliche Emotionen beeinflusst: Durch die Angst, eingesetztes Kapital zu verlieren und durch den Wunsch, möglichst viel zu verdienen. Angst und Gier führen zu massenpsychologischen Verhaltensweisen (Herdentrieb, „Lemminge-Effekt“, kollektive Panik). Besonders in Hausse-Endphasen überwiegt die Gier oft so stark, dass Anleger kaufen wollen, obwohl die Kurse bereits stark gestiegen sind. Dagegen trennen sich am Ende einer Baisse Anleger oft „bestens“ – zu jedem Preis – von ihren Aktien. Solche „Leidverkäufe“ haben genauso wie die Käufe zu Höchstkursen wenig mit logischer Betrachtungsweise zu tun. Beides kann durch Beobachtung geeigneter Indikatoren relativ genau geortet werden. Zwischen den Extrempunkten der Übertreibung nach oben oder nach unten gibt es in der Regel Trends, die innerhalb eines mehr oder minder engen Bandes verlaufen. Beispielsweise kann ein Anleger innerhalb eines Aufwärtstrends meist einfach Gewinne laufen lassen, bis eine Übertreibungsphase Verkäufe ratsam erscheinen lässt. Zwischen diesen ganz großen Übertreibungen, die nur alle paar Jahre stattfinden, gibt es auch zwischenzeitlich regelmäßig Überhitzungsphasen, die für kurzfristige Anpassungen der eigenen Investitionsquote genutzt werden können.

Auf Seite 8 der FINANZWOCHE werden insgesamt rund 70 weltweite Indikatoren dargestellt, die sich zum großen Teil wöchentlich verändern und die zur Beurteilung des Gesamtbildes der Märkte zu beachten sind. Für drei Märkte (Deutschland, Schweiz und die USA) werden die Indikatoren jeweils zu einem Gesamtindikator zusammengefasst, der zumeist im Bereich zwischen -5,0 (sehr negativ; Verkaufssignal) und +5,0 (sehr positiv; Kaufsignal) schwankt; sehr selten geben die Gesamtindikatoren sogar noch stärkere Signale. Wir bewerten die meisten Einzelindikatoren mit jeweils einem Piktogramm (Pfeil), um die Signalwirkung einzelner Indikatoren optisch prägnant darzustellen.

Aufgrund der mitunter seit Jahrzehnten erfolgenden allwöchentlichen Erhebung haben wir einen entsprechend umfangreichen Datenpool angesammelt, der uns eine Bewertung einzelner Indikatoren, aber auch des Gesamtbildes, erleichtert. Eine 100%-ige Sicherheit bezüglich der Schlussfolgerungen aus den Signalen kann es allerdings nicht geben. Letztlich liefert jeder dieser Indikatoren immerhin jeweils ein Puzzleteil zur Beurteilung der Märkte.

Es gibt viele Methoden, festzustellen, ob die Anleger mehrheitlich optimistisch oder pessimistisch sind. Am einfachsten ist es, die Medien (bzw. deren Schlagzeilen) zu verfolgen, und daraus die „allgemeine Stimmung“ herauszulesen. Thematisieren in Deutschland die Meinungsmacher von "Spiegel" bis "Bild" auf ihren Titelseiten hohe Aktiengewinne, so war dies in der Vergangenheit meist ein zuverlässiges Verkaufssignal. In Endphasen einer



Hausse verstummen zunehmend Mahner und Kritiker, während immer ambitioniertere Kursziele postuliert werden. Je optimistischer (und damit sorgloser) die Anleger werden, desto größer ist die Gefahr für die Aktienkurse.

Extrem negative Berichterstattung bietet hingegen oft ein Kaufsignal. Als z.B. US-Wirtschafts- und Nachrichtenmagazine 1982 mit Schlagzeilen wie, wie „The death of equities“ (der Tod der Aktien) titelten, markierte dies den Beginn einer jahrelangen Hausse. Neue Medienformate zur Börse starten oft in den Endphasen einer Hausse; eingestellt werden Publikationen für Anleger dagegen oft in der Endphase einer Baisse.

Präziser noch als die (meist subjektive) Beurteilung der Medien sind Indikatoren: Beispielsweise das Verhalten der Anleger am Terminmarkt beim Handel von Kauf- und Verkaufsoptionen oder auch das Verhalten von institutionellen Anlegern inklusive Fondsmanagern (etwa die Höhe ihrer Barreserven). Ein recht gut messbarer Indikator ist ferner die Stimmung von Großanlegern oder von Börsenbriefen. Beispielsweise verfügt die FINANZWOCHE über den umfangreichsten Datenfundus aller deutschen Börsenbriefe (teils 40 Jahre zurückreichend).

Besonders an den Extrem- bzw. Wendepunkten sollten Anleger versuchen, ihre Kenntnis vom Verhalten „aller anderen“ auszunutzen und sich gegen die allgemeine „Einheitsmeinung“ stemmen: Das Gegenteil von dem tun, was allgemein gemacht bzw. in den Massenmedien als ratsam empfohlen wird.

Indikatoren, die solche Beurteilungen ermöglichen, sind:

### *Put/Call-Ratios*

Am objektivsten können Optimismus und Pessimismus am Aktienmarkt (weniger einfach bei Zinsen, Waren oder Edelmetallen) via Optionshandel gemessen werden. Hintergrund ist die Überlegung, dass hohe Umsätze beim Handel von Kaufoptionen großen Optimismus verdeutlichen (und vice versa). Dazu kann das sogenannte Put/Call-Ratio auf Indexoptionen, aber auch auf Einzelaktien betrachtet werden. Ein Put/Call-Ratio ist der Quotient aus Summe der Verkaufsoptionen (Puts) geteilt durch die Summe aller Kaufoptionen (Calls). Je höher das Put/Call- Ratio ist, desto mehr Pessimismus zeigt es an; je tiefer, desto mehr Optimismus.

Unsere Untersuchungen zeigen an, dass Put/Call-Ratios auf Einzelaktien für die Voraussage des zukünftigen Aktientrends wesentlich aussagekräftiger sind als auf Indizes. Hintergrund: Indexoptionen werden oftmals zur Absicherung bestehender Positionen genutzt; z.B. Garantiefonds verkaufen Verkaufsoptionen jedoch teilweise automatisch in regelmäßigen Abständen. Solche Käufe von Puts signalisieren dann keinen Pessimismus, sondern spiegeln turnusmäßige Absicherungen wider. Ihr Aussagewert ist somit eingeschränkt.

Die FINANZWOCHE wertet – wohl als einzige Institution in Deutschland – Put/Call-Ratios seit dem ersten Tag des Optionshandels in Deutschland aus. Wie alle technischen Indikatoren wirkt es in der Regel erst mit einer zeitlichen Verzögerung, die von einer bis zu vier Wochen reichen kann. In seltenen Fällen – besonders bei Börsenhochs – dauert es sogar noch länger bis zur Reaktion. Generell ist die Aussagekraft der technischen Indikatoren umso stärker, je länger ein (Kauf- oder Verkaufs-) Signal andauert. Deshalb ist es wichtig, nicht nur



einzelne Wochenwerte zu analysieren, sondern deren Entwicklung über einen längeren Zeitraum.

Da Baissephasen erfahrungsgemäß länger als ein oder zwei Wochen dauern, hat es noch keinen Aussagewert, wenn der Indikator nach langen Verkaufssignalen erstmals ein oder zwei Kaufsignale innerhalb von einer Woche anzeigt. Glättungen von Indikatoren (Durchschnitte von 10 Tagen, zum Teil auch 100 Tagen) liefern oft noch bessere Ergebnisse als eine Analyse der (zumeist stark schwankenden) Wochenzahlen. Die schlechtesten Ergebnisse liefert das Put/Call-Ratio häufig im relativ umsatzschwachen Dezember, zudem mindern hier oft steuerlich motivierte Transaktionen die Aussagekraft.

Solche Besonderheiten werden in der Kommentierung in der FINANZWOCHE stets berücksichtigt und erklärt. In der FINANZWOCHE werden die Put/Call-Ratios für die Märkte USA, Deutschland, Schweiz sowie für das Gold veröffentlicht. Beim Gold wird branchenüblich der Zähler und der Nenner vertauscht und das Call/Put-Ratio verwendet, damit kündigt ein hoher Wert keinen Pessimismus, sondern gesteigerten Optimismus an.

### *Umsätze in Kauf- und Verkaufsoptionen*

Auch die absoluten Umsätze im Optionshandel (Puts wie Calls) sind Indikatoren, da an Extrempunkten meist besonders rege gehandelt wird. Erfahrungsgemäß werden sehr viele Calls oft an einem Kurshoch, sehr viele Puts dagegen an einem -tief gehandelt. Signalisiert das Put/Call-Ratio sehr großen Optimismus oder Pessimismus, während die Umsätze im Optionshandel jedoch gering sind, so ist dies in der Regel für die zukünftige Börsenentwicklung nicht signifikant.

### *Optimismus/Pessimismus der Fondsmanager*

Ein weiterer wesentlicher Stimmungsindikator ist das Verhalten institutioneller Anleger. Anhand ihrer Anlagepolitik wird deutlich, wie diese Verwalter (oft riesiger, und damit einflussreicher Volumina) aktuell denken. Ablesen lässt sich ihre Stimmung an den veröffentlichten Daten zu ihren Barreserven (in % der Fondsvermögen). Nahe an Hochs sind Institutionelle oft „voll“ investiert (Barquote nahe 0%); hohe Barreserven sind dagegen häufig nahe an Börsentiefs zu beobachten.

Die Erfahrung zeigt, dass Fondsmanager aus Angst an Börsentiefpunkten häufig sehr hohe, bei Hochpunkten dagegen minimale Barreserven aufweisen. Einige große deutsche Fondsgesellschaften haben ihren Managern deshalb zur Auflage gemacht, immer mehr oder minder voll investiert zu sein und nur minimale Barreserven (nicht über 5%) zu halten. Fondsmanagern ist somit ein „Timing“ gewissermaßen verboten. Die Fondsgesellschaften ziehen hier die Lehre aus Statistiken, die zeigen, dass in Deutschland genauso wie in den USA langfristig nur 5% der Aktienfonds die Performance des Vergleichsindex erreichen konnten oder besser waren. Trotz dieser Einschränkungen ist die Barreserve jedoch bis heute ein relativ guter Indikator geblieben.

Noch aussagekräftiger ist die Beobachtung der Anlagepolitik von Mischfonds, die in Aktien und in Anleihen investieren dürfen: Wenn solche Fonds überwiegend in

Aktien investiert sind (und fast alle Renten verkauft haben), ist eine Börsenwende nach unten zu erwarten. Andererseits sprechen sehr hohe Rentenbestände für eine längerfristige Aktienhausse:

Während sich die Barquoten auch durch die Börsenentwicklung selbst ändern (sinkende Aktienkurse erhöhen ceteris paribus die Barquote; in einer Hausse führen steigende Aktienkurse dagegen ceteris paribus zu deren Senkung), zeigt die Rentenquote eine aktive, selbstbestimmte Anlagepolitik. Eine Senkung der Barquote ist hier also nicht zwangsläufig Spiegelbild eines höheren Optimismus, sondern eine folgerichtige Entwicklung. Deshalb eignet sich der Indikator Barreserven plus Rentenbestände der Aktienfonds oder die Rentenbestände der Aktienfonds allein besser als Indikator für eine zukünftige Börsenhausse oder -baisse.

Die aktive Entscheidung der Aktienfondsmanager, mehr Renten in den Fonds (bzw. gemischten Fonds) hineinzunehmen, signalisiert ein Aktienkurstief. Im Gegensatz dazu signalisiert eine sehr niedrige Rentenquote ein Aktienkurshoch. In Deutschland und in den USA wurden mit diesem Indikator ausgezeichnete Erfahrungen gemacht. Auf der Seite 8 der FINANZWOCHE sind die Barreserven für deutsche und US-Aktienfonds zu finden.

### *Sentix Gesamtindex DAX*

Hierbei handelt es sich um einen Umfrage-Indikator, der die Meinung von über 1.500 deutschen Marktteilnehmern repräsentiert. Von diesen Befragten sind ca. 20% institutionelle Investoren und 80% Privatanleger. Die Befragung zielt auf die kurz- und mittelfristige Einschätzung der Teilnehmer zur zukünftigen Marktentwicklung ab. Gefragt wird wöchentlich am Freitag. Auch hier wird nach Übertreibungsphasen gesucht, in denen die Stimmung besonders stark in die eine oder andere Richtung ausschlägt.

### *Stimmung der Börsenbriefe*

Ein weiterer wichtiger Stimmungsindikator ist der Optimismus oder Pessimismus von Börsenbriefen. Die FINANZWOCHE ist die einzige Institution in Deutschland, die seit den 1970er Jahren diese Stimmungen erfasst.

Börsenbriefe neigen wie auch andere Börsianer zu Übertreibungen: Steigende Kurse lassen den Optimismus wachsen, fallende dagegen sinken. Sie sind also (genauso wie Privatanleger oder Fondsmanager) ein guter Kontra-Indikator. Sind Börsenbriefe sehr optimistisch gestimmt, ist meist nicht mit weiteren Kurssteigerungen, sondern eher mit zumindest vorübergehenden Kursverlusten zu rechnen. Besonders längerfristige Glättungen dieses Indikators geben einen guten Hinweis darauf, ob die zukünftige Börsenentwicklung abwärts oder aufwärts gerichtet sein wird.

Beispielsweise nach 1987 waren die Börsenbriefe über viele Jahre hinweg verhältnismäßig vorsichtig, was aus markttechnischer Sicht ein zutreffendes und ertragreiches Kaufsignal darstellte.

In den USA eignen sich besonders die negativ gestimmten Börsenbriefe für antizyklische Voraussagen. Pessimisten-Anteile von 40% und mehr sind dort klare Kaufsignale, während Prozentsätze unter 20% fast immer klare Verkaufssignale waren.

In Deutschland hingegen erwies sich der Anteil der optimistischen Börsenbriefe als besserer Indikator. Lange Zeit gab es unter deutschen Börsenbriefen praktisch gar keine Pessimisten, sondern allenfalls neutral gehaltene Aussagen.

In den USA (wo man auch mit Leerverkäufen an einer Baisse verdienen kann) wechselten die Berater dagegen schon immer viel schneller und aktiver zwischen Optimismus und Pessimismus hin & her. Deutsche Börsenbriefe hingegen werden oft von ein oder zwei Mann-„Teams“ herausgegeben, die offenbar vor allem der Meinung sind, dass sich ein Anstrich von „Informiertheit, Exklusivität und Vertraulichkeit“ zusammen mit einem überdurchschnittlichen Maß an Optimismus („1000%-Insidertipps“) besser verkauft als tiefgründige Analysen, die auch längerfristige oder kurzfristige erhebliche Börsengefahren aufzeigen. Dr. Ehrhardt war z.B. einer von wenigen – teils sogar der einzige – Berater in Deutschland, der Baissen wie 1969, 1973/74, 1987, 1990, 1992 und 2000 anhand von Indikatoren, wie Put/Call-Ratio, Börsenbrief- Stimmung und ähnlichen Stimmungsbarometern, präzise voraussagte.

### *Positive Berater US-Dollar und Gold*

Kern dieser beiden Stimmungsindikatoren ist ebenfalls eine antizyklische Herangehensweise. Demnach werden starke Ausschläge des Indikators als besonders einseitige Marktsituation gedeutet, worauf hin eine entsprechend gegenteilige Kursreaktion folgen sollte. Die Daten stammen aus Befragungen unter Anlageberatern, Analysten und Brokern in den USA und werden wöchentlich am Freitag erhoben. Der Freitag liefert deshalb die besten Ergebnisse, weil zu diesem Zeitpunkt bereits der Großteil der Börsenbriefe und Marktberichte publiziert bzw. gelesen wurde.

Aus extremen Ausschlägen sollen überkaufte oder überverkaufte Situation abgeleitet werden. In der Regel wird ein Anstieg des Anteils der positiven Berater über ein Niveau von 75% als zu optimistisch gedeutet, was auf ein zu starkes Engagement der Anleger im Euro bzw. im Gold hindeutet. In die entgegengesetzte Richtung ist ein Rückgang der Optimisten unter ein Niveau von 25% ein Indiz auf eine überverkaufte Situation.

Zu beachten ist bei der Interpretation aller Daten, dass die teils genannten Schwellen nur Richtwerte darstellen. Alle Daten und Signale müssen stets zusammen im Kontext mit dem jeweiligen Marktumfeld gesehen werden, welches die Signalwerte nach oben oder unten verschieben kann. Deshalb steht unter den Grafiken jeweils auch eine entsprechende Interpretation. Weiterhin ist es für die Aussagekraft des Indikators von Vorteil, wenn der Ausschlag nachhaltig in die eine oder andere Zone verläuft. Je länger z.B. die Berater auf einem extremen Niveau verharren, desto ausgeprägter verlaufen die Marktanpassungen und die darauf folgenden Korrekturreaktionen.

## *Bulls minus Bears USA*

Als Umfrageindikator für den US-Markt eignet sich auch bei der Differenz aus Bullen und Bären wieder die antizyklische Interpretation. Die Bullen, d.h., die optimistisch gestimmten Investoren, überwiegen die Bären (Pessimisten), wenn der Indikator besonders hoch steht. Lassen die Bären den Indikator nach unten ausschlagen, ist der Einstiegszeitpunkt in der Regel günstig. Der Indikator pendelt nicht um die Nulllinie pendelt, liegt daran, daß grundsätzlich das Niveau der Optimisten an der Börse höher ist als das der Pessimisten.

Aus diesem Grund sind auch die Umsätze bei den Call-Optionsscheinen i.d.R. größer als bei den Puts.

## *Gewichtung der Indikatoren*

Put/Call-Ratio, Börsenbrief-Stimmung und Fondsmanager-Verhalten sind die drei wichtigsten Stimmungsindikatoren, die in der Regel bereits eine gute Gesamtschätzung ermöglichen. Da es (auch darüber hinaus) sehr viele technische Indikatoren gibt, ist eine „Gewichtung“ der Indikatoren erforderlich. Put/Call-Ratio, Stimmung der Börsenbriefe und das Fondsmanager-Verhalten verdienen nach unserer Erfahrung eine besonders hohe Gewichtung und sollten deshalb besonders beobachtet werden. Beachtet werden muss allerdings, ob Angebots-/Nachfrage-Indikatoren (zumindest vorübergehend) die Bedeutung der Stimmungsindikatoren einschränken bzw. ihre Wirkung abmildern.

In einer Zeit extrem hoher Liquidität an der Börse (dadurch verursacht ist eine sehr hohe Nachfragemöglichkeit für Aktien) werden Stimmungsindikatoren oft in ihrer Aussagekraft gemildert. Selbst Überspekulationsphasen mit hoher markttechnischer Überhitzung führen dann nicht zu einer längerfristigen Börsenbaisse, wenn die Liquidität hoch ist und die Notenbanken keine Bremsmaßnahmen oder Geldmengen- bzw. Liquiditätseinschränkungen durchführen. Solche Entwicklungen gab es in den 90er Jahren wiederholt, so daß frühere Altmeister der Stimmungsindikatoren, wie Dr. Martin Zweig in New York, mit dem Dr. Ehrhardt über Jahrzehnte zusammenarbeitete – in den 90er Jahren nicht die gleichen guten Ergebnisse erwirtschaftete wie in den 70er oder 80er Jahren.

Die Bedeutung der monetären Indikatoren (Dr. Ehrhardts Dissertation 1974) wird oft unterschätzt. Beispielsweise in den 1990er Jahren waren vorübergehende Börsentiefs immer gute Kaufgelegenheiten, weil mit der Begründung einer „Gefährdung des internationalen Finanzsystems“ immer wieder hohe Milliarden-Dollar-Beträge als Liquiditätsstütze injiziert wurden. Seit 2008 wiederholt sich dies mit nun deutlich größeren Volumen.

Die Stimmungsindikatoren haben besonders dann einen erhöhten Stellenwert bzw. höhere Aussagekraft, wenn die Notenbanken ernsthafte Anti-Inflationspolitik betreiben. Solange die Politik der ständigen Liquiditätsanreicherung zur Vermeidung von Finanzkrisen andauert, lassen sich mit den Stimmungsindikatoren immerhin vorübergehende Rückschläge gut vorhersagen. Denn Investoren fallen in ähnlichen Situationen immer wieder in die gleichen Verhaltensmuster zurück, die sich mit den Indikatoren gut messen lassen. Aus dieser Sicht bleiben die Stimmungsindikatoren ein extrem wichtiges Prognoseinstrument.

## Trendindikatoren

„The trend is your friend“ oder „Der Trend ist dein Freund“ ist neben einer antizyklischen Anlagepolitik der wichtigste Börsengrundsatz, weil sich Trends wahrscheinlicher fortsetzen als umkehren. Steigen die Trendindikatoren im Zuge von Kursaufschwüngen, ist es in der Regel unklug, eine Baisse zu erwarten (und z.B. Verkaufsoptionen zu kaufen) bzw. auf eine Aktienanlage zu verzichten. Üblicherweise werden Aktienindizes als Trendindikator angesehen, allerdings auch oft durch verschiedene Eingriffe (z.B. wechselnde Zusammensetzung) „missbraucht“, um Aufwärtseentwicklungen vorzugaukeln, die nur teilweise real sind. So zogen deutsche Indizes in der Endphase der Neue-Markt-Blase nur noch von einigen wenigen, schwergewichtigen Titeln nach oben. So täuschten Indizes eine Hausse vor, obwohl viele Titel bereits fielen.

### *Advance/Decline-Linie*

Das Verhältnis von steigenden zu fallenden Aktienkursen (die Advance/Decline-Linie) gibt einen sehr guten Hinweis darauf, ob eine Börse auf breiter Front steigt, oder ob der optische Zuwachs nur wenigen großen Titeln zu verdanken ist. Bei steigender Advance/Decline-Linie steht ein Aufschwung „gesund“ auf breiten Beinen und dessen Fortsetzung erscheint wahrscheinlich. Erst, wenn der Trend bricht (A/D-Linie fällt), ist Vorsicht geboten. Auch ein Auseinanderlaufen von Aktienindizes (Anstieg) einerseits und Advance/Decline-Linie (Rückgang) andererseits, wie z.B. im Frühjahr 2000, ist ein Verkaufssignal.

### *Anteil von Aktien über der 200-Tage-Linie*

Ein sehr guter Trendindikator ist der Anteil von Aktien über ihrem 200-Tage-Durchschnitt. Eine Aktie, die aktuell über dem Durchschnittskurs der vergangenen 200 Tage notiert, befindet sich in einem Aufwärtstrend und wird vermutlich diesen Trend fortsetzen. Je größer an der Börse die Zahl der Titel ist, die über ihrer 200-Tage-Linie notieren, desto breiter ist die Basis einer Hausse, die sich deshalb eher fortsetzen als enden wird. Fällt dagegen der Anteil von Aktien über der 200-Tage-Linie, so ist dies meist Zeichen einer bevorstehenden Baisse. Je länger ein solcher Zustand (bzw. im Extremfall steigende Kurse bei fallendem Indikator) andauert, desto größer die Kursrisiken. Hinzu kommt der Effekt der selbsterfüllenden Prophezeiung: Je mehr Anleger auf die Durchschnitte achten und sie in gleicher Weise interpretieren, desto zuverlässiger funktionieren sie. Auch dieser Indikator wurde in Deutschland wohl zuerst in der FINANZWOCHE veröffentlicht und ist ein besonders wertvolles Instrument – wahrscheinlich der beste Trendindikator. Er kündigt Trendveränderungen frühzeitig an. Da Börsenhochpunkte in den seltensten Fällen in Form eines umgekehrten „V“, sondern eher umgekehrten „U“ (jedenfalls bezogen auf die Gesamtheit der Aktien) stattfinden, hat man genügend Zeit, auf einen sich abschwächenden Anteil von Aktien über der 200-Tage-Linie in Form von vorsichtigerer Börsen-Anlagepolitik zu reagieren (und umgekehrt). Ein Anstieg des Prozentsatzes der Aktien über der 200-Tage-Linie bei gleichzeitig noch rückläufigem Aktienindex ist hingegen in der Regel ein Zeichen für die Beendigung einer Börsenbaisse.

## Monetäre Indikatoren

### *Geldmenge M1*

Die von den Notenbanken emittierte Geldmenge wird in unterschiedlich definierten Aggregaten zusammengefasst; das eng definierte Aggregat M1 misst üblicherweise Bargeld plus Sichteinlagen. Die Geldmenge kann durch Geldschöpfung zu-, aber auch durch Geldvernichtung abnehmen. Die Wachstumsrate der Geldmenge signalisiert somit, ob (und wie stark) eine Volkswirtschaft wächst. Damit kommt der Geldmenge eine herausragende Indikatorfunktion, nicht nur für die Wirtschaft allgemein, sondern auch für die Börse zu. Teilweise fließt (neu geschöpftes) Zentralbankgeld sogar fast unmittelbar in den Aktienmarkt, etwa wenn Firmen Kredite aufnehmen, um eigene Aktien zurückzukaufen.

### *Höhe der Börsenkredite in den USA*

Diese Zahl wird nur in den USA veröffentlicht. Permanent anwachsende Börsenkredite unterfüttern eine Hausse. Sie sind allerdings kein Frühindikator, erst ein Trendbruch bzw. stärkerer Rückgang der Börsenkredite zeigt (ggf. verzögert) das Ende einer Börsenhausse an. Der Indikator ist v.a. für Langfrist-Prognosen wertvoll, weniger für kurzfristige Signale. In der FINANZWOCHE werden die Börsenkredite deshalb nicht regelmäßig als Chart abgebildet, sondern als absolute Zahl auf Seite 8 für die USA in die Berechnung einbezogen.

### *Kreditvolumen US-Geschäftsbanken*

Das Kreditvolumen ist von ihrer Aussagekraft eine Art Komplementär zur Geldmenge und wurde teilweise auch von Zentralbanken als Zielgröße definiert, was bereits seine große volkswirtschaftliche Bedeutung aufzeigt. Die von Geschäftsbanken aufgenommen Kredite sind (wie auch die Geldmenge) ein Frühindikator der konjunkturellen Entwicklung, denn hinter jedem Kreditwunsch steht ein ökonomischer Zweck (Konsum, Investition bzw. aus Sicht von börsennotierten Unternehmen z.B. Aktienrückkäufe oder die Übernahme einer anderen Unternehmens).

### *Positive Berater US-Bonds*

Dieser Indikator bezieht sich auf Befragungen von Fondsmanagern zu ihrer Einschätzung der zukünftigen Entwicklung von langfristigen US-Anleihen. Die Interpretation ist auch hier antizyklisch: Eine hohe Zahl an Optimisten signalisiert, dass bereits viele Investoren in Bonds engagiert sind. Somit könnte die Kaufkraft für weiter steigende Kurse fehlen. Hingegen ist eine große Zahl an Pessimisten ein Indiz dafür, dass sich bereits die Mehrheit der Anleger von ihren Positionen getrennt hat und als Verkäufer nicht mehr in Frage kommt, um die Kurse unter Druck zu bringen. Die Besonderheit bei dieser Darstellung ist, dass hier nicht direkt der Kurs abgebildet wird, sondern die Rendite der Anleihen. Bei sehr hohen Optimisten-Anteilen dürften also zwar die Anleihekurse fallen, aber dadurch die Renditen steigen (bzw. vice versa).



## Überschussliquidität

Die Überschussliquidität misst jene Teile der gesamtwirtschaftlichen Geldbestände, die nicht zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums benötigt werden. Aus langfristiger Perspektive gehen von der Überschussliquidität Inflationsgefahren aus. Betrachtet man steigende Aktienkurse als Form der Vermögenspreisinflation, so ist eine hohe Überschussliquidität tendenziell eher kurssteigernd. Mathematisch lässt sich die Überschussliquidität herleiten, indem vom Geldmengenwachstum (M1 gegenüber Vorjahr) die Inflationsrate und das BIP-Wachstum (alles in %-Punkten) abgezogen werden.

## Zinsstruktur

Fristentransformation ist eine existenzielle Grundlage des Bankgeschäfts bzw. der Kreditvergabe. Üblicherweise sollten langfristige Risiken höher vergolten werden als kurzfristige; d.h., Zinsen für lange Zeiträume (Laufzeiten) liegen normalerweise über denen für kurze. Stellt man die am Markt beobachtbaren Zinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum zweidimensional dar, erhält man die Zinsstrukturkurve, die im o.g. Normalfall schlicht ansteigen sollte. Je besser sich eine Konjunktur entwickelt, desto steiler sollte die Zinsstrukturkurve sein. Entwickelt sich eine Volkswirtschaft jedoch schlecht, dann verläuft die Zinsstrukturkurve flach (waagrecht) oder sogar fallend („invers“). Die Zinsstrukturkurve ist somit ein Frühindikator, deren Steilheit Konjunkturbelebungen oder -abschwächungen meist frühzeitig anzeigen; umso größer bzw. steiler, umso positiver das Signal.

## 6-Monats-Rendite Veränderung 30-jährige Bonds

Zinssätze beeinflussen den Aktienmarkt über verschiedene Mechanismen: Steigende Zinsen belasten allgemein die Konjunktur mittels geringerer Kreditnachfrage. Daneben werden Anlagen aus dem Opportunitätsblickwinkel analysiert: Die Dividendenrendite von Aktien wird verglichen mit den Renditen langlaufender Anleihen. Je höher also dieser Indikator, desto negativer die Signalwirkung (und vice versa: stark negativer Wert = positiv).



## Favoritenliste(n)

Seit Anfang 2015 werden in der Finanzwoche zwei „Favoritenlisten“ á 10 Einzelaktien geführt – mit jeweils 10 deutschen Aktien sowie 10 ausländischen Titeln. Die konkrete Einzelauswahl wird von der Redaktion vorgenommen und unterliegt im wesentlichen der Einschränkung, dass es sich Titel mit mindestens 5 Mrd. € Börsenwert handeln sollte, die auch an deutschen Börsen gehandelt werden (wobei die Handelbarkeit ausländischer Aktien an den jeweiligen Heimatbörsen immer besser sein dürfte). Favoriten sind für uns Titel mit einem besonders guten Chance/Risiko-Verhältnis für die kommenden 12 Monate oder länger – die Favoriten sollen möglichst selten wechseln bzw. ausgetauscht werden. Kurzfristige Trends auszunutzen ist bei den Favoriten ausdrücklich kein Anlageziel. Gute Dividendenzahler werden bevorzugt.

Unter der in einer Druckausgabe veröffentlichten Favoritenliste werden kurze Kommentare zu aktuellen Entwicklungen bei einzelnen Favoritenaktien veröffentlicht. Ein bis zwei mal im Jahr wird auf die Entwicklung der Titel in ihrer Gesamtheit ausführlicher eingegangen, um generelle Entwicklungen oder Einschätzungen zu thematisieren. Die Favoritenliste ist ausdrücklich kein „Musterdepot“, da Letztere in anderen Publikationen nach unserer Einschätzung oft schönfärberisch konstruiert sind – z.B. werden Transaktionskosten (beim häufigem Umschichten durchaus relevant) ausgeblendet oder sich im Nachhinein als günstig entpuppende Börsenkurse verwendet.

Die jeweils aktuelle Veröffentlichung der Favoritenliste ist permanent für Kunden auf der FINANZWOCHE-Homepage einsehbar.

## Finanzwoche-Börsenbarometer

Mit Einführung einer neu gestalteten Homepage im Winter 2017 veröffentlicht die FINANZWOCHE zu 6 Börsenindikatoren jeweils ein Barometer, das dem Betrachter einen schnellen Überblick über die Einschätzung der Redaktion zu den jeweiligen Indizes, Zinsen, Gold bzw. Wechselkursen ermöglichen soll.

Dieser Ausblick hat jeweils einen Zeithorizont von 1 Woche – in der Regel also bis zum Erscheinen der nächsten FINANZWOCHE. Alle Barometer sind gleich skaliert und umfassen 11 Skaleneinheiten. Bei den Aktienindizes, Zinsen und Gold bedeutet ein starker Ausschlag nach rechts, dass die Redaktion hier steigende Kurse bzw. Zinsen erwartet. Ein Barometerstand in der Mitte bedeutet, dass wir das Potenzial nach oben wie unten genau gleich groß einschätzen. Ein Barometerstand weit links bedeutet größere Verlustrisiken als Gewinnchancen. Beim Wechselkurs Euro/Dollar bezieht sich das Barometer auf die sog. Mengennotierung aus europäischer Sicht, also wieviel 1 € in US-\$ wert ist (Kurs November 2017: rund 1,20 \$/€). Ein Barometerstand weit rechts bedeutet hier die Erwartung eines stärkeren Euros.

Die Barometerstände stellen kurzfristige Markteinschätzungen der Redaktion dar, aber keine expliziten Kauf- oder Verkaufsempfehlungen.