
BACHELORARBEIT

Herr
Julian Niedermaier

**Ein Vergleich des technischen
und fundamentalen Ansatzes
der Aktienanalyse in Hinsicht
auf deren Chancen und Risi-
ken für Anleger an den Kapi-
talmärkten in Zeiten der EZB-
Niedrigzinspolitik**

2017

BACHELORARBEIT

Thema der Bachelorarbeit

Autor:
Herr Julian Niedermaier

Studiengang:
Business Management

Seminargruppe:
BM13wl1-B

Erstprüfer:
Prof. Heinrich Wiedemann

Zweitprüfer:
Dr. Stefan Remhof

Einreichung:
München, 09.01.2017

BACHELOR THESIS

Topic of thesis

author:
Mr. Julian Niedermaier

course of studies:
Business Management

seminar group:
BM13wl1-B

first examiner:
Prof. Heinrich Wiedemann

second examiner:
Dr. Stefan Remhof

submission:
Munich, January 9, 2017

Bibliografische Angaben

Niedermaier, Julian:

Thema der Bachelorarbeit:

Ein Vergleich des technischen und fundamentalen Ansatzes der Aktienanalyse in Hinsicht auf deren Chancen und Risiken für Anleger an den Kapitalmärkten in Zeiten der EZB- Niedrigzinspolitik

Topic of thesis

A comparison between technical and fundamental analysis in terms of opportunities and risks for investors in times of ECB policy of low-interests

58 Seiten, Hochschule Mittweida, University of Applied Sciences, Fakultät Medien, Bachelorarbeit, 2017

Abstract:

Die monetäre Politik der Banken hat sich in den letzten Jahren grundlegend geändert. Weltweit senken die Zentralbanken ihre Leitzinsen, um die Folgen der Finanzkrise im Jahre 2008 unter Kontrolle zu bekommen. Sparer erhalten in der Folge kaum noch Zinsen auf ihr Kapital und suchen nach gewinnbringenderen Alternativen als klassischen Sparkonten. Diese Arbeit untersucht die beiden bekanntesten Methoden der Aktienanalyse und vergleicht deren Chancen und Risiken für Anleger an den Kapitalmärkten in Zeiten der EZB-Niedrigzinspolitik.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	V
Abbildungsverzeichnis	VII
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Aufbau der Arbeit	2
1.3 Zielsetzung.....	2
2 Zinspolitik der EZB.....	3
2.1 Hintergrund und historische Einordnung	4
2.2 Inflation und Deflation	5
2.2.1 Monetarismus	5
2.2.2 Keynesianismus.....	6
2.2.3 Auswirkungen von Inflation und Deflation.....	6
2.3 Geldpolitische Maßnahmen der EZB.....	8
2.3.1 Offenmarktgeschäfte.....	9
2.3.2 Ständige Fazilitäten	9
2.3.3 Mindestreserven	9
2.3.4 Leitzins	10
2.4 Quantitative Easing (QE).....	10
2.5 Kritische Analyse der EZB Politik	12
2.5.1 Ziele.....	13
2.5.2 Chancen	13
2.5.3 Risiken.....	14
2.5.4 Verteidigung der EZB.....	15
2.5.5 Ausblick	15
3 Technische Analyse.....	17
3.1 Kernaussagen der technischen Analyse	18
3.1.1 Die Marktbewegung diskontiert alles.....	18
3.1.2 Kurse bewegen sich in Trends	18
3.1.3 Die Geschichte wiederholt sich selbst.....	19
3.2 Dow-Theorie	19
3.3 Trendkonzept	22
3.3.1 Unterstützungen und Widerstände.....	23
3.3.2 Trendlinien	25

3.3.3	Trendkanäle.....	27
3.4	Chartformationen	29
3.4.1	Kopf-Schulter-Umkehrformation.....	29
3.4.2	Doppelspitzen und –böden	31
3.5	Elliot-Wellen-Theorie.....	32
3.5.1	Fraktale Selbstähnlichkeit	32
3.5.2	Grundmuster.....	33
3.5.3	Variationen von Korrekturen.....	35
3.6	Markttechnik.....	37
4	Fundamentalanalyse.....	39
4.1	Top-Down-Ansatz vs. Bottom-Up-Ansatz	40
4.1.1	Top-Down-Ansatz	41
4.1.2	Bottom-Up-Ansatz.....	41
4.2	Globalanalyse	42
4.2.1	Zinsentwicklung	42
4.2.2	Konjunktur.....	43
4.2.3	Währungssystem und Wechselkurse	44
4.2.4	Politik	44
4.3	Branchenanalyse	44
4.4	Unternehmensanalyse	45
4.5	Kennzahlen.....	47
4.5.1	Eigenkapitalquote	48
4.5.2	Kurs-Gewinn-Verhältnis	49
4.5.3	Kurs-Buchwert-Verhältnis	50
4.5.4	Kurs-Cashflow-Verhältnis.....	50
4.5.5	Gearing.....	51
4.6	Discounted Cashflow (DCF-) Verfahren	52
5	Fazit.....	55
5.1	Diskussion der Ergebnisse.....	55
5.2	Limitationen.....	56
5.3	Ausblick	57
	Literaturverzeichnis	XI
	Anhang.....	XVIII
	Anhangsverzeichnis	XIX
	Eigenständigkeitserklärung	XVII

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Darstellung der verschiedenen Trendarten	23
Abbildung 2: Wechselwirkung zwischen Unterstützungen und Widerständen.....	25
Abbildung 3: Exemplarische Trendlinien für Abwärts- und Aufwärtstrends	26
Abbildung 4: Beispiel eines Trendkanals	28
Abbildung 5: Kopf-Schulter-Formation eines abschwächenden Aufwärtstrends mit anschließender Trendumkehr.....	30
Abbildung 6: Ein bestätigtes Doppeltop.....	31
Abbildung 7: Fraktale Selbstähnlichkeit am Beispiel eines Farnblattes.....	33
Abbildung 8: Kompletter Marktzyklus der Elliot Wellen untergliedert nach deren Rängen	34
Abbildung 9: 5-3-5 Sequenz der Zigzag-Korrektur.....	35
Abbildung 10: 3-3-5 Schema einer Flat-Korrektur.....	36
Abbildung 11: Analyseschritte der Top-Down- und der Bottom-Up-Analyse	40
Abbildung 12: Konjunkturphasen.....	43
Abbildung 13: Ermittlung des Free-Cashflows	53

1 Einleitung

„Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“¹ - verkündete Mario Draghi, der Vorsitzende der Europäischen Zentralbank, am 26. Juli 2012 im Zuge der Global Investment Konferenz in London. Nun, etwa vier Jahre nach dieser Aussage, lässt sich zumindest nicht abstreiten, dass die Europäische Zentralbank (EZB) wirklich alles in ihrer Macht stehende versucht, um die Stabilität im Euroraum zu erhalten. Allein die Aussage, im Notfall Staatsanleihen verschuldeter europäischer Krisenländer zu kaufen, reichte aus, um eine Entspannung der Märkte herbeizuführen. Doch die Antwort auf die Frage, ob die erhoffte Wirkung nachhaltig eintritt, bleibt zumindest derzeit noch offen. Eines hat sich inzwischen herauskristallisiert, die deutschen Sparer leiden darunter und der Aktienmarkt ist für Anleger noch interessanter geworden.

Die höchst interessante Entwicklung der europäischen Integration sowie die Folgen auf den Aktienmärkten und das jahrelange Interesse an der Börse, dem Handel von Wertpapieren und deren analytischer Bewertung, dienten als Motivation dieser wissenschaftlichen Arbeit.

1.1 Problemstellung

Die europäische Bankenbranche befindet sich derzeit im Umbruch. Alteingesessene Banken in Südeuropa müssen durch Rettungsschirme vor der drohenden Pleite gerettet werden, die Europäische Zentralbank schwemmt den Markt in Europa frischem Zentralbank Geld und versucht unter anderem durch den Kauf von Staatsanleihen das Eurosystem vor dem Zusammenbruch zu bewahren.

Seit März 2015 hat sie gemeinsam mit den nationalen Zentralbanken der Eurozone Wertpapiere für rund 60 Milliarden Euro im Monat aufgekauft – insgesamt bis Ende Oktober 2016 also rund 1,39 Billionen Euro². Aufgrund unsicherer Zukunftsaussichten in Folge der Finanzkrise 2008 hielten sich Banken mit der Vergabe von Krediten an die Wirtschaft zurück. In Folge dessen handelte die EZB und passte ihren Leitzins an. Damit sollte der drohenden Deflation entgegengewirkt werden und die nötigen Impulse gesetzt werden, um die in Folge der Krise lahrende Wirtschaft anzukurbeln. Im März 2016 erreichte er das Nullniveau.

Die Forschungsfrage ist von großer Bedeutung, da den Sparern auf Grund der Niedrigzinspolitik der EZB momentan eine Möglichkeit fehlt, ihr Kapital Gewinn bringend in klassischen Sparkonten anzulegen. Anfang 2017 wird ein Tagesgeldkonto bei der Münchner Stadtparkasse mit 0,00 Prozent verzinst.³ Anlagen in Aktien, die höhere Ren-

¹ European Central Bank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 15.12.2016]

² Vgl. ebd., [Stand: 16.12.2016]

³ Vgl. Sparkasse, www.sskm.de, [Stand: 01.01.2017]

diten versprechen könnten, setzten das eingesetzte Kapital jedoch einem erheblich größeren Risiko aus. Vor allem in Deutschland sehnen sich die Kleinanleger vor allem nach Sicherheit, was eine Aktionärsquote von nur etwa 14 Prozent ansatzweise erklärt.⁴

Der Autor vertritt jedoch die Meinung, dass es auch für Kleinanleger möglich ist, durch strategische Analyse der Märkte das Risiko deutlich zu senken und dabei gleichzeitig von höheren Renditen zu profitieren.

1.2 Aufbau der Arbeit

Inhaltlich gliedert sich die Arbeit in fünf Kapitel. Im Anschluss an die Einleitung in Kapitel 1 werden in Kapitel 2 zunächst die Funktionsweise der EZB, dann ihre Aufgaben in Hinblick auf gesetzlich festgelegte Mandate untersucht und die Ursachen für das niedrige Zinsniveau erklärt. Auf dieser Grundlage aufbauend folgt eine Analyse der aktuellen Niedrigzinspolitik der EZB, bestehend aus einer Zielbetrachtung, Diskussion von daraus entstehenden Chancen und Risiken und einem resümierenden Ausblick.

Kapitel 3 stellt nachfolgend das theoretische Grundkonzept der Technischen Analyse dar, wobei ein Hauptaugenmerk auf die Chartanalyse gelegt wurde. Eine Einführung in die Elliot-Wellen-Theorie, sowie die abschließende Behandlung der Markttechnik komplettieren das Kapitel. Das vierte Kapitel der Arbeit stellt dem Leser die Fundamentalanalyse vor. Nach einer kurzen Definition dieser Analyseverfahren werden mit der Global-, Branchen-, und Unternehmensanalyse alle relevanten Analyseschritte behandelt. Ein zusätzlicher Unterpunkt zur Kennzahlenanalyse soll deren Bedeutung im Zuge des fundamentalen Bewertungsverfahrens hervorheben und dem Leser vor allem die Deutung der verschiedenen Kennzahlen erläutern. Die Behandlung der Discounted-Cash-flow-Methode zur Berechnung eines Aktien bzw. Unternehmenswertes rundet das Kapitel ab. Enden wird diese Arbeit mit einer kritischen Schlussbetrachtung der vorgestellten Inhalte.

1.3 Zielsetzung

Diese Bachelorarbeit stellt die am häufigsten genutzten Analysemethoden der Aktienmärkte vor. Diese sind die technische Analyse, auch Chartanalyse genannt, und die fundamentale Analyse. Sie vergleicht deren Ansätze und Denkweisen und hinterfragt deren Chancen und Risiken für Anleger in Zeiten der EZB-Niedrigzinspolitik kritisch. Dem Leser soll ein allgemeines Verständnis über die europäische Zinspolitik zu vermitteln, um in Verbindung mit den Grundlagen beider Methoden eigene Investitionsentscheidungen treffen zu können. Die Chancen, die sich aus den vorgestellten Techniken für Anleger ergeben, sollen in jedem Kapitel hervorgehoben und die Nachteile stets kritisch betrachtet werden.

⁴ Vgl. www.dai.de, [Stand: 11.11.2016]

2 Zinspolitik der EZB

Im Zuge der Krisenbewältigung der Finanzkrise verfolgt die Europäische Zentralbank zur Belebung der Konjunktur seit 2008 eine von niedrigen Zinsen geprägte Kursrichtung, die nachfolgend näher betrachtet werden soll. Zum besseren Verständnis werden zuvor zunächst ihr Aufbau, ihre Aufgaben und ihre Funktion erläutert werden.

Zunächst muss dafür zwischen ESZB, EZB und dem Eurosystem unterschieden werden: Die Europäische Zentralbank (EZB) bildet zusammen mit den nationalen Zentralbanken aller Mitgliedsländer das Europäische System der Zentralbanken (ESZB). Das Eurosystem hingegen besteht aus der EZB und allen nationalen Zentralbanken der Mitgliedsstaaten, die den Euro verwenden.⁵ Das von der EZB geleitete ESZB ist dafür verantwortlich, alle geldpolitischen Maßnahmen der Union festzulegen und auszuführen, um somit die Preisstabilität im Euroraum zu gewährleisten und die Kaufkraft des Euros zu erhalten.⁶ Als ein unabhängiges Organ mit eigener Rechtspersönlichkeit ist alleine die EZB dazu befugt, die Ausgabe des Euro zu genehmigen oder selbst vorzunehmen.⁷

Privatpersonen und Firmen im Eurosystem finanzieren sich hauptsächlich durch Kreditaufnahmen bei ihren Banken. Die sogenannten Geschäftsbanken leihen sich dafür nötiges Kapital von der EZB, um es Gewinn bringend an die Wirtschaft weiterzugeben. Erhöht die Zentralbank also ihre Kreditkonditionen, den sogenannten Leitzins, so steigen die Kosten zur Kapitalaufnahme aller Geschäftsbanken, die diese an ihre Kreditnehmer weitergeben.⁸ Somit übertragen sich, wie Herger betont, „Veränderungen in ihren Refinanzierungskonditionen auf die Kreditvergabe und letztlich auf die gesamtwirtschaftliche Lage eines Landes.“⁹ Basierend auf der im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) festgelegten Monopolstellung der EZB zur Ausgabe des Euro, verfügt die EZB somit über die Kompetenz, die Finanzierungsbedingungen des gesamten Eurosystems zu bestimmen und somit die Wirtschaft maßgeblich zu beeinflussen.

In Hinblick auf die in den Verträgen der Europäischen Union festgelegten Kompetenzen und Pflichten wird nachfolgend die aktuelle Niedrigzinspolitik der EZB analysiert. Ferner werden Ursachen und Maßnahmen herausgearbeitet und mögliche Folgen prognostiziert. Dazu sollen zunächst die Hintergründe des aktuellen politischen Kurses aufgezeigt und in den historischen Kontext eingeordnet werden.

⁵ Vgl. AEUV (idF v. 01.01.2015), Art. 282, Abs. 1

⁶ Vgl. ebd., Art. 127

⁷ Vgl. ebd., Art. 282, Abs. 3

⁸ Vgl. Herger 2016, 88-89

⁹ Ebd., 88

2.1 Hintergrund und historische Einordnung

Als erste große Notenbank führte die EZB im Juni 2014 eine Negativzinspolitik ein, mit dem Ziel, die Preisstabilität im Euroraum zu erhalten.¹⁰

Das Prinzip eines negativen Zinssatzes ist in der Theorie nicht neu. Bereits 1916 wurde von dem deutschen Kaufmann Silvio Gesell gefordert, der Staat müsse dafür sorgen, dass Geld nicht gehortet sondern ausgegeben wird. Dazu müsse Geld mit Waren gleichgesetzt werden und analog zu diesen mit der Zeit "schlecht werden". In der Praxis kann dies laut Gesell erreicht werden, wenn das Geld im Laufe der Zeit an Wert verliere¹¹, also eine Art Negativzins darauf erhoben wird.

Gesells Theorie zu negativen Zinsen wurde von den führenden Ökonomen des zwanzigsten Jahrhunderts durchgehend abgelehnt. So betont etwa John Maynard Keynes, einer der bedeutendsten Ökonomen des zwanzigsten Jahrhunderts, in seiner *General Theory of Employment, Interest and Money*, dass Gesells Ansätze in der von ihm vorgeschlagenen Form niemals realisierbar seien.¹²

Die erste Erhebung eines Negativzinses wurde jedoch im Juni 1972 aufgezeichnet, als von der Schweiz eine Strafzahlung von zwei Prozent je Quartal auf Bankguthaben von Nicht-Schweizern eingeführt wurde. Die Verordnung bestand mit kurzen Unterbrechungen bis November 1979 und sollte den Anstieg des Wechselkurses des Schweizer Franken stoppen. Die Strafgebühr erreichte am Ende ihrer Zeit sogar die Höhe von zehn Prozent, wurde jedoch aufgrund fehlender Wirkung eingestellt.¹³

Um die im Wechselkursmechanismus II (WKM II) von der EU festgesetzten Bandbreiten der dänischen Krone gegenüber dem Euro¹⁴ nicht zu verletzen, führte auch Dänemark 2012 erstmals einen negativen Zinssatz von minus 0,2 Prozent ein. Damit sollten die hohen Kapitalzuflüsse eingedämmt werden, die in Folge der extremen Nachfrage nach dänischen Staatsanleihen generiert wurden. Die Nachfrage zwang die dänische Nationalbank zu massiven Käufen von Fremdwährungen, um die in WKM II festgelegten Kriterien aufrechterhalten zu können.¹⁵ Im Gegensatz zur Schweiz in den siebziger Jahren, war diese Maßnahme für Dänemark ein Erfolg. Die Zentralbank befand Negativzinsen als probates Mittel zur Schwächung einer Währung, stellte jedoch auch fest, dass sie sich nicht zu einer Ankurbelung der Kreditvergabe eigneten.¹⁶

Neben der EZB und der dänischen Zentralbank haben momentan (Stand 07/ 2016) die Zentralbanken von fünf weiteren Ländern (Ungarn, Japan, Norwegen, Schweden und die Schweiz) bereits einen negativen Zinssatz eingeführt.¹⁷ Für weiterführende Informationen ist in Anhang 1 eine Grafik eingefügt, die die Absichten der Zentralbanken, die

¹⁰ Vgl. Rima A. Turk, www.imf.org, [Stand: 14. Dezember 2016]

¹¹ Vgl. Gesell 1949, 189-194

¹² Vgl. Keynes 2007, 325

¹³ Vgl. J.P. Morgan, www.snb.ch, [Stand: 10. Dezember 2016]

¹⁴ Vgl. Europaparlament, www.europarl.europa.eu, [Stand: 27. Dezember 2016]

¹⁵ Vgl. Rima A. Turk, www.imf.org, [Stand: 14. Dezember 2016]

¹⁶ Vgl. Bloomberg, www.handelsblatt.com, [Stand: 15. Dezember 2016]

¹⁷ Vgl. Jobst/Lin, www.imf.org, [Stand: 17. Dezember 2016]

Höhe der jeweiligen Zinssätze und den Zeitpunkt der Einführung des Negativzinses abbildet.

2.2 Inflation und Deflation

Es wurde bereits festgehalten, dass eine der wichtigsten Aufgaben einer Zentralbank in der Sicherung der Preisstabilität ihres Währungsgebietes liegt. Nicht nur die EZB, sondern auch alle anderen Zentralbanken und Regierungen zielen deshalb auf einen langsamen und kontrollierten Anstieg des Preisniveaus ab.¹⁸

Dieser Preisanstieg wird auch als Inflation bezeichnet. Im Duden wird Inflation als die „mit Geldentwertung und Preissteigerungen verbundene, beträchtliche Erhöhung des Geldumlaufs im Verhältnis zur Produktion“¹⁹ definiert. Die Inflationsrate gibt also die über einen festgelegten Zeitraum (meist ein Monat oder ein Jahr) gemessene Preissteigerung innerhalb einer Volkswirtschaft an.

Das Gegenteil davon ist die Deflation. Sie ist im Prinzip nichts anderes, als eine negative Inflationsrate und bezeichnet somit einen Rückgang des Preisniveaus.²⁰ Zur Berechnung der Inflationsrate wird ein exemplarischer Warenkorb erstellt, der alle Waren und Dienstleistungen, die in einer Volkswirtschaft konsumiert werden, enthält und deren Preise über die festgelegten Zeiträume vergleicht. Im Euroraum wird dazu der „Harmonisierte Verbraucherpreisindex“ - kurz HVPI - verwendet. Dabei handelt es sich um ein standardisiertes Verfahren, um die Vergleichbarkeit zwischen den einzelnen Ländern zu gewährleisten.²¹ Die Berechnung der Inflationsrate ist in Anhang 2 ersichtlich.

Die Inflationsrate gehört zu einer der aussagekräftigsten Kennzahlen zur Beurteilung des Zustandes einer Volkswirtschaft und ist eine zentrale Größe für die Gewährleistung von Preisstabilität.²² Laut Definition der EZB sind die Preise dann stabil, wenn sich die jährliche Steigerung des HVPI auf knapp unter zwei Prozent beläuft.²³

Um jedoch die Auswirkungen von inflationären oder deflationären Tendenzen einer Volkswirtschaft diskutieren zu können, wird zuerst der Zusammenhang der verschiedenen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung einflussnehmenden Faktoren untersucht. Dazu soll ein kurzer Exkurs zu zwei bedeutenden Wirtschaftstheorien des zwanzigsten Jahrhunderts beitragen, die eben diese Zusammenhänge behandeln.

2.2.1 Monetarismus

Der von Milton Friedmann entwickelte Monetarismus versucht eine Erklärung für die Inflation zu liefern. „Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon“, lautet

¹⁸ Vgl. Conway 2011, 78

¹⁹ Duden, www.duden.de, [Stand: 25.12.2016]

²⁰ Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, www.wirtschaftslexikon.gabler.de, [Stand: 25.12.2016]

²¹ Vgl. Europäische Zentralbank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 25.12.2016]

²² Vgl. Conway 2011, 78

²³ Vgl. Europäische Zentralbank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 25.12.2016]

eine der bekanntesten Aussagen seiner Arbeit.²⁴ Damit argumentiert er, dass Inflation stets das Ergebnis einer schlechten Geldpolitik ist und nicht etwa eine unvermeidliche Auswirkung wirtschaftlicher Phänomene.

Für ihn ist die sich im Umlauf befindende Geldmenge einer Volkswirtschaft die zentrale Stellgröße zur Steuerung der wirtschaftlichen Entwicklung. Er fordert eine an der wirtschaftlichen Leistung orientierte Geldpolitik der Zentralbanken. Diese sollten ohne staatlichen Einfluss die Geldmenge kontrollieren können, um in Zeiten des Abschwungs durch die Anpassung der Quantität des Geldes sowohl Inflation als auch Deflation unter Kontrolle zu halten.²⁵

2.2.2 Keynesianismus

Im Gegensatz dazu steht die von John Maynard Keynes entwickelte Theorie, die er in seinem Werk „The General Theory of Employment, Interest and Money“ veröffentlichte. Im Gegensatz zu Friedmann hielt er es für die Pflicht des Staates, in Krisenzeiten Geld auszugeben, da sich seiner Meinung nach Angebot und Nachfrage auf den Märkten nicht automatisch in ein Gleichgewicht einpendeln.

Im Mittelpunkt steht dabei die sogenannte „Multiplikatortheorie“. Sie besagt, dass die vom Staat in die Wirtschaft investiertes Geld am Ende die Wirtschaftsleistung um einen höheren Betrag steigen lässt, als der Betrag, der zu Anfangs investiert wurde. Als Grund dafür sieht er den Geldfluss über mehrere Multiplikatoren, etwa Unternehmen oder deren Mitarbeiter. Diese würden das erhaltene Geld durch ihren steigenden Konsum sozusagen multipliziert der Wirtschaft zurückgeben.

Hinter dieser Aussage steht folgender Denkansatz: Ein Unternehmen erhält einen staatlichen Auftrag und stellt daraufhin zusätzlich Mitarbeiter ein. Die Gewinne des Unternehmens steigen und deren Mitarbeiter bzw. Familien konsumieren in der Folge mehr. Dadurch wächst die Wirtschaftsleistung am Ende um einen größeren Betrag, als der, der zuvor vom Staat aufgewendet wurde. Nach Keynes soll die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit höchste Priorität haben, und nicht, wie beim Monetarismus, die Bekämpfung der Inflation.²⁶

2.2.3 Auswirkungen von Inflation und Deflation

Die Inflationsrate sagt vor allem etwas über den Lebensstandard der Bevölkerung in einer Volkswirtschaft aus. Dabei ist vor allem das Verhältnis zwischen dem Anstieg der Löhne und der Teuerungsrate entscheidend. Um dies zu verstehen, ist es wichtig, zwischen nominalen und realen Wirtschaftsgrößen zu unterscheiden.²⁷

²⁴ Vgl. Fischer/Sahay/Végh Gramont 2002, 15

²⁵ Vgl. Conway 2011, 42-45

²⁶ Vgl. ebd., 38-41

²⁷ Vgl. ebd., 79-80

Nominale Wirtschaftsgrößen sind nicht um die Inflation bereinigt und drücken somit eine Bewertung zu aktuellen Preisen aus. Reale Größen bereinigen die nominalen Größen um das momentane Preisniveau und drücken somit die tatsächliche oder reale Größe bezogen auf ihre Kaufkraft aus. Anhand eines Beispiels zum Einkommen lässt sich der Unterschied zwischen real und nominal gut verdeutlichen: Ein Nominalgehalt von 1.000 Euro hat nicht zu jeder Zeit die gleiche Kaufkraft, da sich der Preis von Waren und Dienstleistungen durch Inflation oder Deflation ändern kann. Das Realeinkommen bereinigt das Nominaleinkommen um diesen Wert, und drückt somit aus, welche Menge an Waren und Dienstleistungen für 1.000 Euro momentan gekauft werden können.²⁸

Steigt nun die Inflation schneller, als die Löhne der Beschäftigten es tun, so verlieren sie real an Kaufkraft. Die Bevölkerung kann also weniger Waren mit der gleichen Geldmenge kaufen und folglich sinkt ihr Wohlstand. Verhält es sich genau umgekehrt und die Löhne steigen schneller als die Inflation, so gewinnt die Bevölkerung an Kaufkraft oder auch Wohlstand. Wird ein Teil des zuwachsenden Geldes konsumiert, so steigen die Preise und die Inflationsspirale beginnt sich zu drehen.

Das von der EZB erklärte Ziel einer Inflationsquote von zwei Prozent erklärt sich durch den für die Wirtschaft entstehenden Anreiz für Investitionen. Denn jede Anschaffung in einer Phase von Preissteigerungen wird zu einem späteren Zeitpunkt teurer.²⁹ Steigt die Inflation jedoch zu sehr an, kann sie in einer schwer aufzuhaltenden Inflationsspirale münden, die zerstörerische Auswirkungen haben kann. Vor allem Deutschland musste dies am eigenen Leib erfahren, als der Versuch, die Kriegsschulden durch Inflation zu bekämpfen in einer Hyperinflation endete (siehe Anhang 3). Diese Form der Inflation wird bei monatlichen Preisanstiegsraten von über 50 Prozent erreicht³⁰ und hatte damals drastischen Folgen für die komplette Bevölkerung.³¹ Dadurch lässt sich auch die noch heute vorherrschende Inflationsangst der Deutschen begründen, während der Rest Europas sich vor einer Drohenden Deflation fürchtet. Ein weiteres aktuelles Beispiel des Kaufkraftzerfalls vollzieht sich derzeit in Venezuela.

Bei der Deflation verhält es sich ähnlich. Geringfügig negative Inflationsraten bzw. eine schwache Deflation wirken auf den ersten Blick nicht schädlich. Im ersten Moment scheinen sie für das Volk sogar erstrebenswerter als eine geringfügige Inflation, da bei mäßiger Deflation das Preisniveau sinkt und somit bei gleichbleibendem Gehalt real mehr Kaufkraft vorhanden ist. Dies ist jedoch eine sehr kurzfristige Betrachtung des Sachverhalts, denn infolge der zu erwartenden sinkenden Preise entsteht ein Konsumverzicht, verbunden mit der Erwartungshaltung von noch niedrigeren Preisen. Um vom geringen Preis zu profitieren werden Anschaffungen auf einen späteren Zeitpunkt verschoben, was insgesamt zu einer Schwächung der Wirtschaftskraft führt. Infolgedessen sinken Gewinne der Unternehmen, was wiederum zu Entlassungen, Lohnkürzungen oder Insolvenzen führt. Somit ist der reale Kaufkraftzuwachs nicht mehr vorhanden und die Wirtschaft in einem schlechteren Zustand als zuvor. Steigt die Deflation weiter an,

²⁸ Vgl. Herger 2016, 154-156

²⁹ Vgl. Conway 2011, 78-81

³⁰ Vgl. Herger 2016, 255

³¹ Vgl. ebd, 32-34

so kann dies zu massiver Arbeitslosigkeit und Verschuldung führen.³² Dies lässt sich sehr gut am Beispiel der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren in den USA beobachten. In der vorherigen Hochphase aufgenommene Kredite konnten nicht mehr zurückgezahlt werden, da die Produktion und somit die Erträge sanken, viele Menschen ihre Arbeit verloren oder die die Raten durch das sinkende Einkommen bei gleicher Schuldlast nicht mehr zu tragen waren.

Aus wirtschaftlicher Sicht lässt sich eine Inflation also durch einen Anstieg der absoluten Geldmenge eines Währungsraumes oder durch eine Abnahme der Waren und Dienstleistungen in diesem erklären. Eine Deflation wird aus den gegenteiligen Gründen hervorgerufen, also einer Steigerung der Konsummöglichkeiten oder einem Absinken der Geldmenge, etwa durch massives Sparverhalten der Bevölkerung.³³

Abschließend ist also zu erkennen, dass ein mäßiges Inflationsziel einer Zentralbank durchaus sinnvoll ist. Anhand der oben aufgeführten Auswirkungen ist eine geringfügige Inflation aus wirtschaftlicher Sicht demnach einer mäßigen Deflation vorzuziehen. Eine zweiprozentige Inflation bietet dabei eine ausreichende Pufferzone zur Deflation ohne gleichzeitig Gefahr zu laufen, dass die Teuerungsrate viel schneller wächst als die Wirtschaft. Jedoch ist dies nur dann der Fall, sofern die Zentralbank stets die Kontrolle über die Inflation behält. Praktisch ist es aber nicht möglich, ein zu hundert Prozent stabiles Finanzsystem zu gewährleisten. Dies lässt sich dadurch begründen, dass das Risiko in der Natur des Finanzsystems selbst liegt. Absolute Sicherheit ist dem System fremd und es baut darauf auf, eine Plattform anzubieten, an der Kapital gegen Risiko in Verbindung mit der Aussicht auf mehr Kapital getauscht werden kann.³⁴

Die EZB oder die Zentralbanken der Länder nutzen derzeit sogenannte geldpolitische Instrumente für die Steuerung der Wirtschaften. Diese sind Thema des nächsten Kapitels.

2.3 Geldpolitische Maßnahmen der EZB

Um ihre geldpolitischen Ziele erreichen zu können, stehen der EZB folgende konventionelle Instrumente zur Verfügung:

- Offenmarktgeschäfte
- Ständige Fazilitäten
- Mindestreserven³⁵

³² Vgl. Conway 2011, 82-83

³³ Vgl. ebd., 84

³⁴ Vgl. Herger 2016, 146-148

³⁵ Vgl. European Central Bank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 26.12.2016]

2.3.1 Offenmarktgeschäfte

Die Zentralbank stellt ihr Geld hauptsächlich über sogenannte Offenmarktgeschäfte bereit. Dabei werden entweder durch Sicherheiten geschützte Kredite ausgegeben oder Wertpapiere zugelassener Partner aufgekauft oder verkauft. Bei den Wertpapiergeschäften wird zwischen endgültigen und befristeten Käufen unterschieden. Kauft die Zentralbank Wertpapiere einer Geschäftsbank endgültig, wird Zentralbankgeld geschaffen, welches der Geschäftsbank auf ihrem Zentralbankkonto gutgeschrieben wird. Kauft sie die Papiere nur befristet, so besteht eine Verpflichtung von Seiten der Geschäftsbank, die Papiere nach dem festgelegten Zeitraum wieder zurückzukaufen. Der Rückkauf der Papiere vernichtet das geschaffene Zentralbankgeld wieder.³⁶

Die regulären Offenmarktgeschäfte der EZB setzen sich aus den Hauptrefinanzierungsgeschäft (main refinancing operations, kurz MROs) und den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (longer-term refinancing operations, kurz LTROs) zusammen. MROs stellen grundsätzlich Liquidität für einen kurzfristigen Zeitraum von einer Woche bereit und dienen zur Steuerung der kurzfristigen Zinssätze, Kontrolle der Liquidität und drücken die geldpolitische Haltung im Euroraum aus. Die LTROs bieten dem Finanzsektor weitere Möglichkeiten zur langfristigen Refinanzierung.³⁷

2.3.2 Ständige Fazilitäten

Die ständigen Fazilitäten setzen sich aus der Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagefazilität zusammen und dienen der Zuführung und Aufnahme von Übernachtliquidität der nationalen Zentralbanken bei der EZB gegen einen festgelegten Zinssatz.³⁸

Die Spitzenrefinanzierungsfazilität setzt den Zinssatz fest, zu dem sich Banken kurzfristig, also sozusagen „über Nacht“, Geld von der EZB leihen können. Als Einlagefazilität wird der von der EZB für kurzfristig eingelagertes Kapital gezahlte Zinssatz bezeichnet. Beide Zinssätze bilden einen Korridor, aus dem sich der Leitzins ergibt und geben somit den allgemeinen geldpolitischen Kurs der EZB an.³⁹

2.3.3 Mindestreserven

Als Mindestreserven werden die von der EZB festgelegten Mindestgrenzen an Kapital bezeichnet, die eine Bank auf dem Konto ihrer Zentralbank eingelagert haben muss.⁴⁰

³⁶ Vgl. Bundesbank, www.bundesbank.de [Stand:26.12.2016]

³⁷ Vgl. European Central Bank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 26.12.2016]

³⁸ Vgl. ebd., [Stand: 26.12.2016]

³⁹ Vgl. Bundesbank, www.bundesbank.de [Stand:26.12.2016]

⁴⁰ Vgl. European Central Bank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 26.12.2016]

Das Ziel der Mindestreserven ist die Stabilisierung der Geldmarktsätze und die Vergrößerung der strukturellen Liquiditätsknappheit der Banken.⁴¹

2.3.4 Leitzins

Die Leitzinssätze der EZB setzen sich aus dem Hauptrefinanzierungsgeschäft, der Einlagefazilität und der Spitzenrefinanzierungsfazilität zusammen. Sie sind das zentrale geldpolitische Instrument der EZB um die Preisstabilität zu erhalten und bestimmen maßgeblich das Zinsniveau des kompletten Eurosystems. Eine Anhebung der Leitzinsen hemmt die Wirtschaft, da Kredite teurer werden, und ist ein häufig verwendetes Mittel um steigende Inflationsraten zu bekämpfen. Ihre Senkung steigert die Nachfrage nach Krediten und soll somit die Wirtschaft stimulieren.⁴² Letzteres ist in Folge der Finanzkrise von 2008 momentan der Fall. Deshalb wurde in der EZB-Sitzung vom 08. Dezember 2016 beschlossen, die Niedrigzinspolitik fortzusetzen. Dabei wurden folgende Zinssätze vorgegeben:

- Satz der Einlagefazilität: -0,40 %
- Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte: 0,00 %
- Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität: 0,25 %⁴³

In der momentanen Situation, in der immer noch die Auswirkungen der Finanzkrise zu spüren sind, reichen die beschriebenen Maßnahmen nicht mehr aus, um die gewünschten Effekte zu erzielen. Selbst die Senkung der Einlagefazilität unter null und die damit verbundenen Kosten für Geschäftsbanken für die Einlagerung von überschüssigem Kapital bei der EZB, konnten die gewünschte Preisstabilität nicht bewirken. In solchen Krisensituationen stehen der Zentralbank noch weitere unkonventionelle Mittel zur Verfügung, um in die Situation einzugreifen.⁴⁴ Das nächste Kapitel behandelt eines dieser unkonventionellen Mittel, das sogenannte Quantitative Easing.

2.4 Quantitative Easing (QE)

Quantitative Easing (QE) bezeichnet eine unkonventionelle monetäre Maßnahme einer Zentralbank zur expansiven Ausweitung der Geldbestände in einer Volkswirtschaft. Sie wird verwendet, um die langfristigen Zinsen am Anleihenmarkt zu senken und das Finanzsystem mit zusätzlicher Liquidität auszustatten. Dazu kauft die Zentralbank massenhaft Anleihen an und erhöht damit die sich im Umlauf befindende Geldmenge.⁴⁵

⁴¹ Vgl. Europäische Zentralbank 2011, 109-110

⁴² Vgl. Deutsche Bundesbank, www.bundesbank.de, [Stand: 26.12.2016]

⁴³ Vgl. Europäische Zentralbank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 26.12.2016]

⁴⁴ Vgl. Conway 2011, 84

⁴⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank, www.bundesbank.de, [Stand: 26.12.2016]

Infolgedessen sollen private Investitionen angereizt werden und die Inflation durch Ausweitung der Geldbestände (vgl. Kapitel 2.2) angetrieben werden. QE Programme kommen zum Einsatz, wenn die Zentralbank alle ihre konventionellen Maßnahmen bereits ohne Erfolg ausgeschöpft hat. Verfehlt die Zentralbank trotz Senkung der Zinsen weiterhin ihr Inflationsziel, wird als letzte Alternative versucht, die Wirtschaft direkt mit zusätzlichem Notenbankgeld zu versorgen. Droht ein Kontrollverlust über die Inflationsrate, können von der Zentralbank gehaltene Anleihen wieder verkauft werden, um dem Markt Geld zu entziehen und ein Absinken der Inflation hervorzurufen.⁴⁶

In Anhang 4 wird ersichtlich, dass die Inflationsrate im Eurosystem seit 2014 nahe der Null-Prozent-Marke schwankt. Da der nötige Spielraum zur Zinssenkung wegen der zu diesem Zeitpunkt schon ausgeübten Niedrigzinspolitik nicht gegeben war (siehe Anhang 5), sah sich die EZB gezwungen, zu unkonventionellen Maßnahmen zu greifen, um die drohende Deflation abzuwenden. Infolgedessen wurde eine quantitativ lockernde Maßnahme von der EZB beschlossen, das sogenannte „Expanded Asset Purchase Programme“, kurz APP. Es besteht aus folgenden vier unterschiedlichen Ankaufprogrammen: dem „third covered bond purchase programme“ (CBPP3), dem „asset-backed securities purchase programme“ (ABSPP), dem „public sector purchase programme“ (PSPP) und dem „corporate sector purchase programme“ (CSPP).

In Folge des APP hält die EZB Ende Oktober 2016 Papiere im Wert von gerundet 1,39 Billionen Euro. Davon entfällt mit einem Wert von 1,13 Billionen Euro der Großteil auf Staatspapiere aus dem PSPP. Die erst später eingeführten Käufe von Unternehmensanleihen im Zuge des CSPP machen mit einem Anteil von 38,14 Milliarden Euro einen eher kleinen Anteil des Gesamtprogrammes aus. Der Rest besteht aus Pfandbriefen (CBPP3) mit 197,74 Milliarden Euro und Forderungsbesicherten Wertpapieren (ABSPP) mit 21,26 Milliarden Euro.⁴⁷

Neben der EZB haben bereits auch schon andere Zentralbanken ihre Erfahrungen mit QE gesammelt. Die Erfahrung der USA ist dabei beispielhaft für die positiven Eigenschaften eines durchdachten QE-Programmes. Kurz nach der Lehmann Pleite im September 2008 reagierte die amerikanische Zentralbank „Federal Reserve“ (Fed) neben der Senkung der Leitzinsen sehr zeitnah mit ihrem ersten QE Programm.⁴⁸ Bis zum Jahre 2016 folgten noch zwei weitere. Diese als Q1 (2008), Q2 (2010) und Q3 (2012) bekannten Anleihenkaufprogramme zur Bekämpfung der Krise und Unterstützung des Bankensektors belaufen sich insgesamt auf etwa vier Billionen US Dollar.⁴⁹ Die USA können jedoch inzwischen sowohl ein stabiles Wirtschaftswachstum, als auch eine Arbeitslosenquote vorweisen, die sich im Vergleich zum Höchstwert von 2010 halbiert hat⁵⁰. Weiterhin sind die Inflationsraten niedrig, mit genügend Spielraum nach unten, um keine Deflationsgefahr darzustellen⁵¹.

⁴⁶ Vgl. Bank of England, www.bankofengland.co.uk, [Stand: 16.12.2016]

⁴⁷ Vgl. European Central Bank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 16.12.2016]

⁴⁸ Vgl. Federal Reserve, www.federalreserve.gov, [Stand: 17.12.2016]

⁴⁹ Vgl. Review of Economic Analysis, 135-156

⁵⁰ Vgl. Bureau of Labour Statistics, www.data.bls.gov, [Stand: 27.12.2016]

⁵¹ Vgl. Statista, www.statista.de, [Stand: 27.12.2016]

In Japan haben die im Rahmen des „Abenomics“-Programms begonnenen massiven Anleihekäufe der Zentralbank BoJ größte Mühe, die Inflationserwartungen anzuheben. Nach jahrelangen Anleihenkäufen und Leitzinssätzen von unter einem Prozent seit mehr als 15 Jahren konnte auch die Verdoppelung des Kaufvolumens im Sommer 2016 durch die BoJ⁵² das Land nicht vor einer mäßigen Deflation von etwa minus 0,2 Prozent bewahren.⁵³

Dies zeigt sowohl die Möglichkeiten als auch die Grenzen eines QE-Programms auf. Es wird deutlich, dass ein durchdachtes geldpolitisches Gesamtkonzept im Gegensatz zu keynesianischer Meinung sehr wohl Einfluss auf die Wirtschaft haben kann. Andererseits verdeutlicht es auch, dass die Kombination aus dem Absenken der Zinsen und der Flutung des Marktes mit Zentralbankgeld keinen unfehlbaren Ansatz zur Bekämpfung einer Krise darstellen.

2.5 Kritische Analyse der EZB Politik

Die im Jahr 2008 auftretende Finanzkrise ist von den üblichen Abschwungphasen einer Wirtschaft (siehe auch Punkt 4.2.2), die normalerweise planmäßig als deflationäre Maßnahme durch Zinserhöhung einer Zentralbank eintreten, deutlich abzugrenzen, da sie eben nicht durch eine Zinserhöhung ausgelöst wurde. Vielmehr ist sie die Auswirkung massiver Fehleinschätzungen von amerikanischen Schuldverschreibungen, hauptsächlich Immobilienkrediten, die im Laufe der Zeit zu Bonds geschnürt und weltweit unter falschen, viel zu positiven Risikobewertungen verkauft wurden.

Als die amerikanische Immobilienblase nach einem Preisanstieg von mehr als 60 Prozent über den Zeitraum von 2000 bis 2006 letztlich platzte und infolgedessen massive Zahlungsausfälle der Schuldner auftraten, waren diese zu Bonds gepackten Schuldverschreibungen bereits soweit international gestreut, dass neben den USA auch die restliche Welt von den Folgen betroffen war. Aktienkurse brachen ein, viele Banken hatten sich hochverschuldet und die Wirtschaft schwächelte. Es kam zur globalen Finanzkrise. Die Tatsache, dass die Krise durch eine falsche fundamentale Einschätzung ausgelöst wurde, ist auch der Grund dafür, dass die konventionellen Maßnahmen der EZB keinerlei Wirkung zeigten.⁵⁴

Insofern ist festzuhalten, dass die Abweichung vom konventionellen Maßnahmenkatalog als eine alternativlose Konsequenz in Hinsicht auf die Krise erscheint. Ob jedoch die Wahl der Maßnahmen, das QE Programm mit gleichzeitiger Niedrigzinspolitik, ebenso gerechtfertigt werden kann, ist eine andere Frage. Deshalb sollen zum besseren Verständnis zunächst die Ziele und im Anschluss sowohl mögliche Chancen, als auch Risiken der europäischen Geldpolitik erläutert werden.

⁵² Vgl. Wirtschaftswoche, www.wiwo.de, [Stand: 27.12.2016]

⁵³ Vgl. Statista, www.statista.de, [Stand: 27.12.2016]

⁵⁴ Vgl. Ifo Schnelldienst 2016, 41-43

2.5.1 Ziele

Vorbild zur Zielerreichung durch den Einsatz einer Niedrigzinsstrategie und QE Programmen dürfte die amerikanische Fed sein. Wie in Kapitel 2.4 verdeutlicht, wurde in den USA eine ähnliche Strategie genutzt, um die Folgen der Krise zu bekämpfen. Aufgrund der ähnlichen Maßnahmen stellten sich auch ähnliche Ergebnisse in beiden Volkswirtschaften ein. Die Börsenkurse überholen momentan sogar das Vorkrisenniveau und die Immobilienpreise steigen.

Im Hinblick auf ihre Ziele unterscheiden sich die EZB und die Fed dennoch deutlich. Da die Aktienstreuung im Euroraum deutlich geringer ist, als in den Vereinigten Staaten, reichen die durch steigende Aktienkurse wachsenden Haushaltsvermögen der Bevölkerung nicht aus, um damit den Konsum im nötigen Maße zu stimulieren. Eines der Ziele der EZB ist deshalb die Steigerung der EU-Nettoexporte durch Entwertung des Euro. Die dadurch ebenfalls steigenden Importpreise sollen gleichzeitig die Inflation stärken und helfen, das Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen.

Außerdem sollen die angeschlagenen Banken des Eurosystems durch Bereitstellung billigen Kapitals die Kreditnachfrage steigern und so den allgemeinen Konsum fördern.⁵⁵ Durch massenhaften Ankauf der Staatsanleihen von Krisenländern sollen die auf ihre Anleihen fälligen Zinsen gesenkt werden. Dies soll den verschuldeten Staaten einerseits die Möglichkeit zu geben, das erhaltene Kapital Gewinn bringend anzulegen. Andererseits sollen dadurch die Finanzierungskosten deutlich gesenkt werden, die sie zuvor für ihre unsicheren Anleihen zahlen mussten.

2.5.2 Chancen

Eine Deflationsspirale wie in Kapitel 2.2.3 beschrieben, könnte eintreten, wenn die Inflationsraten für eine längere Zeit unter null sinken und hätte vermutlich schwer abschätzbare Folgen für ganz Europa. Die Deflationsbekämpfung ist eines der Hauptziele, die durch die aktuelle Geldpolitik der EZB erreicht werden sollen. Weiterhin soll durch eine direkte Bereitstellung von Zentralbankgeld die Wirtschaft belebt werden, da den Banken durch das Geld aus dem Verkauf von Anleihen neues Geld zur Verfügung steht. Die Frage ist, ob die Banken durch ein aktives Marktmanagement das Vorgehen der EZB stützen oder größere Risiken scheuen, da sie mit ihrem Eigenkapital für ihr Handeln einstehen müssen.

Durch gleichzeitige Senkung der Leitzinsen werden ihnen jedoch Strafzahlungen auferlegt, sollten sie dieses Geld bei der EZB einlagern. Somit sind Banken mehr oder weniger gezwungen, das Geld auf andere Art und Weise anzulegen. Dafür stehen ihnen mehrere Kanäle bereit, entweder sie vergeben mehr Kredite oder investieren es selbst in anderweitige Projekte. Außerdem wird weiteres Geld durch die in Folge der Anleihekäufe steigenden Immobilien- und Aktienkurse erzeugt. Die Besitzer können somit erhaltenes zusätzliches Einkommen wiederum zum Konsum verwenden.

⁵⁵ Feldstein 2016, 42-43

Auf welchem Weg auch immer: Am Ende wird dieses Geld dem Markt zugeführt, wirkt somit inflationär und konsumfördernd und die gesamte EU soll davon profitieren. Ob sich dieses Ziel nachhaltig realisieren lässt bleibt derzeit offen.

2.5.3 Risiken

Das von der EZB durchgeführte Programm erzielt nicht die zu erwartenden Wirkungen und fördert im Gegenteil nur die Bildung von sogenannten Spekulationsblasen. Da den Sparern die Möglichkeit der klassischen Sparanlage geraubt wird, suchen sie nach alternativen Anlagemöglichkeiten mit höheren Renditen und damit einhergehenden höheren Risiken. Dies führt zu einer systematischen Überbewertung des Aktienmarktes und der Immobilienpreise, da ihr künstlich erzeugtes Wachstum wiederum auf andere Investoren anziehend wirkt, bis das Platzen einer Blase in eine neue Krise mündet.

Weiterhin könnten sich die schon vorhandenen Spannungen zwischen dem „armen Süden“ und dem „reichen Norden“ in der Eurozone weiter ausbauen, da die wohlhabenden Nordländer am meisten unter den niedrigen Zinsen für Sparer leiden. Eine Kombination aus niedrigen Zinsen und Inflation führt zur Wertminderung von sowohl Wohlstand als auch Schulden, ist sofern für Schuldner vorteilhaft und für Sparer nachteilig. Die sich in einer finanziellen Krise befindlichen Länder im Süden nutzen die Geldmittel der EZB hingegen, um ihre Umschuldung zu Lasten der stabilen Länder der EU fortzusetzen, indem sie das von der EZB erhaltene Geld nutzen, um die Schulden der eigenen Notenbanken durch den Rückkauf eigener Staatsanleihen zu tilgen.

Da der EZB in diesem Fall jedoch nur eine Kontrollfunktion über die nationalen Zentralbanken zukommt, diese jedoch weiterhin ihre Funktion für ihr eigenes Land aufrecht erhalten, entsteht eine einseitige Schuldenverschiebung zu Lasten der Zentralbanken der Länder im Norden. Kauft etwa die nationale Zentralbank Italiens ihre Staatspapiere aus Deutschland zurück, so bittet die Italienische Zentralbank die deutsche, auf dem Konto des Eigentümers jener Papiere den festgesetzten Betrag gutzuschreiben. Das nun vorhandene Ungleichgewicht wird im TARGET2 System eingetragen.⁵⁶

TARGET2 ist das Zahlungssystem, das verwendet wird, um Zahlungen der europäischen Zentralbanken untereinander aufzunehmen. Somit entsteht eine Forderung der deutschen Zentralbank gegenüber der EZB, die wiederum eine Forderung gegenüber der italienischen Zentralbank erhebt. Im Prinzip sollten sich diese Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralbanken untereinander mit der Zeit ausgleichen.⁵⁷

Dass dies jedoch in der Praxis nicht der Fall ist, verdeutlicht die Grafik in Anhang 6. Sie zeigt, dass die südlichen Krisenländer der EU, allen voran Italien, Spanien, Griechenland und Portugal, massive negative TARGET2 Salden aufgebaut haben, während Deutschland, Luxemburg und die Niederlande sehr hohe Forderungen gegen die EZB erheben. Genau darin liegt das größte Risiko der EZB-Politik: den hochverschuldeten Ländern wird durch die Niedrigzinspolitik und das QE Programm jeglicher Anreiz zu

⁵⁶ Vgl. Wirtschaftswoche, www.wiwo.de, [Stand:28.12.2016]

⁵⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank, www.bundesbank.de, [Stand:28.12.2016]

strukturellen Reformen genommen, da die niedrigen Zinsen eher zur weiteren Schuldenaufnahme anreizen, als zu Strukturreformen. Gleichzeitig wird das Geld der EZB verwendet, um die hochverschuldeten eigenen Zentralbanken von verzinslichen, mit festgelegtem Fälligkeitsdatum ausgezeichneten Schuldverschreibungen von privaten Schuldnern freizukaufen, um diese im Gegenzug durch TARGET2 Buchschulden auszutauschen, die durch die Niedrigzinspolitik weder verzinslich sind, noch durch die kreditgewährende Zentralbank jemals eingefordert werden können.

Sollte nun eines der Länder zusammenbrechen und in Folge den Euroraum verlassen, wären diese Schulden aufgrund der fehlenden Nachschusspflicht des Staates gegenüber seiner Zentralbank praktisch nicht mehr einzutreiben und könnten eine verheerende Kettenreaktion auslösen.⁵⁸

2.5.4 Verteidigung der EZB

Nach Ansicht der EZB, die von ihrem Vorsitzenden Mario Draghi am 2. Mai 2016 bei einem Treffen der Asian Development Bank vorgetragen wurde, sind die niedrigen Nominalzinsen ein globales Problem, das sich bereits seit den 1980er Jahren durch das Absinken der Nominalrenditen auf Anleihen abzeichnet. Demnach agiert etwa 40 Prozent der Weltwirtschaft (gewichtet nach dem Bruttoinlandsprodukt) in einem Umfeld mit einem Leitzins der nationalen Zentralbank von unter einem Prozent.

Draghis Meinung nach seien niedrige Zinsen dennoch nicht harmlos. Sie üben erheblichen Druck auf die Geschäftsmodelle der Finanzbranche aus und beeinflussen gleichzeitig die Pensionseinkommen, die wiederum durch den wachsenden Anteil von Rentnern in den meisten entwickelten Volkswirtschaften den Konsum senken. Jedoch sind die niedrigen Zinsraten nicht die Ursache dieser Probleme. Sie seien die Symptome eines zugrundeliegenden Problems: Die globalen Ersparnisse übersteigen die Nachfrage nach profitablen Investitionen und drücken somit die Zinsraten.⁵⁹

2.5.5 Ausblick

Die Geldpolitik der Zentralbank blieb keineswegs kritikfrei und stößt bei einigen Länderregierungen oder Parteien der EU auf große Kritik. Infolge der Unzufriedenheit über die EZB Politik wurde sogar beim Bundesverfassungsgericht eine Klage gegen den Kauf von Staatsanleihen eingereicht.

Das Urteil des Bundesverfassungsgerichtes in Karlsruhe wies die Klage jedoch ab und stärkte somit die Position der europäischen Zentralbank. Sie weicht zwar mit ihrem Kauf von Staatsanleihen von ihrem konventionellen Maßnahmenkatalog ab, handelt aber dennoch im Zuge der Krise definitiv innerhalb ihres in den europäischen Verträgen festgelegten Mandates, sofern einige Kriterien eingehalten werden. So muss unter anderem das Volumen der Käufe vorab festgelegt werden und die Papiere dürfen nur so

⁵⁸ Vgl. DEHOGA-Mediathek, www.dehoga-mediathek.de, [Stand:28.12.2016]

⁵⁹ Vgl. European Central Bank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 23. Dezember 2016]

lange gehalten werden wie für Bekämpfung der Krise unbedingt notwendig.⁶⁰ Aus rein rechtlicher Sicht steht einer Weiterführung eines Anleihenkaufprogrammes somit nichts im Wege.

Passend dazu kündigte die EZB im Dezember 2016 an, ihre Ankäufe im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) mit monatlichen Kaufvolumen von 80 Milliarden Euro im Monat bis Ende März 2017 fortzusetzen. Danach sollen mindestens bis Ende 2017 monatlich Anleihen im Wert von 60 Milliarden Euro zugekauft werden. Die aktuelle Politik soll so lange fortgesetzt werden, bis die Inflation mit dem gesetzten Inflationsziel von zwei Prozent übereinstimmt.⁶¹

Bisher blieben die Auswirkungen der Niedrigzinspolitik jedoch weit hinter ihren Erwartungen zurück. Die Arbeitslosenquote nimmt zwar ab, liegt mit derzeit etwa 8,5 Prozent in Europa⁶² trotzdem immer noch zu hoch. Der Euro wurde zwar von 1,40 US-Dollar im Sommer 2014 auf 1,04 US-Dollar im Dezember 2016 abgewertet. Die Nettoexporte stiegen von 2014 auf 2015 jedoch nur um etwa 3 Milliarden Euro. Verglichen mit der 11 Billionen Wirtschaftsleistung der Eurozone in Jahr 2015, ist dieser Betrag jedoch lediglich ein Tropfen auf dem heißen Stein. Gleichzeitig werden Staatsanleihen, ausgestellt von Ländern deren wachsende Staatsverschuldung schon jetzt über 100 Prozent des BIP geht, mit Zinssätzen unter drei Prozent verzinst.⁶³

Diese Papiere machen einen Großteil des privaten Anleihenmarktes in Europa aus und sind dazu prädestiniert, bei einer Zinsnormalisierung aufgrund ihrer fundamentalen Fehlbewertung Verluste zu generieren.⁶⁴ Der gleichzeitig wachsende Unmut gegenüber Europa, der sich in dem sprunghaften Anstieg populistischer und europakritischer Bewegungen zeigt, beeinflusst die Stabilität in Europa ebenso negativ, wie der Brexit. Dies führt, gepaart mit den in Kapitel 2.5.3 angesprochenen geringem Reformanreiz der Krisenländer und einer Zentralbank, die scheinbar an ihre Grenzen zu stoßen droht, zu einer gefährlichen politischen und wirtschaftlichen Mischung in Europa.

Festzuhalten bleibt, dass bisher keine Maßnahme gefunden wurde, die zu einer substanziellen Besserung führen würde. Es ist gelungen, die allgemeine Lage nach der Finanzkrise einigermaßen zu stabilisieren. Ein Lösungsansatz, der die Bekämpfung der fundamentalen Probleme verspricht, ist jedoch nicht in Aussicht. Vielmehr scheint es vorerst auszureichen, eine erneute Krise aufzuschieben und durch oberflächliche Behandlung der Symptome etwas Zeit zu gewinnen.

Die Analyse der europäischen Geldpolitik bekräftigt die ursprüngliche Annahme, dass eine Anlage an den Kapitalmärkten derzeit wohl die einzige Chance darstellt, mittel- oder langfristige Renditen zu erwirtschaften. Die nachfolgenden Kapitel zeigen zwei der Analysemethoden der Kapitalmärkte und erklären dem Leser somit die „Werkzeuge“ für die Bewertung von Marktvorgängen.

⁶⁰ Vgl. Bundesverfassungsgericht, www.bundesverfassungsgericht.de, [Stand: 27.12.2016]

⁶¹ Vgl. European Central Bank, www.ecb.europa.eu, [Stand: 27.12.2016]

⁶² Vgl. Eurostat, www.ec.europa.eu, [Stand: 30.12.2016]

⁶³ Vgl. Statista, www.de.statista.com, [Stand: 30.12.2016]

⁶⁴ Vgl. Feldstein 2016, 42-43

3 Technische Analyse

Die sogenannte „Technische Analyse“ basiert auf Beobachtungen von Marktbewegungen über die Anwendung von Prognose-Theorien für Vorhersagen zukünftiger Kursentwicklungen. Die Marktbewegungen werden durch den Einsatz von Charts dargestellt, um zukünftige Kurstrends zu prognostizieren. Dabei spielen die Annahmen der Dow Theorie und des Trendkonzepts eine wichtige Rolle. Die Ergebnisse aus den Chartformationen und den softwaregestützten Markttechniken werden diskutiert und daraus denkbare, wirkungsabhängige Marktalternativen für Privatanleger abgeleitet. Insbesondere werden Vor- und Nachteile der Analysemethode erläutert und aus dem Gesamtgeflecht der langfristige Nutzen als Ergebnis ausgewiesen.

Hierzu gilt es zunächst, die Begrifflichkeiten zu definieren, um damit die Grundlage für die weitere Diskussion zu schaffen.

Nach John J. Murphy ist die Technische Analyse durch das "Studium von Marktbewegungen, in erster Linie durch den Einsatz von Charts" definiert, "um zukünftige Kurstrends vorherzusagen. Der Begriff 'Marktbewegung' beinhaltet die drei wesentlichen Informationsquellen, die dem Anwender – auch Techniker genannt - zur Verfügung stehen: Kurs, Umsatz und Open Interest.“⁶⁵ Dem Term „technisch“ kommt hierbei eine von der gewöhnlichen Definition abweichende Bedeutung zu. Er bezieht sich auf die Analyse der Bewegung des Marktes selbst und nicht auf die Analyse der gehandelten Güter im Markt.⁶⁶

Der Kurs ist die mit Abstand wichtigste Informationsquelle der technischen Analyse. Er spiegelt den aktuellen Preis einer Aktie wider und wird durch die Kurslinie im Chart dargestellt. Umsatz und Open Interest sind von geringerer Bedeutung und werden als sekundäre Indikatoren hauptsächlich zur Bestätigung verwendet.

Die Umsätze werden meist in einem Balkendiagramm unterhalb der Kurslinie dargestellt und verweisen auf die Anzahl der in der betrachteten Zeiteinheit gehandelten Aktien wider. Als Open Interest wird die Summe aller ausstehenden Positionen bei Termin- oder Optionsgeschäften bezeichnet, die sowohl beim Käufer als auch Verkäufer eine neue Kaufs- oder Verkaufsposition erzeugt.⁶⁷

Die beiden Komponenten der technischen Analyse - Chart- und der Markttechnik - sind nicht klar voneinander abgrenzbar. Die Charttechnik befasst sich ausschließlich mit der Analyse der Kursverläufe. Die Markttechnik hingegen bietet dem Anwender verschiedene ergänzende Indikatoren, meist komplexe statistische Durchschnittswerte von Volumen oder Kursen.⁶⁸

Charts sind die wichtigsten Analysewerkzeuge der technischen Analyse. Sie bilden entweder einzelne Aktien, Indizes gesamter Branchen oder den Gesamtmarkt in einer

⁶⁵ Murphy 2014, 5

⁶⁶Vgl. Edwards/Magee/Bassetti 2007, 4

⁶⁷ Vgl. Murphy 2014, 166

⁶⁸ Vgl. Schittler/Michalky 2008, 496

Linienform ab, die bei Bedarf um weitere Größen, wie etwa den Umsatz oder Open Interest erweitert werden können. Diese wird in einem Diagramm eingezeichnet, in der die y-Achse stets den Preis und die x-Achse die Zeit abbildet.

Somit bilden sie ideales Medium, um dem Nutzer alle relevanten Informationen auf einen Blick zu übermitteln. Gleichzeitig sind sie aber wandlungsfähig genug, um sich je nach persönlichen Präferenzen individualisieren zu lassen. Alle Methoden verfolgen in der Regel das gleiche Ziel: ein besseres Marktverständnis und damit bessere Investitionsentscheidungen.

3.1 Kernaussagen der technischen Analyse

Das gesamte Analyseverfahren des Technikers basiert auf drei Grundannahmen: Die Marktbewegung diskontiert alles, Kurse bewegen sich in Trends und die Geschichte wiederholt sich selbst.

3.1.1 Die Marktbewegung diskontiert alles

Diese Behauptung, dass die Marktbewegung alles diskontiert, ist eines der zentralen Elemente in der Philosophie der technischen Analyse und beleuchtet gleichzeitig einen ihrer größten Vorteile. Murphy vermerkt hierzu: „Der Techniker glaubt, dass alles, was möglicherweise die Kurse beeinflussen kann – fundamental, politisch, psychologisch oder sonst wie – durch den Marktpreis aktuell widergespiegelt wird.“⁶⁹ Vereinfacht bedeutet dies, dass für den technischen Analysten – ganz im Gegensatz zu einem fundamentalen – alle für seine Prognose benötigten Informationen in dem aktuellen Marktpreis einer Aktie enthalten sind.

Im Umkehrschluss benötigt ein Techniker also nichts weiter als ein Chart, um seine Analyse durchzuführen. Vor allem in Bezug auf den enormen Rechercheaufwand der Fundamentalanalyse⁷⁰ ist die Konsequenz dieser Hypothese für Anleger ohne Zugriff auf große Datenbanken extrem nützlich. Alle Aktiencharts sind kostenfrei auf diversen Internetportalen, Tageszeitungen oder bei Banken einsehbar. Vor allem für Privatanleger ergibt sich daraus eine Situation, in der auch sie ohne großen Recherche- und damit Zeitaufwand eine Prognose erstellen können.⁷¹

3.1.2 Kurse bewegen sich in Trends

Das Trendkonzept ist für die Technische Analyse elementar, da die meisten technischen Methoden dem Trend folgen, bis sich erste Anzeichen einer Umkehr erkennen lassen.

⁶⁹ Murphy 2014, 22

⁷⁰ Vgl. hierzu Kapitel 5

⁷¹ Vgl. Murphy 2014, 22

Es ist jedoch stets wahrscheinlicher, dass sich ein bestehender Trend fortsetzt, als dass er sich umkehrt. Die wichtigste Aufgabe der technischen Analyse besteht also darin, Trends- bzw. Trendwechsel frühzeitig zu identifizieren, um dann in deren Richtung zu handeln. Wer die Annahme von sich in Trends bewegendem Kursen ablehnt, lehnt letztendlich das Konzept der technischen Analyse als solche ab und sollte sich einer alternativen Analyseverfahren zuwenden.⁷²

3.1.3 Die Geschichte wiederholt sich selbst

Nach Murphy resultieren die „fundamentalen Informationen und Marktmeinungen, die durch den Kurs reflektiert werden, [...] in wiederkehrenden Kursmustern, die Hinweise für mögliche zukünftige Kursbewegungen enthalten.“⁷³ Diese Auffassung spielt auf eine Erkenntnis der Psychologie an, wonach die menschliche Psyche nicht dazu neigt, sich zu verändern.

Da das Börsengeschehen stets ein Abbild der Handlungen, aber auch Meinungen der Marktteilnehmer widerspiegelt, spielt deren Psychologie stets eine wichtige Rolle. Aufbauend auf der anfänglichen Behauptung, dass sich die Geschichte wiederholt, ist es also möglich, anhand von in der Vergangenheit definierten Kursmustern und dem durch sie ausgelösten Verhalten der Anleger zukünftige Entwicklungen vorherzusagen. Durch das Studium dieser Muster und die Auswertung der dadurch ausgelösten Handlungen der Anleger wird davon ausgegangen, dass sich in Zukunft eine identische Kausalität herausbildet. Demnach wird sich bei derselben Aktion – in diesem Fall einem gleichgerichteten Chart-Muster – dieselbe Reaktion einstellen – ein Kauf oder Verkauf.⁷⁴

Um die Entstehung der geschilderten Grundannahmen nachvollziehen zu können, muss ihre Entwicklung näher betrachtet werden. Hierzu soll zunächst eine der entscheidenden Theorien in den Blickpunkt rücken, aus denen sich die Technische Analyse in ihrer heutigen Form entwickelt hat.

3.2 Dow-Theorie

„Die von Charles H. Dow in den Jahren zwischen 1900 und 1902 in einer Serie von Leitartikeln im Wall Street Journal dargestellte und später nach ihm benannte Dow-Theorie ist eine der ältesten Theorien zur Erklärung des Geschehens an den Aktienmärkten und gilt als Ursprung der technischen Analyse.“⁷⁵ Selbst heute, in einem Zeitalter in dem Trading Strategien durch den Einsatz moderner Computertechnologie digitalisiert werden und stets neue, noch ausgereifere Methoden zur Kursprognose entwickelt werden,

⁷² Vgl. Murphy 2014, 23-24

⁷³ Schwager 2013, 12

⁷⁴ Vgl. Murphy 2016, 24

⁷⁵ Cesar 1996, 85

sind jene von Dow vor mehr als hundert Jahren etablierten Prinzipien, noch immer die Grundpfeiler der technischen Analyse.⁷⁶

Aufgrund dieser Bedeutung werden die Kernaussagen der Dow-Theorie nachfolgend zusammengefasst und erläutert.

1. Die Indizes diskontieren alles

Wie in den Grundannahmen der technischen Analyse bereits geschildert (siehe Kapitel 3.1), sind in den Kursen bereits alle wichtigen Informationen enthalten. Es ist also nicht notwendig, die fundamentale Situation des analysierten Wertes zu kennen, um eine der technischen Methode nach gültige Prognose abzugeben.⁷⁷

2. Die Märkte verlaufen in Trends

Die Trendannahme ist, wie in Kapitel 3.1.2 bereits geschildert, eine elementare Annahme auf der das gesamte Analyseverfahren fußt. Es wird angenommen, dass im Markt stets simultan ablaufende Bewegungen, sogenannte Trends, vorhanden sind.⁷⁸ Dabei wird nach Nelson zwischen folgenden drei Bewegungen unterschieden:

„The first is the narrow movement from day to day. The second is the short swing, running from two weeks to a month or more; the third is the main movement covering at least four years in its duration.“⁷⁹ Die dritte Bewegung wird aufgrund ihrer richtungsweisenden Eigenschaft auch als Primär- oder Haupttrend bezeichnet.

3. Primäre Trends haben drei Phasen

Es findet eine Unterteilung des Primärtrends in eine Akkumulationsphase, Mark-Up-Phase und einer Distributionsphase statt. In der Akkumulationsphase kaufen nur die kundigsten Anleger und das Interesse ist noch gering. Die Mark-Up-Phase, zeichnet sich durch steigende Kurse und allgemein zunehmendem Interesse aus. In der Distributionsphase wurden bereits hohe Bewertungen erzielt und die Anleger der Akkumulationsphase haben ihre Anteile bereits wieder abgestoßen, um Gewinne mitzunehmen bevor dies die breite Masse erwägt.⁸⁰

4. Die Indizes müssen einander bestätigen

Die Änderung eines Index ist keine zuverlässige Prognosegrundlage für die zukünftige Entwicklung des Marktes, wenn sie nicht von einem anderen Index mit einem gleichen

⁷⁶ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber 2004, 249, Cesar 1996, 85, Murphy 2016, 41

⁷⁷ Vgl. Bauer 2013, 24

⁷⁸ Vgl. Nelson 1912, 36

⁷⁹ Ebd., 36

⁸⁰ Vgl. Cesar 1996, 87, Murphy 2016, 44

Signal bestätigt wird.⁸¹ Dabei bezieht sich Dow auf die zu dieser Zeit einzigen zwei Indizes, dem Industrie- und Eisenbahnindex, die damals gemeinsam die amerikanische Wirtschaft abbildeten.⁸²

5. Das Volumen muss den Trend bestätigen

Der Umsatz sollte stets trendgerichtet sein. Bei einem Aufwärtstrend sollte das Volumen mit steigenden Kursen anziehen und umgekehrt.⁸³ Dow betrachtet die Umsätze zwar als einen zweitrangigen, aber dennoch signifikanten Faktor zur Bestätigung.⁸⁴

6. Ein Trend besteht so lange, bis es definitive Signale gibt, dass er sich umgekehrt hat

Damit beschreibt Dow das Beharrungsvermögen der Indizes und die Tatsache, dass eine Fortsetzung des anhaltenden Trends wahrscheinlicher ist als ein Trendwechsel. Der Diskurs dieses Themas folgt in Kapitel 3.3.

„Im Leben und der Kunst hat nur Bestand was gut ist“. Theoretisch ließe sich die Dow-Theorie, die seit mehr als 100 Jahren nahezu unverändert besteht, nach diesem Zitat von Marxheimer von nahezu jeglicher Kritik freisprechen. Und tatsächlich ist die Tragweite dieser Theorie, auf der mehr oder weniger die komplette Aktienanalyse fußt, enorm.

In der Praxis wird ihr jedoch widersprochen. Kritiker konzentrieren sich hauptsächlich auf die Uneindeutigkeit bei der Identifizierung der einzelnen Trends und die Trägheit der Methode. Durchschnittlich verpasst ein Anleger, der sein Trading rein nach der Dow-Theorie ausrichtet 20 bis 25% der Bewegung eines Trends. Erst danach wird das entscheidende Kaufsignal erzeugt. Je nach Tradingstrategie und Risikobereitschaft sind viele Anleger nicht bereit, diese Chancen verstreichen zu lassen. Andererseits sollte jedoch jedem Kritiker entgegengesetzt werden, dass es nie Dows primäre Intention war, Trends zu antizipieren. Vielmehr versuchte er, durch die Identifizierung grundlegender steigender oder fallender Märkte den großen Mittelteil der Bewegung einzufangen.⁸⁵

Da sich die Anforderungen des heutigen Anlegers, primär durch den Einsatz moderner Techniken gänzlich geändert haben, scheint ein Vergleich zu modernen Techniken nicht angemessen. Dem Einsatz von Computern und der Entwicklung des Tradings hin zu immer kleineren Zeiteinheiten und weiteren abgestuften Trendvarianten ist diese hundert Jahre alte Theorie nicht gewachsen. Trotz alledem bildet sie auch heute noch die

⁸¹ Vgl. Gartley 2008, 174

⁸² Vgl. Murphy 2014, 44

⁸³ Vgl. Bauer 2013, 25

⁸⁴ Vgl. Murphy 2014, 45

⁸⁵ Vgl. ebd., 48-49

Basis aller noch so fortschrittlichen Analysen und leistete erstaunliche Pionierarbeit für die Technische Analyse, wie sie heute bekannt und weit verbreitet ist.

3.3 Trendkonzept

Das Trendkonzept ist eine fundamental auf Dows Aussagen fußende Grundannahme der technischen Analyse. Da es die Grundlage für alle Prognosen über die zukünftige Entwicklung eines Börsenwertes bildet, ist das Trendkonzept von essenzieller Bedeutung für jegliche weiterführende Analyse des Technikers. Es besagt, dass sich Preise in Trends bewegen, die dazu tendieren anzuhalten, bis die Balance des Angebot-Nachfrage-Verhältnisses durch ein Ereignis geändert wird.⁸⁶

Diese Prämisse wird in Anlehnung an Newtons „Erstes Gesetz der Bewegung“ gesetzt, wonach ein Körper im Zustand der Ruhe oder der gleichförmig geradlinigen Translation verharrt, sofern er nicht durch einwirkende Kräfte zur Änderung seines Zustands gezwungen wird.⁸⁷ Durch Anwendung dieser physikalischen Gesetzmäßigkeit auf die Kapitalmärkte, schlussfolgert Murphy: „Ein Trend in Bewegung verläuft solange in derselben Richtung, bis er sich umkehrt.“⁸⁸

Sämtliche Anleger sollten den Inhalt dieser Aussage verinnerlichen, da es primär gilt, den Trend frühzeitig zu erkennen und in seine Richtung zu handeln. Der Grund dafür ergibt sich aus der stochastischen Auslegung der oben genannten Gesetzmäßigkeit, die im Zusammenhang mit der Annahme, dass sich Kurse in Trends bewegen, folgert, dass es schlicht wahrscheinlicher ist, dass sich ein Trend in Bewegung fortsetzt als dass er sich umkehrt.⁸⁹ Hat ein Anleger nach ausreichender Analyse aller relevanten Charts nun einen Trend identifiziert, so versucht er solange in seine Richtung zu handeln, bis erste Anzeichen einer Trendumkehr erkennbar sind.

Es wird zwischen den in Abbildung 1 dargestellten drei verschiedenen Trendrichtungen unterschieden: aufwärts, abwärts oder seitwärts. Für alle Abbildungen im Laufe dieser Arbeit in denen Aktienkursverläufe abgebildet werden, gilt stets die in der Einleitung zu Kapitel 2 definierte Achsenbeschriftung.

Hinsichtlich ihrer Bedeutung und Lebensdauer werden Trends zudem in Primär-, Sekundär- und Tertiärtrends untergliedert.⁹⁰ Jede der angesprochenen Richtungen eines Trends zeichnet sich durch die charakteristische Abfolge der Hoch- und Tiefpunkte ihrer Kurslinie aus. Sukzessive höhere Hoch- und Tiefpunkte formen einen Aufwärtstrend, eine Serie niedrigeren Tiefs und niedrigeren Hochs einen Abwärtstrend. Gleichbleibende Hochs und Tiefs werden als Seitwärtstrend bezeichnet.

⁸⁶ Vgl. Bassetti/ Edwards/Magee/Bassetti 2007, 6

⁸⁷ Vgl. Newton 2010, 20

⁸⁸ Murphy 2014, 24

⁸⁹ Vgl. ebd., 24

⁹⁰ Vgl. Edwards/Magee/Bassetti 2007, 253



Abbildung 1: Darstellung der verschiedenen Trendarten⁹¹

Ein Trend ist jedoch keine klar definierte wissenschaftliche Größe und kann demnach auch nicht mathematisch messbar gemacht werden. Die Identifizierung ist eine Auslegungssache und demnach subjektiv. Händigt man zwei Personen unabhängig voneinander dasselbe Chart mit der Aufforderung aus, einen Trend zu identifizieren, werden sich die gewonnenen Erkenntnisse nicht zwangsweise decken, da ihre Ursachen nicht rein wirtschaftlicher Natur sind.⁹² Die psychologische Komponente spielt hierbei stets eine wichtige Rolle, was sich sehr anschaulich anhand der sogenannten „sich selbst erfüllenden Prophezeiung“ erklären lässt, die besagt:

„Wenn alle an eine Fortsetzung des Trends im Falle des Durchbruchs der Tageskurslinie durch die 200 Tage-Gleitender-Durchschnitt-Linie glauben und deswegen Aktien kaufen, wird sich diese Erwartung auch erfüllen, denn die erwartungsgetriebenen Kaufaktivitäten treiben die Kurse bis zum tatsächlichen Durchbruch. Ist dieser Durchbruch einmal gelungen, gilt dieser als Kaufsignal für weitere Anleger-schichten. Der Trendimpuls verselbstständigt sich.“⁹³

Dieses Beispiel zeigt ebenfalls Schwach- beziehungsweise Kritikpunkte am Trendkonzept und der technischen Analyse per se auf: die fehlende Wissenschaftlichkeit und Reproduzierbarkeit der erlangten Ergebnisse und das Fehlen klar definierter Formeln zur Errechnung von Fakten. Jedoch sollte auch jedem Investor mit fundiertem Börsenverständnis bewusst sein, dass ein Sachverhalt dieser Komplexität, mit verschiedensten fundamentalen und technischen Parametern auf der einen Seite und der nicht prognostizierbaren, durch unzählige Umweltfaktoren beeinflussten menschlichen Psyche als Variable auf der anderen Seite nicht ohne weiteres in einer allgemeingültigen Gleichung auszudrücken ist.

3.3.1 Unterstützungen und Widerstände

Nachdem bereits die Entstehung von Kursen durch die charakteristische Abfolge von Hoch und Tiefpunkten behandelt wurde, sollen nun die Begriffe der Unterstützung und

⁹¹ Eigene Darstellung

⁹² Heese/ Riedel 2016, 128

⁹³ Ebd., 128

des Widerstands das Bild erweitern. Betrachtet man verschiedene Charts über einen gewissen Zeitraum, so wird deutlich, dass manche Kurse ein gewisses Niveau scheinbar nicht über- bzw. unterschreiten können und an einer nicht vorhandenen Barriere scheinbar abprallen.⁹⁴ Das Studium der sogenannten Unterstützungen und Widerstände kann Klarheit zu diesem Phänomen schaffen und die Ursachen dafür aufdecken.

Betrachtet man ein Chart, so befinden sich darauf spezielle Chartzonen, in denen der Preis genügend Nachfrage erzeugt, um den Verkaufsdruck zu übersteigen und somit den anhaltenden Fall der Kurse zu stoppen. Dabei wird im Chart ein Tiefpunkt, die sogenannte Unterstützung, erzeugt. Im Gegensatz dazu steht der Widerstand. Er ist das exakte Gegenteil der Unterstützung. Ausgelöst durch einen Preis, bei dem der Verkaufsdruck die entsprechende Nachfrage überflügelt, bildet er einen Hochpunkt, von dem aus der steigende Kurs in einen Richtungswechsel mit fallenden Kursen übergeht. Üblicherweise werden durch diese Punkte horizontale Linien im Chart gezogen, um die darin enthaltenen Informationen für die weitere Prognose zu verwenden.⁹⁵ Wie in Abbildung 2 skizziert, bildet der Hochpunkt an Punkt 2 den Widerstand an dem der Kurs in Punkt 5 scheinbar abprallt.

Wie so oft im Analyseprozess des Technikers bildet die Psychologie der Marktteilnehmer den Hintergrund der genannten Wechselwirkung. Dieses Verhalten lässt sich leicht anhand eines einfachen Beispiels mit fiktiven Werten erläutern:

Der Preis einer Aktie des Unternehmens A beträgt momentan 50 €. Aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung des Unternehmens im letzten Jahr scheint diese Aktie unterbewertet, also vergleichsweise "billig" zu sein. Sowohl durch die Marktteilnehmer selbst als auch durch Aktienanalysten wird diese Information an die Öffentlichkeit getragen. Aufgrund der Unterbewertung des Titels, steigt die Nachfrage danach sukzessive an, was wiederum einen Preisanstieg der Aktie zur Folge hat. Da der Preis nun mittlerweile 80 € notiert, die fundamentalen Gegebenheiten jedoch gleich geblieben sind, ändert sich die Meinung der Marktteilnehmer. Sie empfinden die Aktien des Unternehmens A nunmehr als teuer und verkaufen sie. Dies erzeugt einen Angebotsüberschuss und führt schließlich zu fallenden Preisen. Fällt der Preis bei weiterhin gleichbleibenden fundamentalen Daten erneut auf 50 €, wird der Titel wiederum als unterbewertet beziehungsweise "billig" eingestuft und zu Beginn des Beispiels werden Aktien des Unternehmens A gekauft. Sollten diese sich abermals an die 80 €-Notierung annähern, wird ein erneuter Nachfrageüberschuss entstehen und der Kreislauf beginnt von vorne.

Bezogen auf dieses Beispiel bildet die 50 €-Marke folglich eine Unterstützung, da bei diesem Preis ein Nachfrageüberschuss entsteht, der die vorher fallenden Kurse steigen lässt. Gleichzeitig markiert die 80 € Bewertung einen Widerstand, da die vermeintliche Überbewertung einen Angebotsüberschuss auf dem Markt erzeugt, der die steigenden Kurse stoppt. Verändert sich jedoch die fundamentale Situation, so kann dies

⁹⁴ Vgl. Brock 1995, 42

⁹⁵ Vgl. Murphy 2014, 68-70

einen abrupten Meinungsumschwung einer großen Gruppe zur Folge haben, was normalerweise in heftigen Kursschwankungen resultiert, in denen sowohl Widerstände als auch Unterstützungen gebrochen werden.⁹⁶

Wird eine der beiden Linien signifikant gebrochen, wandelt sie sich zur jeweils anderen Funktion. Eine vom Kurs gebrochene Widerstandslinie fungiert in der Folge als Unterstützungslinie des Kurses. Eine Unterstützungslinie wird analog dazu nach dem Bruch zum Widerstand.⁹⁷ Verdeutlicht wird diese Wechselwirkung in Abbildung 2, in der deutlich zu erkennen ist, wie der Widerstand an Punkt 1 den Wandel zur Unterstützung an Punkt 5 durchläuft. Außerdem entwickelt sich die Unterstützung an Punkt 3 zu einem Widerstand an Punkt 5.

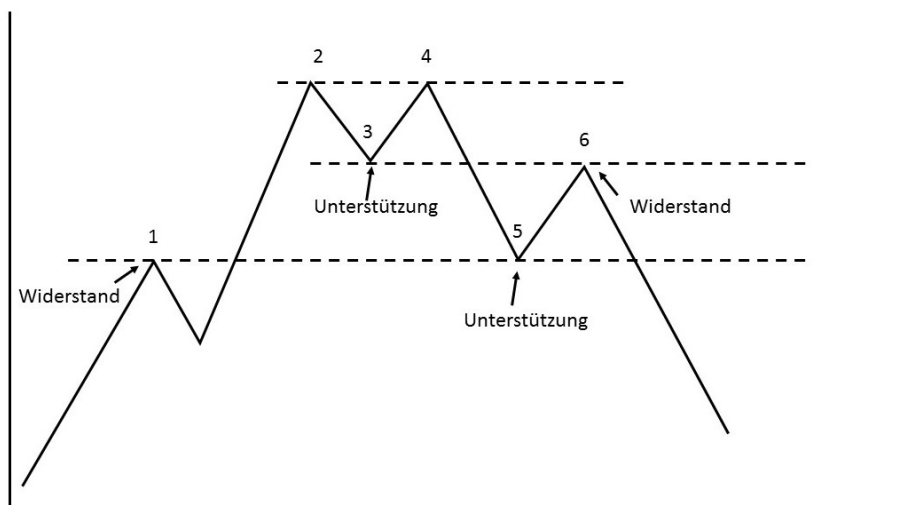


Abbildung 2: Wechselwirkung zwischen Unterstützungen und Widerständen⁹⁸

3.3.2 Trendlinien

Die intensive Betrachtung der Aktiencharts führt zur Erkenntnis, dass nahezu alle Trends, seien sie primär, sekundär oder tertiär, einer annähernd geraden Linie folgen, der sogenannten Trendlinie.⁹⁹ Dabei handelt es sich um eine in das Chart eingezeichnete Gerade um den zukünftigen Kursverlauf anzudeuten. Sie ist einer der einfachsten, aber auch hilfreichsten technischen Indikatoren. Je nach vorliegendem Trend wird zwischen einer Aufwärtstrendlinie und einer Abwärtstrendlinie unterschieden. Zur Erstellung der Trendlinie eines untersuchten Aufwärtstrends werden alle aufeinander folgenden

⁹⁶ Vgl. Brock 1995, 43-44

⁹⁷ Vgl. Schwager 1998, 84

⁹⁸ Eigene Darstellung

⁹⁹ Vgl. Edwards/Magee/Bassetti 2007, 232-234

Kurstäler mit einer Geraden nach oben verbunden. Liegt ein Abwärtstrend vor, so wird die Linie entlang des jeweiligen Kursgipfels nach rechts unten gezogen (siehe Abb. 3).¹⁰⁰

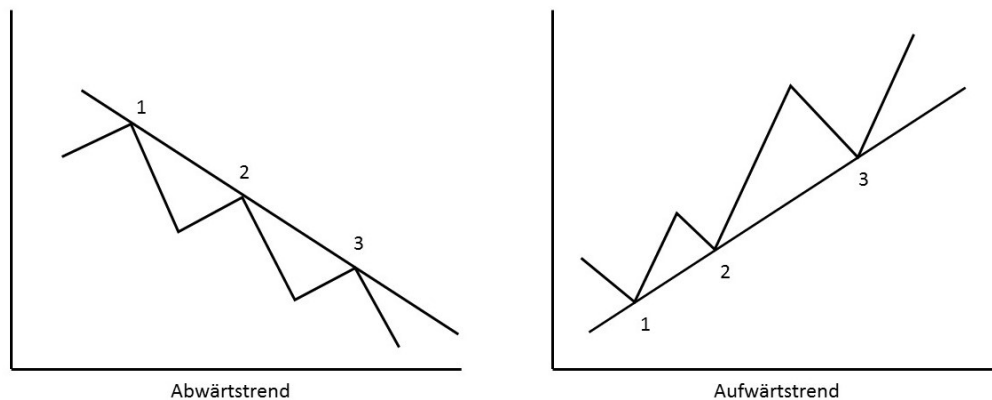


Abbildung 3: Exemplarische Trendlinien für Abwärts- und Aufwärtstrends¹⁰¹

Für die Ermittlung der Trendwerte existiert kein präzises oder nur ein allgemeines Regelwerk, um die Anfertigung von Trendlinien zu harmonisieren. Jeder Anwender hat hierfür seine präferierte Anwendung, die er pflegt und weiterentwickelt. Es gibt jedoch einige hilfreiche Richtlinien zur Anfertigung von Trendlinien, an denen sich orientiert werden kann. Nachfolgend werden einige Schwerpunkte aufgezeigt:

Zunächst einmal muss ein Trend vorliegen, um eine Trendlinie einzeichnen zu können. Da zur Anfertigung einer Geraden stets zwei Punkte benötigt werden, muss der Trend bereits lange genug bestehen, um zwei aussagefähige Hoch- bzw. Tiefpunkte aufzuweisen (siehe Abb. 3, Punkt 1 und 2). Anschließend wird zwischen versuchsweisen und gültigen Trendlinien unterschieden. Wenn die Hoch- bzw. Tiefpunkte 1 und 2 miteinander verbunden werden, erhält man die versuchsweise Trendlinie. Um daraus nützliche Informationen zu beziehen, ist es notwendig, ihre Gültigkeit zu überprüfen. Eine Trendlinie gilt als gültig, wenn sie mindestens ein drittes Mal vom Kurs berührt und somit bestätigt wird.¹⁰² Diese Bestätigung ist in Abbildung 3 unter Punkt 3 zu sehen.

Eine gültige, nicht durchbrochene Trendlinie kann nun genutzt werden, um Kauf- bzw. Verkaufszonen auszumachen. Sobald sich der Kurs der Aufwärtstrendlinie annähert, kann dies als Kaufsignal bewertet werden, da davon ausgegangen wird, dass die Trendlinie nicht durchbrochen wird, sich also nur annähert und anschließend wieder steigt. Stellt sich ein ähnliches Verhalten des Trends bei einer Abwärtstrendlinie ein, gilt dies als Verkaufssignal. Hierbei gilt: Je länger eine Trendlinie intakt ist und umso öfter sie vom Kurs getestet wurde, desto signifikanter ist sie.¹⁰³

¹⁰⁰ Vgl. Murphy 2014, 78-79

¹⁰¹ Eigene Darstellung

¹⁰² Vgl. Murphy 2014, 80

¹⁰³ Vgl. ebd., 81-82

Wie bereits ausgeführt, ist jede bestätigte Trendlinie so lange gültig bis sie gebrochen wurde, denn jeder Trend wird über kurz oder lang vom Markt gebrochen. Jedoch existieren auch bei der Frage nach der Gültigkeit eines Bruches keine klar definierten Regeln. Es kann durchaus vorkommen, dass ein Kurs die Trendlinie auf Intraday-Basis kurzzeitig durchbricht, die Trendlinie jedoch weiterhin Bestand hat. Sollte eine langfristige Trendlinie jedoch von einem Schlusskurs gebrochen werden, der um mehr als drei Prozent des durchbrochenen Wertes abweicht, kann von einer Trendumkehr ausgegangen werden. Prinzipiell gilt es auch hier die Richtlinien an die persönliche Tradingstrategie anzupassen. Im Hinblick auf die verschiedenen Anlageprodukte auf dem Markt und die unterschiedlichen Zeithorizonte, in denen sie gehandelt werden können, kann eine universelle Größe nicht sinnvoll sein.¹⁰⁴

Letztlich ist die Trendlinie ein extrem nützliches Hilfsmittel, das durch seine einfache Konstruktion und Nutzung überzeugt. Am Ende benötigt man lediglich zwei Punkte, um sie auszurichten, sowie einen dritten Punkt, um diese zu bestätigen. Außerdem liefert sie bei richtiger Anwendung und etwas Erfahrung in der Interpretation schnell nützliche Informationen über den Kursverlauf. Jedoch sollten vor allem Anfänger den gegebenen Interpretationsspielraum nicht außer Acht lassen. Die lückenhaften Anwendungsrichtlinien erfordern ein gewisses Maß an Erfahrung, um Marktsituationen richtig einzuschätzen und sich vor größeren Verlusten zu schützen.

3.3.3 Trendkanäle

Trendlinien können zu einem Trendkanal weiterentwickelt werden. Dabei laufen zwei Linien im Chart weitgehend parallel: die ursprüngliche Trendlinie auf der einen und die sogenannte Rückkehrlinie auf der gegenüberliegenden Seite der Kurslinie. Bei einem Aufwärtstrend wird die Rückkehrlinie durch eine gestrichelte Linie dargestellt, die, ausgehend vom ersten Hochpunkt des Kurses, parallel zur ursprünglichen Trendlinie verläuft. Der gesamte Bereich zwischen diesen beiden Linien bildet den Trendkanal.¹⁰⁵ Das gleiche Prinzip funktioniert auch bei einem Abwärtstrend, wie in Abbildung 4 dargestellt.

Wie schon die einfache Trendlinie benötigt auch die Rückkehrlinie eine Bestätigung, um ihre Validität unter Beweis zu stellen. Dazu muss die Kurslinie beim nächsten Kursverlust die Rückkehrlinie erreichen und an ihr abprallen (siehe Abb. 4, Punkt 4). Kehren die Kurse im Anschluss bis zur ursprünglichen Trendlinie zurück (siehe Abb. 4, Punkt 5), so handelt es sich aller Wahrscheinlichkeit nach um einen Trendkanal. Analog zur Trendlinie, gilt auch für die Rückkehrlinie: Je öfter sie bestätigt wird und je länger sie intakt bleibt, desto signifikanter ist sie.¹⁰⁶

¹⁰⁴ Vgl. Murphy 2014, 83

¹⁰⁵ Vgl. Edwards/Magee/Bassetti 2007, 268

¹⁰⁶ Vgl. Murphy 2014, 93-95

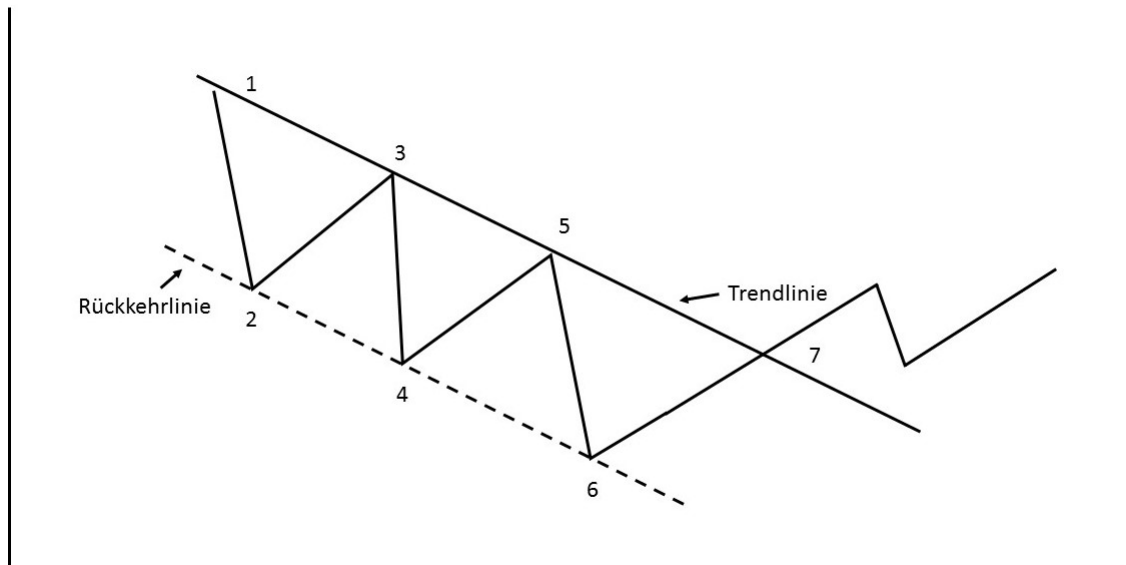


Abbildung 4: Beispiel eines Trendkanals¹⁰⁷

Investoren versuchen sich diese Kanäle nutzbar zu machen, um die daraus entstehenden Kaufs- bzw. Verkaufssignale abzulesen oder die kurzfristigen Schwankungen innerhalb der Kanäle zu traden. Außerdem liefert der Trendkanal entscheidende Hinweise zum Trendwechsel. Ein Durchbruch der primären Trendlinie (siehe Abb. 4, Punkt 7) wäre beispielsweise ein klarer Hinweis auf eine Trendumkehr und sollte genauestens beobachtet werden. Sollte der Kurs die Rückkehrlinie nicht mehr erreichen, bevor er seine Richtung wechselt, wird eine Abschwächung des Trends signalisiert. Im Gegensatz dazu bestärkt der Durchbruch der Rückkehrlinie den bestehenden Trend und weist sogar auf seine Beschleunigung hin. Somit liefert er eine gute Gelegenheit zur Aufstockung von Positionen.¹⁰⁸

Letztlich lässt sich resümieren, dass sich die Umsetzung der genannten Handelsstrategien in der Theorie weitaus trivialer gestaltet als in der Praxis. Bei einem antizyklischen Handelsansatz ohne limitiertes Risiko besteht somit die Gefahr, dass die dabei entstehenden Verluste das Kapital massiv übersteigen können.¹⁰⁹ Andererseits ist es durch etwas Übung und praktischer Erfahrung möglich, sich einen erheblichen Wissensvorteil herauszuarbeiten und durch richtiges Identifizieren und Interpretieren des Trends die richtigen Ein- bzw. Ausstiegspunkte zu finden, um Überrenditen bei gleichzeitiger Verringerung des Verlustrisikos erwirtschaften zu können.

¹⁰⁷ Eigene Darstellung

¹⁰⁸ Vgl. Murphy 2014, 95

¹⁰⁹ Vgl. Schwager 1998, 75

3.4 Chartformationen

Bei den bisherigen Betrachtungen lag der Fokus nahezu ausschließlich auf zwei der drei möglichen Richtungen des Trends, der Aufwärts- und Abwärtsbewegung des Marktes. Im Gegensatz dazu rücken nachfolgend seitwärts gerichtete Kurse in den Blickpunkt. Präziser ausgedrückt die Übergangsphase, in der ein Kurs sich weder in einem Aufwärts-, noch in einem Abwärtstrend befindet.

Im Anschluss an die trendlose Phase nimmt der Kurs unabhängig von ihrer Dauer zwangsläufig einen von zwei möglichen Zuständen ein: Trendbestätigung oder Trendumkehr.¹¹⁰ Es die Aufgabe des Analysten, eben jene Trendumkehr frühzeitig vorherzusehen, um Gewinn bringend in Trendrichtung zu handeln. Dabei eignet sich die Dow-Theorie aufgrund ihrer charakteristischen Trägheit (vgl. Kap. 3.2) kaum, um eine Trendumkehr frühzeitig vorherzusagen. Ihre Signale entstehen erst, nachdem der Wechsel abgeschlossen und der neue Trend bereits seit einiger Zeit etabliert ist. Es gibt jedoch charakteristische Chartformationen in den Seitwärtsbewegungen der Kurse, die mit hoher Wahrscheinlichkeit einen Trendwechsel nach sich ziehen. Im Prinzip handelt es sich dabei um eine Verfeinerung der Techniken des Trendkonzeptes.

Die Erkenntnis über eines dieser Muster erlaubt ihrem Anwender die Zukunft des Kurses zu prognostizieren, während der Dow-Theoretiker noch einige Zeit auf seine Signale wartet und unnötig Gewinnpotenzial verstreichen lässt.¹¹¹ Gemessen an der besonderen Bedeutung der Trendumkehr für jeden Anleger erscheint es folgerichtig, die zwei bedeutendsten Chartformationen näher zu betrachten.

3.4.1 Kopf-Schulter-Umkehrformation

Die sogenannte Kopf-Schulter-Umkehrformation ist die mit Abstand bekannteste und verlässlichste Trendumkehrformation. Abhängig vom vorherrschenden Trend setzt sie sich aus drei Kursspitzen, bei bestehendem Aufwärtstrend (obere Umkehrfunktion) oder aber aus drei Kurstälern, bei bestehendem Abwärtstrend (untere Umkehrfunktion) zusammen. Abgesehen von einigen Ausnahmen bildet eine Vielzahl der anderen Formationen lediglich Abwandlungen dieses Musters, was eine detaillierte Auseinandersetzung mit der Kopf-Schulter-Formation erfordert.

Sie bildet einen an sich abflachenden Trend ab, der sich nach einer kurzen Gleichgewichtsphase von Angebot und Nachfrage in die entgegengesetzte Richtung entwickelt. Dabei entsteht das in Abbildung 6 zu erkennende namensgebende Schulter-Kopf-Schulter-Bild der Kurslinie. Die Abbildung zeigt die Bildung von drei Spitzen oder Gipfeln, wobei der Kopf höher sein muss als die jeweilige linke oder rechte Spitze, auch Schulter genannt. Die Nackenlinie ist in der Regel eine horizontale Gerade, die durch die Verbindung der beiden Tiefpunkte zwischen Schultern und Kopf entsteht. In bestimmten Fällen kann sie auch leicht aufwärts oder abwärts geneigt sein. Bei der Formbestätigung ist

¹¹⁰ Vgl. Murphy 2014, 111

¹¹¹ Vgl. Edwards/Magee/Bassetti 2007, 55

diese Linie von großer Bedeutung. Sobald der Kurs nach dem Hochpunkt der rechten Schulter die Nackenlinie signifikant durchbricht, gilt die Formation als bestätigt, wobei Signifikanz in diesem Zusammenhang erneut durch einen Schlusskurs erreicht wird, der um einen etwa drei Prozentpunkte des Wertes der Nackenlinie in Trendrichtung abweicht. Danach kommt es meistens zu einer Gegenbewegung, bei der die Nackenlinie nun als Widerstand fungiert.¹¹² Im Falle einer unteren Umkehrfunktion, auch inverse Kopf-Schulter-Formation genannt, verhält sich der Ablauf entsprechend gegenteilig.

Da man in der Regel eine aus dem Lehrbuch beschriebene Schulter-Kopf-Formation kaum vorfindet, wie sie in Abbildung 5 dargestellt ist, sollten die Umsätze stets als weiterer Indikator für eine Trendumkehr herangezogen werden. Die Höhe der Umsätze ist dabei relativ: die genauen Umsatzzahlen spielen keine Rolle. Es interessiert lediglich, ob sie im Vergleich zu früheren Umsätzen der gleichen Aktie steigen oder fallen.¹¹³ Bei der oberen Umkehrfunktion ist der Umsatz kein kritischer Faktor. Er sollte lediglich ansteigen, während sich der neue Abwärtstrend etabliert. Im Gegensatz dazu spielt der Umsatz bei der unteren Umkehrfunktion jedoch eine viel entscheidendere Rolle, da Märkte aufgrund ihrer eigenen Trägheit fallen können. Fehlendes Kaufinteresse der Marktteilnehmer reicht demnach aus, um Kurse fallen zu lassen. Marktdruck durch Untätigkeit der Marktteilnehmer ist allerdings ausgeschlossen. Es ist stets ein Nachfrageüberschuss notwendig, um einen Markt nach oben zu drücken.¹¹⁴

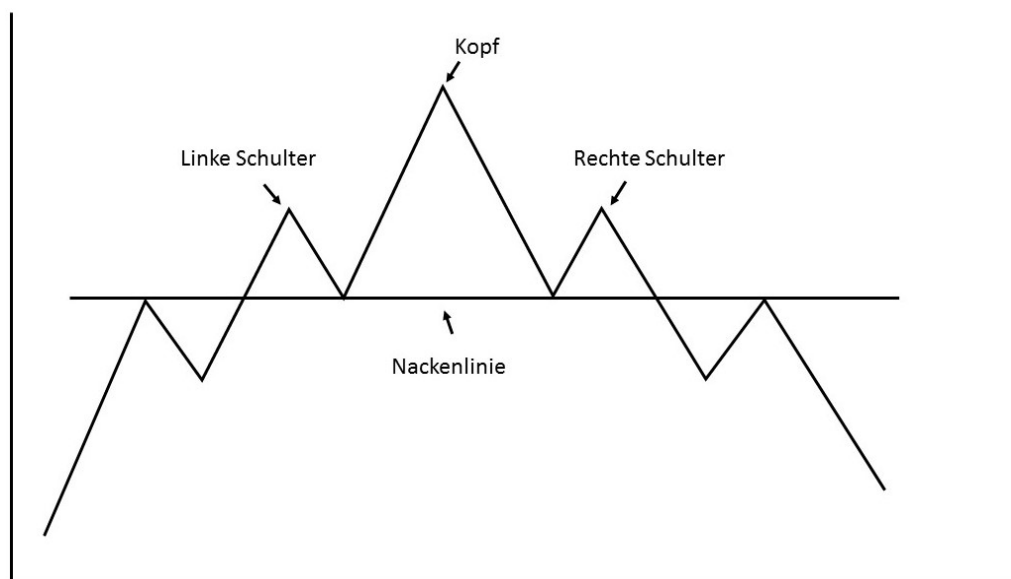


Abbildung 5: Kopf-Schulter-Formation eines abschwächenden Aufwärtstrends mit anschließender Trendumkehr.

¹¹² Vgl. Murphy 2014, 115-118

¹¹³ Vgl. Edwards/Magee/Bassetti 2007, 60

¹¹⁴ Vgl. Murphy 2014, 120-122

3.4.2 Doppelspitzen und –böden

Nach der Kopf-Schulter-Formation sind die Doppelspitzen und –böden das am häufigsten zu beobachtende Muster.¹¹⁵ Eine in Abbildung 7 dargestellte Form gestaltet sich wie folgt:

Begleitet von hohen Umsätzen, steigt eine Aktie auf ein gewisses Level (siehe Punkt 1), bevor sie einhergehend mit nachlassenden Umsätzen in ihre Korrekturbewegung übergeht (siehe Punkt 2). Mit einem Wiederanstieg des Handelsvolumens, jedoch unterhalb des Niveaus des vorhergehenden Hochpunktes steigt sie erneut bis zum nahezu selben Level (siehe Punkt 3), bevor sie ihre Richtung endgültig wechselt und damit die Trendumkehr einleitet.¹¹⁶

Analog zu nahezu allen Trendmustern, erfordern auch Doppelspitzen bzw. –böden eine Bestätigung, da die unvollständige Formation aufgrund ihres Erscheinungsbildes sehr leicht verwechselt werden kann. Sie gelten als bestätigt, sofern das Tief bei Punkt 4 die Unterstützungslinie von Punkt 2 signifikant überschreitet. Als Maß der Signifikanz kann hier erneut das Drei-Prozentpunkte-Kriterium eines Schlusskurses verwendet werden.¹¹⁷ Ein Doppelboden besitzt die gleichen Charakteristika, jedoch auf den Kopf gestellt und ausgehend von fallenden Kursen.¹¹⁸

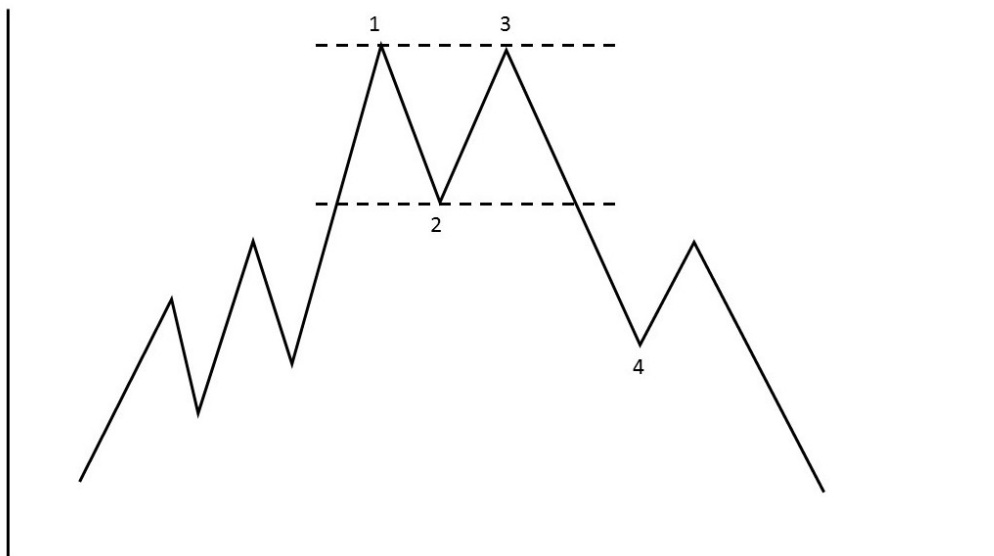


Abbildung 6: Ein bestätigtes Doppeltop¹¹⁹

¹¹⁵ Vgl. Murphy 2014, 128

¹¹⁶ Vgl. Edwards/Magee/Bassetti 2007, 138

¹¹⁷ Vgl. Murphy 2014, 132

¹¹⁸ Vgl. Edwards/Magee/Bassetti 2007, 138

¹¹⁹ Eigene Darstellung

Tatsächlich gibt es natürlich weit mehr als die hier angesprochenen Formationen. Da jede Formation jedoch eine umfassende Vorstellung erfordert und die am häufigsten zu beobachtenden Formationen die hier genannten, oder entsprechende Untervarianten bilden, wird lediglich auf deren Existenz hingewiesen. Namentlich zu nennen sind Dreifach-Spitzen und –böden, Untertassen und V-Formationen, Dreiecke, Flaggen und Wimpel und Keil-Formationen. Auf eine ausführliche Erklärung wird aus oben genannten Gründen jedoch verzichtet.

3.5 Elliot-Wellen-Theorie

Die Elliot-Wellen-Theorie (EWT) basiert auf der Arbeit des Amerikaners Ralph Nelson Elliott, der in den 1930er-Jahren nach monatelanger akribischer Analyse des US-Aktienmarktes klare Muster im Verlauf der Kurse und ihrer Korrekturen entdeckte. Seine Analyse brachte insgesamt 13 verschiedene, sich wiederholende Kursmuster hervor, die er daraufhin definierte und illustrierte. Wie bei den bereits betrachteten Modellen basiert auch diese Theorie auf der Hypothese, dass die Psychologie der Marktteilnehmer den Markt selbst zu jeder Zeit bestimmt.¹²⁰

Aufgrund des enormen Umfangs der von Elliot definierten Regeln und Richtlinien zu dieser Theorie, deren Umfang alleine ein ganzes Buch füllen kann, wird nachfolgend lediglich die Grundstruktur der EWT diskutiert. Ferner werden die elementaren Kursmuster dargestellt und deren Vor- und Nachteile diskutiert. Aufgrund der hohen Komplexität und des daraus resultierenden Aufwands, der mit dem Erlernen und Anwenden der EWT-Methode einhergeht, erscheint eine Ausführung aller technischen Details und Regeln mit Blick auf den Umfang dieser Arbeit nicht sinnvoll.

Bevor das EWT-Modell selbst zur Sprache kommt, soll zunächst das Prinzip der sogenannten „Fraktalen Selbstähnlichkeit“ vorgestellt werden. Sie bildet die Grundlage von Elliots Wellentheorie.

3.5.1 Fraktale Selbstähnlichkeit

Die fraktale Selbstähnlichkeit ist ein aus der Geometrie bekanntes Verhalten, das vor allem in der Natur sehr oft zu beobachten ist. Es bezeichnet die Eigenschaft eines Gebildes, sich in einzelne Teilstücke (Fraktale) zerlegen zu lassen, die ihrerseits wiederum dem Ursprungsgebilde ähneln.¹²¹ Bei Betrachtung Farnblattes in Abbildung 7 lässt sich erkennen, dass ein einzelnes vergrößertes Teilstück eines Blattes dem Blatt selbst, von dem es abstammt, sehr ähnelt.

¹²⁰ Vgl. Tiedje 2013, 11-14, Frost/ Prechter 2016, 23-26

¹²¹ Vgl. Meier/Borkowski 2011, 290



Abbildung 7: Fraktale Selbstähnlichkeit am Beispiel eines Farnblattes¹²²

Elliot entdeckte dieses Prinzip im Zuge seiner Recherche des US-Aktienmarktes in den Kursverläufen wider und entwickelte daraus eine Theorie zur Aktienkursprognose. Er erkannte, dass Kursverläufe in verschiedenen Zeitebenen Fraktale ihrer selbst sind, die sich jeweils wiederum aus Fraktalen gleichen Aufbaus zusammensetzen. Das Verständnis der „Fraktalen Selbstähnlichkeit“ ist zwingend notwendig zum praktischen Verständnis dieser Theorie, da es die elementare Grundstruktur erläutert, nach der sich Elliots Wellen zusammensetzen.¹²³

3.5.2 Grundmuster

Das von Elliot beschriebene Muster setzt sich aus fraktalen seiner selbst zusammen. Nach Rübsamen bedeutet dies, „dass bei Betrachtung der unterschiedlichen Zeitebenen und Wellengrade jedes Muster ein Bestandteil eines übergeordneten Musters ist. Gleichzeitig kann dieses Muster auch in ein untergeordnetes Muster, basierend auf den gleichen Regeln der Entstehung, zerlegt werden.“¹²⁴

Abbildung 8 skizziert das grundlegende, aus Antriebs- bzw. Impulsphase (① - ⑤) und Korrekturphase (Ⓐ-Ⓒ) bestehende, Muster. Die Antriebsphase ist in ihrer Grundausrichtung stets trendorientiert und besteht aus fünf Wellen. Die Wellen ①, ③ und ⑤ sind ebenfalls trendgerichtet und werden von den Wellen ② und ④ unterbrochen, da sich diese gegen den Trend bewegen und somit den Kursverlauf korrigieren.¹²⁵

Die Korrekturphase ist eine der Antriebsphase nachfolgende Kursbewegung, die sich aus den drei Wellen Ⓐ, Ⓑ und Ⓒ zusammensetzt. Ihr Eintreten beendet die fünf Wellen des vorhergehenden Antriebs. Ferner ist die Korrektur ihrer Natur entsprechend

¹²² Uni Wuppertal, www.matheprisma.uni-wuppertal.de, [Stand: 07.12.2016]

¹²³ Vgl. Rübsamen 2004, 131

¹²⁴ Ebd., 131

¹²⁵ Vgl. Frost/Prechter 2016, 26-28

stets gegen den vorherrschenden Trend gerichtet. Die Wellen ① und ③ folgen der Ausrichtung der Korrekturbewegung. Die Unterbrechung durch Welle ② kann als "Korrektur der Korrektur" angesehen werden, ist demnach gegenläufig zur Korrekturbewegung und damit trendgerichtet.¹²⁶

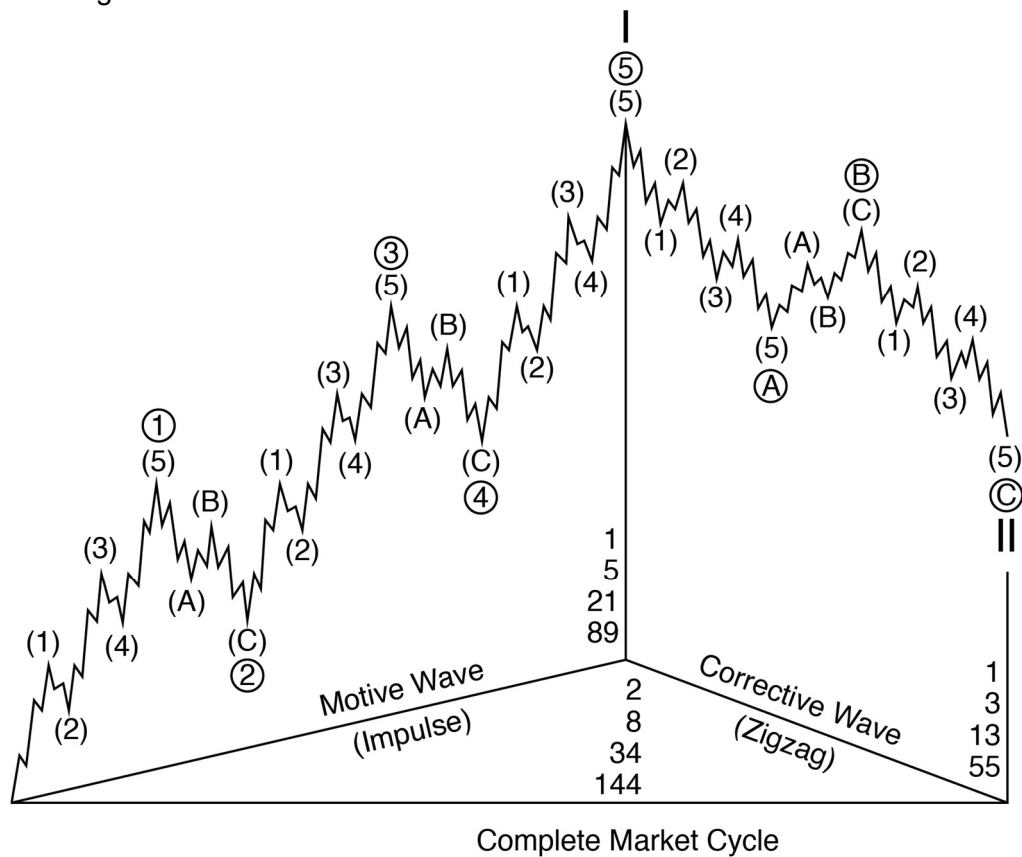


Abbildung 8: Kompletter Marktzyklus der Elliot Wellen untergliedert nach deren Rängen¹²⁷

Abbildung 8 bildet außerdem die Zusammensetzung eines kompletten Marktzyklus entsprechend der Logik der „Fraktalen Selbstähnlichkeit“ ab. Sie illustriert, wie sich jede Welle aus untergeordneten Wellen zusammensetzt, gleichzeitig aber auch Bestandteil einer übergeordneten Welle ist. Außerdem erschließt sich aus der Abbildung das Muster, nach dem die Wellen gezählt werden.

Die größte Impulswelle (I) besteht immer nur aus einer Welle. In der nächst kleineren Ebene (① - ⑤) existieren fünf Wellen und die sich wiederum aus 21 Wellen der Ebene darunter ((1) - (5) und (A) - (C)) zusammensetzen. Dasselbe Schema gilt für die Korrekturbewegung. Addiert man Impuls und Korrekturwellen, so erhält man die Anzahl der Wellen aus denen sich der komplette Marktzyklus zusammensetzt.

¹²⁶ Vgl. Tiedje 2013, 18

¹²⁷ Frost/Prechter 2016, 30

3.5.3 Variationen von Korrekturen

Aufgrund des Widerstandes, der zwischen beiden Kursebenen aufgrund der in Kapitel 3.5.2 erläuterten gegensätzlichen Ausrichtung der Korrektur zum vorherrschenden Trend entsteht, scheinen sich die Korrekturwellen an keine uniforme Struktur zu halten. Dies führt dazu, dass Korrekturwellen stets schwieriger zu erkennen sind als Impulswellen, da sie sich zu mehreren Mustern entwickeln können.¹²⁸ Die in Klammern genannte Zahlenabfolge beschreibt jeweils die Anzahl der Wellen, aus denen jede der drei Bewegungen besteht. Eine 3-5-3 Kombination bedeutet also, dass die erste Welle aus drei Unterwellen besteht, die zweite Welle aus fünf und die dritte Welle wiederum aus drei Wellen.

Der Verständlichkeit halber wurden alle nachfolgenden Aussagen auf einen bestehenden Aufwärtstrend bezogen und gelten in umgekehrter Form ebenfalls für einen Abwärtstrend.

1) Zigzag (5-3-5)

Die in Abbildung 9 dargestellte dreiteilige Zigzag-Formation korrigiert den vorausgehenden Impuls. Die Teilwellen werden mit den Buchstaben A, B und C benannt. Wie sich aus der „(5-3-5)“ Bezeichnung bereits ablesen lässt, sind die Wellen A und C aus 5 untergeordneten Impulsen aufgebaut; Welle B hingegen ist eine Gegenbewegung zu dem in der Korrektur verlaufenden Trend und besteht aus drei Teilen. Die Korrekturbewegung endet gewöhnlich weit jenseits des Ausgangspunktes A.¹²⁹

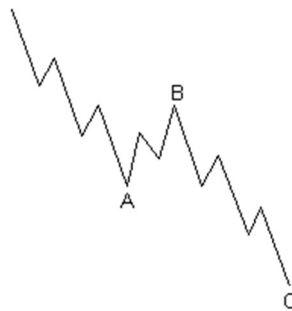


Abbildung 9: 5-3-5 Sequenz der Zigzag-Korrektur¹³⁰

¹²⁸ Vgl. Frost/Prechter 2016, 53

¹²⁹ Vgl. ebd., 55-59

¹³⁰ Ebd., 55

2) Flat (3-3-5)

Die Flat-Korrektur, wie das Beispiel in Abbildung 10 zeigt, hat im Gegensatz zur Sequenz der Zigzag-Korrektur ein 3-3-5 Muster. Auch hier werden die jeweiligen Wellen mit A, B und C benannt. Da die dreiteilige Welle A nicht genügend Abwärtsdruck erzeugen kann, kommt die zweite dreiteilige Welle B sehr nahe an das Hoch der vorausgegangenen Welle A heran. Dies kann als Zeichen eines starken Haupttrends angesehen werden. Infolgedessen entwickelt auch die fünfteilige Welle C keinen sehr großen Druck gegen den Haupttrend und die Korrektur endet gewöhnlich sehr nahe dem Ausgangspunkt A.¹³¹

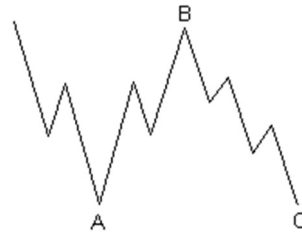


Abbildung 10: 3-3-5 Schema einer Flat-Korrektur¹³²

Die Arbeit von Elliott, für das Verhalten von Aktienkursen zum Teil sehr präzise Gesetzmäßigkeiten zu formulieren, ist zweifelsohne eine bemerkenswerte Leistung. Doch gerade für Anfänger oder Privatanleger ohne die nötige Zeit oder Motivation, sich neben Ihrem Alltag mehrere Monate bis Jahre intensiv mit Elliots Wellen auseinanderzusetzen, empfiehlt sich diese Methode absolut nicht. Der angegebene Zeitraum ist jedoch realistisch, um die Theorie in ihrer Gesamtheit zu erlernen und richtig anwenden zu können.

Dies soll jedoch keineswegs die Funktionsfähigkeit dieser Methode in Frage stellen, die von ihren geübten Anwendern speziell wegen des erstaunlich guten Verhältnisses von Chancen und Risiken gelobt wird.¹³³ Ganz im Gegenteil: Es ist sicherlich auch für alle anderen Methoden der technischen Analyse und vor allem für den Ausbau des eigenen Marktverständnisses extrem förderlich, das Prinzip dieser Theorie verstanden zu haben.

Vielmehr ist es schlicht der Umfang, die Komplexität und der damit verbundene Zeitaufwand, der nötig ist, um alle Regeln und Richtlinien wirklich zu verinnerlichen, um in der Folge korrekte Wellenzählungen vorzunehmen. Der große Auslegungsspielraum, der sich trotz aller Regeln ergibt, spricht ebenso definitiv gegen eine Anwendung der Methode für Nichtfachleute.

¹³¹ Vgl. Frost/Prechter 2016, 59-64

¹³² Ebd., 60

¹³³ Vgl. Tiedje 2013, 13

3.6 Markttechnik

Wie bereits am Anfang des Kapitels angesprochen, besteht die Technische Analyse aus zwei Segmenten: der Charttechnik und der Markttechnik.

Während die Charttechnik ausschließlich die Kurscharts von Aktien, Anleihen, Währungen oder Rohstoffen analysiert, bezieht die Markttechnik weitere Faktoren mit ein. „Nicht der Kursverlauf selbst ist Gegenstand der Betrachtung im eigentlichen Sinne, sondern es wird versucht, Informationen, die bei dessen Beobachtung ins Auge fallen würden, mit Hilfe mathematischer Methoden herauszufiltern.“¹³⁴ Die in den Charts enthaltenen Informationen, wie Kurs und Volumen, bilden also die Grundlage für alle weiterführenden Berechnungen der Markttechnik. Aus diesen Daten werden so genannte Indikatoren errechnet, die dem Anwender klare Kauf- und Verkaufssignale aufzeigen sollen und häufig auf gleitenden Durchschnitten basieren. Dadurch ermöglicht sich die Berechnung verschiedenster Indikatoren, deren Variablen sich nahezu beliebig austauschen lassen. Infolgedessen entsteht zwar eine Masse, bei der jeder Anleger einen für ihn passenden Indikator finden sollte. Jedoch scheint es, als würde dafür die Quantität der Qualität vorgezogen.¹³⁵

Im Gegensatz zur Charttechnik, deren Erkenntnisse größtenteils vom Betrachter abhängen und somit einen sehr subjektiven Charakter haben, werden markttechnische Indikatoren aus mathematischen Formeln generiert. Somit hebt sich die Markttechnik klar durch Ihre Objektivität und durch die Möglichkeit, sie elektronisch berechnen zu lassen, von der Charttechnik ab.¹³⁶

Man kann Indikatoren in zwei Gruppen unterteilen, den Trendfolgern und den Oszillatoren.¹³⁷

Trendfolger eignen sich sehr gut, um einen Trend langfristig zu traden. Gleichzeitig fehlt es ihnen jedoch in Trendumkehrsituationen an der nötigen Schnelligkeit, denn ihre Signale entstehen erst zu spät. Außerdem neigen sie dazu, in Seitwärtsphasen falsche Ergebnisse zu signalisieren. Der verbreitetste und wichtigste Indikator der Trendfolger ist der gleitende Durchschnitt. Sein Graph bildet ein arithmetisches Mittel der gewählten Datenmenge. Dabei können unterschiedliche Einheiten für Zeitraum (10 Tage, 100 Tage, 200 Tage, etc.) und Kurs (Schlusskurs, Eröffnungskurs, Durchschnittskurs, etc.) gewählt werden.¹³⁸

Bei den Oszillatoren steht eher der Zeitpunkt, an dem der Trade gestartet oder geschlossen werden soll, im Vordergrund. Da Signale eines abschwächenden Trends schon entstehen können, bevor dies an den Kursen abzulesen ist, eignet er sich besonders, um den Markteinstieg oder -ausstieg zu timen. Vor allem in Märkten, die sich in

¹³⁴ Schittler/Michalky 2008, 496

¹³⁵ Vgl. ebd., 497

¹³⁶ Vgl. Murphy 2014, 201

¹³⁷ Vgl. Schittler/Michalky 2008, 497-499

¹³⁸ Vgl. Murphy 2014, 201-204

einer trendlosen Phase befinden, sind die Oszillatoren von großem Wert, da andere Indikatoren in diesem Umfeld nicht funktionieren.¹³⁹ Einer der bekanntesten Oszillatoren ist das Momentum. Es wird verwendet, um die Geschwindigkeit von Trends zu ermitteln. Durch eine einfache Subtraktion des aktuellen Schlusskurses von einem früheren Schlusskurs kann das Momentum bestimmt werden. Dabei spielt die ausgewählte Zeitperiode keine Rolle (meist jedoch 10 oder 25 Tage): einzig ihre Konstanz ist entscheidend. Für einen gewählten Zeitraum von einer Woche, wird demnach jeden Tag der aktuelle Schlusskurs von dem einer Woche zuvor aktuellen Schlusskurs subtrahiert. Steigt die Differenz, nimmt das Momentum zu und der Trend gewinnt an Fahrt. Bei abnehmender Differenz verlangsamt sich der Trend.¹⁴⁰

Zusammenfassend lässt sich erkennen, dass sich die Vorteile der Markttechnik mit den Schwächen der Chartanalyse, speziell in Sachen Subjektivität und fehlender Reproduzierbarkeit eines Ergebnisses, gut ergänzen. Im Gegensatz zur Charttechnik, kann die Markttechnik jedoch nicht für sich alleine stehen und ist daher eher als eine Erweiterung der Chartanalyse anzusehen. Da es jedoch unzählige Varianten verschiedenster Indikatoren und Oszillatoren gibt, sollte man sich stets bewusst sein, welche Aussagekraft der verwendete Indikator hat und was der Grund für eine Veränderung ist. Weiterhin sollten wichtige Investitionsentscheidungen niemals aufgrund eines einzelnen Indikatorsignals entstehen. Vielmehr sollte sich dieses harmonisch in das Gesamtbild einfügen und somit andere Signale bestätigen oder von anderen Signalen bestätigt werden. In jedem Fall empfiehlt sich die Verknüpfung beider Techniken zur Entscheidungsfindung. Einerseits werden einige Schwächen der Chartanalyse ausgeglichen, andererseits basiert die Entscheidung so auf mehreren Indikatoren und Signalen, was vor eventuellen Verlusten zwar nicht schützen kann, aber das Risiko einer Fehlinvestition deutlich verringert.

¹³⁹ Vgl. Murphy 2014, 227

¹⁴⁰ Vgl. Schittler/Michalky 2008, 535-537

4 Fundamentalanalyse

Die fundamentale Bewertung einer Investition befasst sich im Gegensatz zur technischen mit rein qualitativen Werten. „Fundamental‘ bedeutet dabei nichts anderes, als eine Sache ‚aus den grundlegenden wirtschaftlichen Zusammenhängen heraus zu betrachten.“¹⁴¹ Die volks- und betriebswirtschaftlichen Daten eines Unternehmens stehen dabei klar im Vordergrund, denn daraus errechnet sich der fundamentale Wert einer Unternehmung.¹⁴² Es wird von einem korrelativen Zusammenhang zwischen nicht beeinflussbaren Außeneinflüssen und den Unternehmensergebnissen ausgegangen. Beeinträchtigende Außeneinflüsse werden etwa durch Politik, Konjunktur und Währungsschwankungen erzeugt. Die relevante Datenmenge setzt sich demnach aus einer Kombination wirtschaftlicher Unternehmensdaten mit sowohl politischen oder sozialen, als auch volkswirtschaftlichen Umfeldfaktoren zusammen.¹⁴³

Anders als bei der technischen Analyse, deren Berechnungsgrundlagen stets problemlos in Echtzeit abrufbar sind, gestaltet sich die Informationsrecherche bei der Fundamentalanalyse etwas schwieriger. Geschäftsberichte, Ergebnisprognosen und somit auch die daraus errechneten Kennzahlen liegen in der Regel nur Quartalsweise vor. Zudem sind sie meist erst nach einer gewissen Zeit öffentlich zugänglich. Aus eben genannten Gründen eignet sich die fundamentale Analyse kaum für kurzfristige Prognosen. Das geplante Investment sollte daher einen langfristigen Ansatz verfolgen.¹⁴⁴

Ziel der Analyse ist die Berechnung des sogenannten inneren Wertes. Er soll einen grundlegenden, in Hinsicht auf wirtschaftliche Daten als fair eingestuften Unternehmenswert darstellen. Im Gegensatz dazu steht die Marktkapitalisierung, die sich aus dem Wert der aktuellen Aktienkurse ableitet. Beide Werte sind jedoch klar voneinander abzugrenzen, da ihre Werte nicht zwangsläufig übereinstimmen. Graham und Dodd, zwei Pioniere der Fundamentalanalyse erkannten dies schon in den 1930er Jahren und schrieben folgendes:

„We must recognize, however, that intrinsic value is an elusive concept. In general terms it is understood to be that value which is justified by the facts, e.g., the assets, earnings, dividends, definite prospects, as distinct, let us say, from market quotations established by artificial manipulation or distorted by psychological excesses. But it is a great mistake to imagine that intrinsic value is as definite and as determinable as is the market price.“¹⁴⁵

Für jedes börsennotierte Unternehmen existieren somit ein anhand von wirtschaftlichen Fakten errechneter, theoretischer Wert, der so genannte innere Wert, und ein vom Angebot und Nachfrage im Markt erzeugter Börsenwert, der die Außenbetrachtung des Unternehmens einschließt. Durch einen Vergleich beider Werte lässt sich ablesen, ob ein Unternehmen zum Berechnungszeitpunkt unterbewertet, angemessen bewertet oder

¹⁴¹ Priermeier 2006, 9

¹⁴² Vgl. ebd., 8

¹⁴³ Vgl. Geyer/Uttner 2007, 229-230

¹⁴⁴ Vgl. Priermeier 2006, 9

¹⁴⁵ Graham/Le Dodd 2009, 64

überbewertet ist. Im Falle einer Unterbewertung ist der innere Wert des Unternehmens höher, als der zu dem es aktuell an der Börse gehandelt wird. Ist der Börsenwert höher als der fundamentale, gilt es als überbewertet. Stimmen beide Werte überein spricht man von einer angemessenen Bewertung.

Es wird davon ausgegangen, dass sich ein Börsenwert stets in etwa auf den fundamentalen Wert des Unternehmens einpendeln wird. Folglich ist es das Ziel eines Fundamentalisten, unterbewertete Aktien in sein Portfolio aufzunehmen und überbewertete abzustößen.¹⁴⁶

4.1 Top-Down-Ansatz vs. Bottom-Up-Ansatz

Der Analyseprozess der fundamentalen Unternehmensbewertung besteht jeweils aus drei Schritten. Er unterteilt sich in folgende Gebiete:¹⁴⁷

- Globalanalyse
- Branchenanalyse
- Unternehmensanalyse

Bevor jedoch mit dem Analyseprozess begonnen werden kann, sollte zunächst das Schema des Ablaufes festgelegt werden. Dabei wird zwischen zwei verschiedenen Ansätzen unterschieden: dem Bottom-Up- und dem Top-Down-Ansatz. Abbildung 11 verdeutlicht, dass beide Ansätze alle drei Analyseschritte beinhalten und sich lediglich in der durchgeführten Reihenfolge unterscheiden.

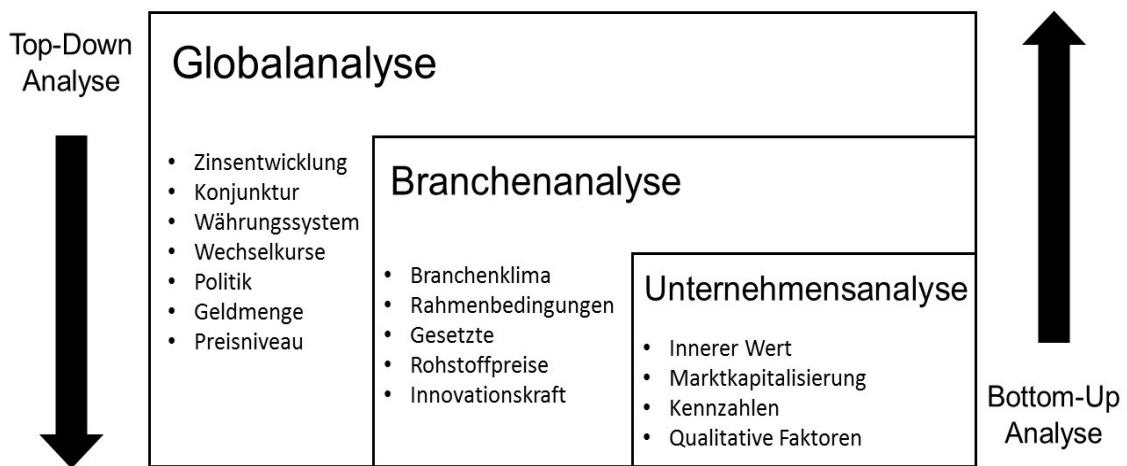


Abbildung 11: Analyseschritte der Top-Down- und der Bottom-Up-Analyse¹⁴⁸

¹⁴⁶ Vgl. Geyer/Uttner 2007, 230

¹⁴⁷ Vgl. Priermeier 2006, 11

¹⁴⁸ Eigene Darstellung

4.1.1 Top-Down-Ansatz

Der Top-Down-Ansatz ist einer der zwei grundlegenden Methoden der fundamentalen Einzelwertanalyse. Wie in Abbildung 11 zu sehen, wird in dieser Methode von „oben nach unten“ analysiert. Dies bezieht sich auf die Untersuchungsreihenfolge der jeweiligen Betrachtungsebenen, die von umfassend hin zu spezifisch untersucht werden. Bevor einzelne Unternehmen relevant werden, wird zunächst das globale Umfeld anhand der makroökonomischen Rahmenbedingungen analysiert. Branchen- und unternehmensunabhängige Faktoren, wie der allgemeine Konjunkturverlauf oder das Zinsniveau, werden dabei untersucht.

Die gewonnenen Informationen geben dem Analysten Aufschluss über das allgemeine Umfeld, in dem ein Unternehmen agiert. Anschließend findet eine Ebene darunter eine branchenspezifische Analyse statt. Mit Blick auf die Chancen und Risiken der einzelnen Branchen sollen alle uninteressanten Sektoren ausgesiebt und alle für den Investor lukrativen Branchen lokalisiert werden. Sobald sich die interessantesten Branchen herauskristallisiert haben, kann mit der Auswahl einzelner Unternehmen daraus begonnen werden.¹⁴⁹

Der Top-Down-Ansatz geht also davon aus, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in hoher Korrelation zur Aktienkursentwicklung eines Unternehmens steht. Folgerichtig würde ein Investor, der nach dem Top-Down-Ansatz investiert, eine unterbewertete Aktie von Unternehmen nicht kaufen, sofern die globale Wirtschaftslage und die Entwicklung der spezifischen Branche dagegen sprechen.¹⁵⁰

4.1.2 Bottom-Up-Ansatz

Der Bottom-Up-Ansatz ist die zweite grundlegende Vorgehensweise der fundamentalen Einzelwertanalyse. Abbildung 11 zeigt seinen namensgebenden Ablauf von „unten nach oben“. Im Gegensatz zum Top-Down-Ansatz werden Wirtschafts- und Branchenumfeld zunächst komplett außer Acht gelassen. Zunächst werden Unternehmen gesucht, die anhand von verschiedenen Kennzahlen und Analysemethoden als ertragsmäßig interessant eingestuft werden.

Dazu müssen vorab die wichtigsten Analyse Kriterien festgelegt werden, wie zum Beispiel der Umsatz des Unternehmens, das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite. Selbstverständlich sind alle Kriterien frei zu wählen. Ihre Auswahl sollte jedoch stets stringent und zur übergeordneten Anlagestrategie kompatibel gewählt werden. Je nach Art und Spezifikation der verwendeten Kriterien werden mehr oder weniger Unternehmen diese Kriterien erfüllen. Wurden die „Richtigen“ identifiziert, wird gekauft, ohne dabei Rücksicht auf die allgemeine Lage der Wirtschaft, der Börse selbst oder der spezifischen Branche zu nehmen.¹⁵¹

¹⁴⁹ Vgl. Priermeier 2006, 11-14, Schittler/Michalky 2008, 120

¹⁵⁰ Vgl. Schittler/Michalky 2008, 183-184

¹⁵¹ Vgl. ebd., 184

Der Bottom-Up-Ansatz geht somit davon aus, dass ein Unternehmen mit erfahrener Management, zukunftssträchtigen Geschäftsmodell und effizienten Strukturen auch einem schlechten konjunkturellen Umfeld trotzen wird. Gleichzeitig wird ein Unternehmen ohne die genannten strukturellen Stärken auch in einer wirtschaftlichen Aufschwungsphase nicht erfolgreich sein.¹⁵²

Insgesamt ist zu erkennen, dass beide Ansätze Schwächen aufweisen, weshalb eine strikte Festlegung auf einen der beiden Ansätze wenig sinnvoll erscheint. Der Bottom-Up-Ansatz ist in seiner Ausführung deutlich komplexer und zeitintensiver. Dafür erscheint die Titelauswahl funktionaler, da durch Analyse der Unternehmen selbst eine Investition in ein „schwarzes Schaf“ einer vielversprechenden Branche vermieden wird.¹⁵³ Andererseits kann nicht erwartet werden, dass ein grundsolides Unternehmen in Krisenzeiten gegen auftretende Kursfälle komplett resistent ist. Jeder Anleger sollte stets selbst erkennen, in welcher Konjunkturphase (siehe Globalanalyse) sich die Wirtschaft momentan befindet und seine Handlungen darauf abstimmen.

Letztlich ist es auch eine Überzeugungssache, welche Auslegung des Zusammenspiels der untersuchten Wirkungsebenen für ihn persönlich am überzeugendsten ist. Somit ist es nicht möglich, eine allgemeingültige Antwort zu geben, welche Methode besser oder schlechter ist. Vielmehr sollte die primäre Analyserichtung passend zu Überzeugung und grundlegender Anlagestrategie gewählt werden. Eine Gegendarstellung der anderen Methode bzw. das Einbinden einzelner Elemente dieser in den Entscheidungsfindungsprozess ist dabei stets zu empfehlen.

Die Vorstellung der Analysemethoden hält sich in dem folgenden Kapitel an den Aufbau der Top-Down-Analyse. Dies ist eine reine Formalität und stellt keinerlei Wertung des Ablaufes dar.

4.2 Globalanalyse

In der Globalanalyse wird die internationale sowie die nationale Wirtschaftslage analysiert und deren Zukunft prognostiziert. Präziser untersucht sie die Makroökonomie und will kursverändernde Einflussfaktoren ausfindig machen.¹⁵⁴ Neben anderen Faktoren spielen vor allem folgende Parameter eine zentrale Rolle: Zinsentwicklung, Konjunktur, Währungssystem, Wechselkurse und Politik.¹⁵⁵

4.2.1 Zinsentwicklung

Der wesentliche Einfluss der Zinsen auf die Kursentwicklung an der Börse wurde bereits in Kapitel 2 erläutert. In der Theorie sollten niedrige Zinsen ein Aufblühen der Konjunktur herbeirufen, was im Umkehrschluss steigende Kurse zur Folge hat.

¹⁵² Vgl. Priermeier 2006, 15

¹⁵³ Vgl. Schittler/Michalky 2008, 184

¹⁵⁴ Vgl. ebd., 267-268, Kitzmann 2009, 67

¹⁵⁵ Vgl. Blanchard/Illing 2009, 741-744

Ein hohes Zinsniveau bewirkt hingegen häufig ein Absinken der Kurse, da Unternehmen steigende Kosten zur Kreditaufnahme bewältigen müssen, was Gewinne schmälert und die Kurse sinken lässt. Jedoch spiegelt diese Aussage nur eine grundsätzliche Tendenz wider und Ausnahmen bestätigen die Regel.¹⁵⁶

4.2.2 Konjunktur

Die Konjunkturaussichten beeinflussen die Entwicklung der Aktienkurse besonders stark. Die Konjunktur beschreibt die „mehr oder weniger regelmäßigen Schwankungen aller gesamtwirtschaftlichen Größen, wie z.B. Produktion, Beschäftigung und Preise.“¹⁵⁷

Jeder Anleger sollte stets versuchen zu erkennen, in welcher der Phasen sich die Wirtschaft befindet. Dabei unterscheidet man zwischen den in Abbildung 12 dargestellten Phasen der Konjunktur.

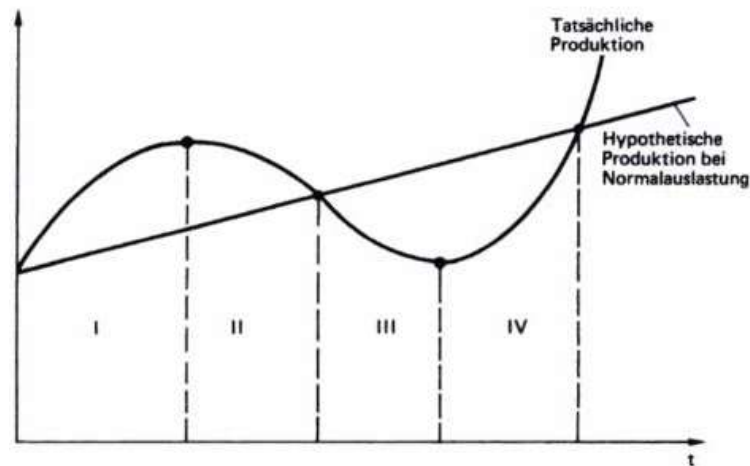


Abbildung 12: Konjunkturphasen¹⁵⁸

Phase I, der Boom, ist der eigentliche Höhepunkt des kompletten Zyklus. Die starke Nachfrage führt zu hoher Beschäftigung: der Wirtschaft geht es gut. Eine Marktsättigung beendet die Hochphase und führt zu Phase II, dem Konjunkturabschwung. In ihr geht das Wachstum der Wirtschaft zu Ende: Produktion und die Unternehmensgewinne sinken. Der anhaltende Abschwung führt zu Phase III, der Rezession, in der die Arbeitslosigkeit steigt, die Produktion fällt und sich die Wirtschaft dem Tiefpunkt nähert. Wurde der Tiefpunkt überschritten, beginnt mit Phase IV die Erholung. Es beginnt ein neuer

¹⁵⁶ Vgl. Kitzmann 2009, 72

¹⁵⁷ Gabler Wirtschaftslexikon, www.wirtschaftslexikon.gabler.de, [Stand:15.12.2016]

¹⁵⁸ Cezanne 2005, 468

Aufschwung der Konjunktur, Produktion und Beschäftigung nehmen erneut zu. Der Kreislauf der Wirtschaft beginnt von vorne.¹⁵⁹

4.2.3 Währungssystem und Wechselkurse

Auch das Weltwährungssystem beeinflusst die Kurse deutlich. Einerseits wird weltweiter Konkurrenzdruck erzeugt, andererseits zwischenstaatliche Kooperationen gefördert. Sich ändernde Wechselkurse an den Devisenmärkten beeinflussen Lohnkosten international agierender Unternehmen, was wiederum Einfluss auf Standortentscheidungen haben kann. Weiterhin werden sowohl Preise von Export- also auch von Importgütern verändert, was je nach Veränderungsrichtung und Branche deutliche Gewinne oder Einbußen nach sich ziehen kann.¹⁶⁰

4.2.4 Politik

Im Gegensatz zu den bisher genannten wirtschaftlichen Einflüssen spielt auch die Politik eine bedeutende Rolle. Faktoren wie ein Machtwechsel in einem Land, marktregulierende Gesetze oder außenpolitische Entscheidungen können Schwankungen hervorrufen. Aber auch mehr psychologische Einflüsse, wie die Angst vor einem Krieg, fehlendes Vertrauen in die Politik der Regierung, Korruption oder Entwicklungshilfen beeinflussen die Wirtschaft in allen Ländern nachhaltig und beeinflussen somit ebenfalls die Kurse an der Börse.¹⁶¹

4.3 Branchenanalyse

Die Branchenanalyse verfolgt im Prinzip die gleichen Ziele wie die Globalanalyse, nur auf Branchenebene. Es werden unterschiedliche Branchen untersucht, um diejenigen herauszufiltern, die im Vergleich zum Gesamtmarkt überdurchschnittlich wachsen könnten.¹⁶² Es sollen Vor- und Nachteile der Branche analysiert werden und deren Wachstumsaussichten anhand von wirtschaftlichen Daten bestimmt werden. Sinken beispielsweise die Rohstoffpreise, die zur Produktion der Branchengüter verwendet werden oder die Nachfrage steigt durch neue Innovationen, hat eine Branche gute Aussichten.¹⁶³ Die dafür notwendige Recherche kann sich sehr umständlich gestalten, da es relativ zeitaufwändig ist, alle zur Analyse nötigen Unterlagen zu sammeln. Jedoch geht es bei der Fundamentalanalyse darum, langfristige Entwicklungen zu antizipieren, um

¹⁵⁹ Vgl. Cezanne 2005, 464-469

¹⁶⁰ Vgl. Kitzmann 2009, 72

¹⁶¹ Vgl. ebd., 67

¹⁶² Vgl. Obst/Hintner 2000, 861-862,

¹⁶³ Vgl. Schwanfelder 2008, 134

sich für einen längeren Zeitraum strategisch im Markt zu positionieren. Außerdem können dabei gewonnene Informationen im weiteren Verlauf der Analyse nochmals nützlich werden, nämlich um einzelne Unternehmen mit dem Branchendurchschnitt oder dem Branchenführer zu vergleichen.¹⁶⁴ Der Vergangenheitsbezug aller in den Zahlen enthaltener Informationen ist dennoch stets zu beachten. Es ist zwar durchaus möglich, anhand der vergangenen Entwicklung die Zukunft zu prognostizieren. Die Aussagekraft der Prognose ist aber rein spekulativ und immer risikobehaftet.¹⁶⁵

Außerdem ist es nicht zu empfehlen, alle Branchen im Universalverfahren anhand gleichbleibender Kriterien miteinander zu vergleichen. Vielmehr sollten die Branchen zunächst anhand ihrer unterschiedlichen Eigenschaften kategorisiert werden. Dabei wird zwischen vier grundsätzlichen Typen unterschieden: Wachstumsbranchen, zyklische Branchen, defensive Branchen und schrumpfende Branchen.

Wachstumsbranchen zeichnen sich durch den anhaltenden Nachfragezuwachs ihrer Produkte aus. Grundsätzlich ist die hohe Nachfrage ein sehr positives Signal und vermittelt Sicherheit für die Zukunft. Andererseits sind Aktien dieser Branchen normalerweise sehr teuer und weisen überdurchschnittliche KGV's – mehr dazu im Kapitel Kennzahlen – auf. Unternehmen aus den Sektoren Internet, alternative Energien und Bio- und Nanotechnologie sind als Beispiele hierfür zu nennen.

Zyklische Branchen hingegen sind sehr stark von der Konjunkturlage abhängig. Befindet sie sich in einer Hochphase, so steigen die Unternehmensgewinne und -umsätze normalerweise an. Schwächt sie sich jedoch ab, sinken in der Folge meistens auch Umsätze und Gewinne. Geschäftsmodelle einer zyklischen Branche haben etwa Unternehmen aus der Rohstoff- oder Chemieindustrie.

Charakteristisch für Unternehmen aus defensiven Sektoren ist ihre Beständigkeit bei allgemein schwacher Konjunktur. Da sie Produkte des täglichen Gebrauchs wie Medikament oder Lebensmittel herstellen, trotzen sie diesen Phasen und ihre Aktien werden in der Krise vermehrt nachgefragt.

Unternehmen der schrumpfenden Branchen, wie der Textilindustrie oder Festnetztelefonie, sehen sich immer stärkerem Wettbewerb ausgesetzt, da ihr Markt mehr und mehr zu schrumpfen beginnt, was einen Verdrängungskampf zur Folge hat.¹⁶⁶

4.4 Unternehmensanalyse

Nach Betrachtung der Global- und Branchenanalyse, der sogenannten Fundamentalanalyse im weiteren Sinn, behandelt dieses Kapitel die Bewertung eines Unternehmens selbst. Dabei wird zwischen quantitativen und qualitativen Faktoren unterschieden.¹⁶⁷ Quantitative Faktoren bestehen hauptsächlich aus betriebswirtschaft-

¹⁶⁴ Vgl. Schittler/Michalky 2008, 268

¹⁶⁵ Vgl. Schwanfelder 2008, 136

¹⁶⁶ Vgl. Schittler/Michalky 2008, 268-269

¹⁶⁷ Vgl. Priermeier 2006, 12

lichen Größen, wie Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnung, Kosten, Steuern, Planzahlen für die künftigen Entwicklungen oder aus diesen Faktoren errechneten Kennzahlen. Im Gegensatz dazu beinhalten die qualitativen Faktoren immaterielle Größen, wie Erfahrung des Managements, technisches Know-how, Auftragslage oder die Produktpalette.¹⁶⁸ Da die Beurteilung der qualitativen Faktoren sehr subjektiv ist, beschäftigt sich dieses Kapitel hauptsächlich mit den quantitativen Faktoren.

Um die Rentabilität einer Investition in die Kapitalmärkte abzuwägen, interessieren stets drei Faktoren: der Preis, der Wert und die Entwicklung.

Der Preis erschließt sich logischerweise aus dem aktuellen Aktienkurs. In Hinblick auf die "richtige" Methode der Wertermittlung scheiden sich jedoch die Geister. Es existieren zwei Verfahrenstypen, anhand derer sich der Wert eines Unternehmens und damit in der Folge auch der ihrer Aktien bewerten lässt: Substanzwertmodelle und Ertragswertmodelle.

Substanzwertmodelle

Substanzwertmodelle sind sehr statische Berechnungsmodelle, die ein Unternehmen danach bewerten, was es aktuell besitzt. Diese Methode stellt alle Vermögenswerte allen Schulden gegenüber. Stromgrößen, wie Erträge und Gewinne und jegliche Prognosewerte werden dabei jedoch gänzlich vernachlässigt. Dies führt speziell bei Unternehmen mit erheblichen immateriellen Vermögensgegenständen zu großen Problemen, da sich kein mathematisch eindeutiger Wert einer Lizenz, eines Rechts oder einer Marke berechnen lässt. Aufgrund dessen werden reine Substanzwertberechnungen auch in der Regel nicht an den Kapitalmärkten verwendet. Ihre Berechnung findet meist nur statt, um zusätzliche Informationen zu erlangen.¹⁶⁹

Ertragswertmodelle

Im Gegensatz dazu beschäftigen sich Ertragswertmodelle fast ausschließlich mit den aktuellen und zukünftigen Erträgen eines Unternehmens. Dieser Ansatz vertritt die Ansicht, dass der Wert eines Unternehmens sich aus der Summe der zukünftig erwirtschafteten Erträge zusammensetzt. Anhand der aktuellen Ertragssituation wird ein bestimmter Faktor ermittelt, der das Wachstum der nächsten Jahre in die Berechnung miteinfließen lässt. Die in der Zukunft zu erwirtschaftenden Erträge haben jedoch einen geringeren Wert, als aktuelle. Deshalb werden zukünftige Erträge auf den Betrachtungszeitraum abgezinst. Dafür wird folgende Formel verwendet:

$$\text{Barwert } t_0 = \text{Zahlung zum Zeitpunkt } t_n / (1 + r)^n$$

Dabei bezeichnet T_0 den Tag der Berechnung, n ist die Anzahl der Perioden und r der Zinssatz, zu dem abgezinst werden soll.

¹⁶⁸ Vgl. Lindmayer/Dietz 2016, 124

¹⁶⁹ Vgl. Priermeier 2006, 18-19

Anders als Substanzwertmodelle werden Ertragswertmodelle in der Praxis sehr häufig genutzt. Die Tatsache, dass ein Großteil der praxisrelevanten Kennzahlen dieselben Prinzipie befolgt, bekräftigt diese These. Dennoch ist auch die Ertragswertmethode nicht frei von Kritik. Vor allem die Unsicherheit bei der Prognose der künftigen Erträge, die eine zentrale Rolle am Endergebnis hat, ist als Schwäche zu nennen.¹⁷⁰

Das dritte, noch offene Kriterium, die geplante Entwicklung, lässt sich niemals sicher prognostizieren. Es ist lediglich möglich, anhand einer Analyse der aktuellen und der vergangenen Situation eines Unternehmens entsprechende Prognosen abzugeben. Je öfter diese Prognose durch andere, davon unabhängigen Analysen bestätigt wird, desto eher kann von ihrer Richtigkeit ausgegangen werden. Jedoch ist die Zukunft stets ungewiss und ein gewisses Grundrisiko ist allgegenwärtig.

Da ein Großteil der Informationen, aus denen sich eine Analyse zusammensetzt, aus der Bilanz stammen, stellt die Bilanzanalyse einen sehr wichtigen Teil der Unternehmensanalyse dar.¹⁷¹ Bilanzanalyse bezeichnet die Untersuchung der Bilanz, der Gewinn-und-Verlust-Rechnung und des Geschäftsberichts, um einen Überblick über die finanzielle Lage eines Unternehmens zu erhalten.¹⁷² Graham und Dodd, zwei Pioniere der Fundamentalanalyse, erkannten in ihrem Werk „Security Analysis“ schon 1934 die Bedeutung der Bilanz zur Beurteilung eines Unternehmens. Die Bilanzanalyse fokussiert sich auf die Einschätzung der Rentabilität, der monetären Struktur und des finanziellen Gleichgewichts eines Unternehmens. Außerdem eignet sie sich gut, um sich anhand von leicht zugänglichen Daten einen Überblick über ein Unternehmen zu verschaffen.

Jedoch basieren alle Daten der Analyse auf die Vergangenheit, was Aussagen über die Zukunft noch schwieriger gestaltet. Im Normalverfall werden zur Ergebnisfindung im Zuge der Bilanzanalyse so genannte Kennzahlen verwendet. Sie helfen das Informationspotential der vorliegenden Daten vollständig auszuschöpfen und sollen Thema des nächsten Kapitels sein.¹⁷³

4.5 Kennzahlen

Im Zuge der Unternehmensanalyse werden insbesondere die Ertragskraft und die finanzielle Stabilität eines Unternehmens untersucht. Dabei wird größtenteils auf Kennzahlen der Bilanzanalyse zurückgegriffen, um so das Informationspotential der vorliegenden Daten stilisiert darstellen und verarbeiten zu können.¹⁷⁴ Sie setzen die betriebswirtschaftlichen Größen sinnvoll in Relation zueinander, komprimieren darin enthaltene Informationen und unterstützen somit ihre systematische Auswertung.¹⁷⁵

¹⁷⁰ Vgl. Priermeier 2006, 20-23

¹⁷¹ Vgl. Graham/Le Dodd 2009, 537

¹⁷² Vgl. Schwanfelder 2008, 142

¹⁷³ Vgl. ebd., 142

¹⁷⁴ Vgl. Gräfer 1997, 15

¹⁷⁵ Vgl. Weber 2006, 8-9

In seinem Buch „Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse“ unterscheidet Schmidlin zwischen Kennzahlen zu Ertrag und Rentabilität, finanzieller Stabilität, Working Capital Management und Bewertungskennzahlen.

Ertrags- und Rentabilitätskennzahlen versuchen die Rentabilität eines Unternehmens zu messen, indem sie den Erfolg eines Unternehmens in Hinsicht auf das dafür benötigte Kapital untersuchen.¹⁷⁶ Kennzahlen zur finanziellen Stabilität werten die Finanzierung und Kapitalstruktur aus und dienen somit zur Analyse der längerfristigen finanziellen Stellung eines Unternehmens.¹⁷⁷ Die kurzfristige Liquidität wird durch Kennzahlen zum Working Capital Management ausgedrückt, die das Verhältnis zwischen Umlaufvermögen und kurzfristigen Verbindlichkeiten bewerten.¹⁷⁸ Die letzte Kategorie, die Bewertungskennzahlen, dienen zur besseren Vergleichbarkeit von Aktienkursen.¹⁷⁹

Eine alleinstehende Kennzahl hat jedoch meist keine große Aussagekraft. Um eine qualitative Auswertung gewährleisten zu können, sollten Kennzahlen stets im Kontext betrachtet werden und mit Werten vergleichbarer Unternehmen oder eigenen Werten der Vergangenheit verglichen werden. Erst das Zusammenspiel mehrerer Kennzahlen und die Entwicklung über mehrere Jahre vermittelt einen Eindruck über die Situation des betrachteten Unternehmens.¹⁸⁰

Nachfolgend werden einige der zentralen Kennzahlen der Unternehmensbewertung vorgestellt und deren Interpretation diskutiert. Reihenfolge und Auswahl der Kennzahlen sind keineswegs verpflichtend und sollten jeweils an das zu untersuchende Unternehmen angepasst werden.

4.5.1 Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote hat für viele die größte Aussagekraft in der Kennzahlenanalyse. Sie berechnet den Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital eines Unternehmens. Die meist prozentual dargestellte Größe ergibt sich aus folgender Formel:

$$\text{Eigenkapitalquote} = \text{Eigenkapital} * 100 / \text{Bilanzsumme}^{181}$$

Um aussagekräftig zu sein, sollte sie stets mit Vergleichswerten derselben Branche verglichen werden. Eine hohe Eigenkapitalquote signalisiert niedrige Verschuldung und konservative Finanzierung des Unternehmens. Sie steht für Sicherheit in Krisenzeiten und eine niedrige Zinsbelastung durch den geringen Schuldenanteil.

Da Fremdkapital andererseits billiger ist als Eigenkapital und sich die Zinsen darauf steuerlich anrechnen lassen, verschenkt ein Unternehmen mit einem zu hohen Eigen-

¹⁷⁶ Vgl. Schmidlin 2013, 37

¹⁷⁷ Vgl. ebd., 51

¹⁷⁸ Vgl. ebd., 71

¹⁷⁹ Vgl. ebd., 111

¹⁸⁰ Vgl. Weber 2006, 19-25

¹⁸¹ Vgl. Schwanfelder 2008, 142

kapitalanteil unnötig Wachstumspotenzial. Ein für einen langfristigen Investor interessantes Unternehmen sollte genügend Eigenkapital haben, um auch längere Abschwungphasen zu überstehen. Ein sinnvoller Wert der Eigenkapitalquote ist somit von Branche zu Branche verschieden.

Vor allem junge Unternehmen, die noch nicht fest im Markt etabliert sind, oder Unternehmen mit sehr volatilen Gewinnen sollten hohe Eigenkapitalquoten aufweisen können. Wird jedoch der branchenübliche Wert deutlich überschritten, so sinkt die Rendite ohne gleichzeitige Erhöhung der Sicherheit.¹⁸² Die Eigenkapitalquote einen guten Langzeitinvestments sollte deshalb stets ein gutes Verhältnis aus Rendite und Sicherheit aufweisen.

4.5.2 Kurs-Gewinn-Verhältnis

“Das KGV gibt an, wie oft der Perioden-Reingewinn in dem Kurs enthalten ist, zu dem die Aktie gehandelt beziehungsweise bewertet wird.“¹⁸³ Dadurch lässt sich erkennen, ob eine Aktie vergleichsweise über-, unter- oder angemessen bewertet ist. Je höher das KGV, desto teurer die Aktie.¹⁸⁴ Es errechnet sich durch folgende Formel:

KGV = Marktkapitalisierung / Jahresüberschuss oder **Aktienkurs / Gewinn pro Aktie**

Zur Berechnung sollte stets der prognostizierte Jahresüberschuss des nächsten Jahres verwendet werden. Das durchschnittliche KGV seit Einführung des S&P 500, einem die 500 größten US Unternehmen umfassenden Index, liegt bei 16,4. Prinzipiell gilt ein KGV von über 20 als teuer, wohingegen ein einstelliges KGV als attraktiv eingestuft wird. Jedoch ist dies nicht für alle Unternehmen gültig. Einige Unternehmen rechtfertigen ein höheres KGV als andere. Darauf nehmen neben dem Gewinnwachstum noch weitere Faktoren Einfluss, wie etwa Marktposition, finanzielle Stabilität, Risiko, Management und Gewinnqualität. Alle Sicherheiten, die durch Qualitäten in den genannten Einflussfaktoren hervorgerufen werden, rechtfertigen ein höheres KGV. Auf der anderen Seite ist ein Wert mit einstelligem KGV vermutlich keine strategisch kluge Wahl, wenn er mit einer sehr schlechten Marktposition oder einem unerfahrenen Management zu kämpfen hat.¹⁸⁵

Durch die Verwendung des Kehrwertes eines Kurs-Gewinn-Verhältnisses, lässt sich die sogenannte Aktienrendite berechnen. Es ermöglicht dem Anleger seine Investition etwa mit Anleihen zu vergleichen. Aufgrund des höheren Risikos im Vergleich zu Anleihen sollten die zu erwartenden Renditen bei Aktien stets höher sein als bei einer vergleichbaren Investition in Anleihen.¹⁸⁶ Im langfristigen Durchschnitt sollte ein

¹⁸² Vgl. Schmidlin 2013, 51-54

¹⁸³ Schwanfelder 2008, 159

¹⁸⁴ Vgl. ebd., 160

¹⁸⁵ Vgl. Schmidlin 2013, 112-118

¹⁸⁶ Vgl. Priermeier 2006, 36-37

Unternehmen - Dividendenzahlungen miteingerechnet - eine durchschnittliche Markttrendite von 6 bis 7 Prozent erzielen.¹⁸⁷

4.5.3 Kurs-Buchwert-Verhältnis

Im Gegensatz zum KGV, wird bei dem Kurs-Buchwert-Verhältnis der Substanz- oder Buchwert eines Unternehmens im Verhältnis zum Kurs gesetzt. Dies gibt Aufschluss darüber, welchen Aufschlag der Markt bereit ist auf den Buchwert des Unternehmens zu zahlen. Er wird folgendermaßen ermittelt:

KBV = Marktkapitalisierung / Eigenkapital

Je nach Zukunftsaussichten gewährt der Markt einigen Unternehmen einen Aufschlag auf deren Buchwert: andere hingegen erhalten einen Abschlag. Die Differenz zwischen Substanzwert und Marktkapitalisierung kann demnach auch als eine Art „ökonomischer Goodwill“¹⁸⁸ interpretiert werden. Rund 75% aller Unternehmen haben ein KBV zwischen 0,5 und 3,5: der Median lag 2011 bei 2,2. Fällt das KBV unter 1, tritt ein spezieller Fall ein. Es wäre prinzipiell möglich, das Unternehmen zu erwerben und seine Bestandteile nach deren Auflösung Gewinn bringend zu verkaufen.¹⁸⁹

Wie schon die Berechnung des Substanzwerts verfolgt auch die daraus abgeleitete Kennzahl einen sehr statischen Ansatz. Speziell in starken Wachstumsmärkten, wie der Internetbranche, hat das KBV aufgrund seiner Nichtbeachtung der Erträge unzureichende Aussagekraft. In Bezug auf Branchen mit mäßigem Wachstum, etwa im Konsum- oder Baubereich oder bei kriselnden Unternehmen, hat das Kurs-Buchwert-Verhältnis durchaus eine Daseinsberechtigung und kann als Ergänzungskennzahl dem Analysten einen neuen Blickwinkel eröffnen.¹⁹⁰

4.5.4 Kurs-Cashflow-Verhältnis

Das Kurs-Cashflow-Verhältnis ist eine Kennzahl, die verwendet wird, um eine bessere Vergleichsmöglichkeit der Cashflows verschiedener Unternehmen zu ermöglichen. Dabei wird der Cashflow durch die Anzahl der Aktien geteilt und in Relation zum aktuellen Kurs gesetzt. Daraus ergibt sich folgende Formel für das KCV:

KCV = Marktkapitalisierung / operativer Cashflow¹⁹¹

¹⁸⁷ Vgl. Schmidlin 2013, 113

¹⁸⁸ Ebd., 121

¹⁸⁹ Vgl. ebd., 119-123

¹⁹⁰ Vgl. Priermeier 2006, 60-61

¹⁹¹ Vgl. Schmidlin 2013, 125

In erste Linie stellt das KCV eine ergänzende Kennzahl zum KGV dar. Es gibt Aufschluss über die interne Finanzierungskraft eines Unternehmens. Je größer das Verhältnis der Notierung eines Unternehmens in Bezug auf ihren Cashflow, desto teurer ist eine Aktie. Haben zwei Aktien beispielsweise ein gleichwertiges KGV, so kann anhand des Kurs-Cashflow-Verhältnis das Unternehmen mit der höheren internen Finanzierungskraft ermittelt werden. In der Folge sollte dies auch zu einer besseren Kursentwicklung führen.¹⁹²

Da die meisten Cashflows zu deutlichen Fluktuationen neigen, sollten sie jährlich bereinigt werden. Weil dabei die Gefahr besteht, den Cashflow zu sehr in eine Richtung zu bereinigen, sollte er zu Bewertungszwecken eher für das Discounted-Cashflow-Verfahren verwendet werden, welches in Kapitel 5.6 behandelt wird. Bei Unternehmen mit weniger schwankungsanfälligen Cashflows hat das KCV jedoch teilweise mehr Aussagekraft als das KGV, da der Cashflow die Finanzierungskraft eines Unternehmens besser darstellt als der ausgewiesene Bilanzgewinn.¹⁹³

4.5.5 Gearing

Das sogenannte Gearing, auch Leverage oder Hebel genannt, enthält alle elementaren Finanzposten der Bilanz eines Unternehmens. Viele Analysten betrachten es deshalb als die aussagekräftigste Kennzahl zur Ermittlung finanzieller Stabilität. Durch die Bereinigung der Finanzverbindlichkeiten um vorhandene flüssige Mittel werden die Nettofinanzverbindlichkeiten ins Verhältnis zum Eigenkapital gesetzt. Daraus ergibt sich folgende Gleichung:

$$\text{Gearing} = (\text{Finanzverbindlichkeiten} - \text{Liquide Mittel}) / \text{Eigenkapital}$$

Sämtliche zinsfreie Verbindlichkeiten fließen nicht in die Finanzverbindlichkeiten mit ein, da sie mit kostenlosen Krediten gleichzusetzen sind und somit unter normalen Umständen als positiv angesehen werden können. Nach Subtraktion der liquiden Mittel und anschließender Division durch das Eigenkapital ergibt sich nun der Nettoverschuldungsgrad eines Unternehmens. Je kleiner dieser Wert ausfällt, desto geringer die Schuldenlast eines Unternehmens. Sofern ein Unternehmen schuldenfrei ist, die liquiden Mittel die Finanzverbindlichkeiten also übersteigen, erreicht das Gearing negative Werte. Dies wird als Net Cash bezeichnet. Der absolute Wert der Kennzahl bei einer Net Cash Situation ist jedoch nicht aussagekräftig, da er mit Abbau des Eigenkapitals weiter zunehmen würde.

Aus Renditegründen ist ein Gearing von 10 – 20 Prozent als ideal einzustufen. Unternehmen mit Werten darunter verschenken Wachstums- und Gewinnpotenzial, da sie ihr Kapital nicht Gewinn bringend einsetzen. Alle Werte über 70 Prozent sollten Fragen über die finanzielle Stabilität aufwerfen. Werte über 100 Prozent signalisieren, dass die

¹⁹² Vgl. Priermeier 2006, 56-57

¹⁹³ Vgl. Schmidlin 2013, 125

Nettofinanzverschuldung höher ist als das Eigenkapital. In solchen Fällen sollte eine Eigenkapitalerhöhung in Betracht gezogen werden, es sei denn, sie sind die logische Konsequenz von Übernahmen oder der Expansionsbemühungen und somit nur kurzfristige Verwerfungen.¹⁹⁴

Die eben aufgeführten Kennzahlen stellen jedoch nur einen kleinen Teil aller für eine qualitative Analyse notwendigen Kennzahlen dar. Ein Überblick aller zur Unternehmensanalyse relevanten Kennzahlen ist in Anhang 7 enthalten, bereits angesprochene sind zur besseren Einordnung in ihre jeweilige Kategorie fett geschrieben.

4.6 Discounted Cashflow (DCF-) Verfahren

Die Discounted Cash Flow Methode (DCF) ist ein Verfahren zur Unternehmensbewertung, welches die zukünftig zu erwartenden Einzahlungsüberschüsse, die auch als Cash-Flow bezeichnet werden, diskontiert.¹⁹⁵ Das aus dem angelsächsischen Raum stammende Bewertungsverfahren gilt heutzutage als Standardverfahren der Unternehmensbewertung und hat sich als eines der besten Methoden zur Berechnung des fairen Wertes einer Aktie herausgestellt.¹⁹⁶

Man unterscheidet zwischen drei verschiedenen Ermittlungsverfahren: der Equity-Methode, der Entity-Methode und dem Adjusted-Present-Value (APV) –Verfahren. Der berechnete Barwert der Zahlungsströme ergibt je nach angewendetem Bewertungsverfahren entweder den fairen Gesamtwert oder den fairen Eigenkapitalwert eines Unternehmens. Da für Investoren am Aktienmarkt der faire Eigenkapitalwert wichtiger ist, beschäftigt sich dieses Kapitel ausschließlich mit der eigenkapitalbezogenen Equity-Methode.¹⁹⁷

„Das Equity-Verfahren berücksichtigt die Zahlungsströme der Eigenkapitalgeber und diskontiert diese mit den unternehmensspezifischen Eigenkapitalkosten.“¹⁹⁸ Die zur Bewertung heranzuziehenden Cashflows beinhalten sowohl Fremdkapitalzinsen als auch Änderungen des Fremdkapitalbestands.¹⁹⁹ Der für die Equity Methode benötigte Free-Cashflow berechnet sich wie in Abbildung 13 dargestellt:

¹⁹⁴ Vgl. Schmidlin 2013, 54-56

¹⁹⁵ Vgl. Schittler/Michalky 2008,322

¹⁹⁶ Vgl. Schacht/Fackler 2009, 207

¹⁹⁷ Vgl. Schmidlin 2013, 145-147

¹⁹⁸ Ebd., 147

¹⁹⁹ Vgl. Matschke/Brösel 2005, 569

Gewinn lt. Jahresabschluss
+ Abschreibungen / ./. Zuschreibungen
+ Zunahme / ./. Abnahme der lfr. Rückstellungen
= Brutto-Cash-Flow
(./. Steuern)
(./. Privatentnahmen)
+ Rücklagenauflösung / ./. Zuführung Rücklage
= Netto-Cash-Flow
Netto-Cash-Flow
./. Investitionen
+ Desinvestitionen
ERGEBNIS: Free-Cash-Flow

Abbildung 13: Ermittlung des Free-Cashflows²⁰⁰

Anschließend wird der Cashflow mit dem Renditekoeffizienten auf den Ausgangszeitpunkt diskontiert. Der Renditekoeffizient entsteht durch die Anpassung der Renditeforderung der Anleger anhand des risikolosen Zinssatzes.²⁰¹ Daraus ergibt sich folgende Formel zur Berechnung des Unternehmenswertes:

$$EK = \sum_{t=1}^t \frac{CF_t^{EK}}{(1 + r_{EK})} + \frac{RW_n}{(1 + i)^n} \quad 202$$

EK	=	Marktwert des Eigenkapitals
CF_t^{EK}	=	Erwartungswert des Cashflows für die Eigentümer in Periode t, wobei ein konstantes Wachstum unterstellt wird
r_{EK}	=	Erwartungswert der Rendite
RW_n	=	Restwert nach Ablauf des Planungshorizontes bei t = n
i	=	Risikoloser Zinssatz

Zur Berechnung des risikoangepassten Erwartungswerts der Rendite wird das Capital Asset Pricing Modell, kurz CAPM, verwendet. Es misst die Schwankung einer Aktie relativ zum Markt und verrechnet es mit dem risikofreien Zins und der allgemeinen Markrendite. Laut CAPM-Theorie ist eine Aktie also riskanter, je mehr ihre Schwankung die Schwankung des Marktes übersteigt.²⁰³ Die Cashflows werden über eine Periode von drei bis zehn Jahren anhand eines konstanten Wachstumsquotienten prognostiziert. Im Anschluss daran wird die so genannte ewige Rente diskontiert. Sie bezeichnet ein nachhaltig erzielbares Unternehmensergebnis, das in der Regel auf dem letzten Cashflow des Prognosezeitraums basiert.²⁰⁴

Obwohl sich das Equity Verfahren im Laufe der Zeit als Standardverfahren durchsetzen konnte, ist es dennoch nicht frei von Kritik. Laut CAPM Theorie soll der Risikofaktor durch die Abweichung der aktieneigenen Volatilität zur Schwankung des Gesamtmarktes ermittelt werden. Die These, dass aus hoher Volatilität ein hohes Risiko

²⁰⁰ Köhler 2014, 53

²⁰¹ Vgl. Schittler/Michalky 2008, 325

²⁰² Ebd., 325

²⁰³ Vgl. Schmidlin 2013, 150-151

²⁰⁴ Vgl. Schacht/Fackler 2009, 218-220

folgt ist anzuzweifeln und das zur Berechnung vorgesehene Portfolio müsste in der Theorie jedes Wertpapier enthalten, was in der Praxis schlicht nicht umsetzbar ist.²⁰⁵ Weiterhin scheint die fehlende Stichhaltigkeit der einzelnen Parameter problematisch. Cashflows, die in die Berechnung einfließen, werden anhand des aktuellen Ergebnisses für die nächsten fünf bis zehn Jahre prognostiziert. Eine stringente Wertermittlung, bei der zwei unabhängig voneinander arbeitende Analysten aus demselben Datensatz auf das gleiche Ergebnis kommen würden, ist somit nicht gegeben.

Diese Tatsache, dass selbst kleine Änderungen der Parameter große Unterschiede im errechneten Unternehmenswert zur Folge haben können, sollte bei jeder Analyse stets im Hinterkopf behalten werden. Um aus Fehlbewertungen resultierende Verluste zu minimieren, ist es ratsam, sich intensiv mit der Methode zu beschäftigen, bevor die daraus errechneten Kaufsignale auch als solche angesehen werden können. Alternativ bietet es sich an, auf Analysen erfahrener Analysten zurückzugreifen.

In jedem Fall sollten die Resultate der Berechnung mit denen anderer Analysemethoden oder erfahrener Analysten verglichen werden, um die eigenen Ergebnisse zu validieren. Letztlich lässt sich schlussfolgern, dass die Berechnung des Unternehmenswertes anhand der Equity-Methode unter Berücksichtigung der besprochenen Kritikpunkte durchaus geeignet ist, um unter- bzw. überbewertete Aktien zu identifizieren und damit Gewinne zu erzielen.

²⁰⁵ Vgl. Schmidlin 2013, 151

5 Fazit

Die Aktie, verbunden mit einer gewissen Streuung in risikobehafte oder risikoarme Unternehmen, bietet wohl die einzige Chance für Privatanleger mittel- oder langfristig eine Rendite zu erwirtschaften.

Bei der Auswahl einer geeigneten Analyseverfahren spielen die persönlichen Ziele eine wichtige Rolle. Jeder Anleger sollte sich vorab darüber im Klaren sein, was er mit seinem Investment erreichen möchte. Will er kurzfristig oder langfristig investieren? Will er anlegen oder spekulieren? Will er hohe Renditen einfahren oder das Risiko gering halten? All diese Faktoren sollten stets vorher ausgearbeitet und in einem strukturierten Anlageplan festgehalten werden.

Erst nachdem dies erfolgt ist, kann die passende Analyseverfahren ermittelt werden. Dazu soll der nachfolgende Vergleich der Chancen und Risiken der Technischen Analyse und der Fundamentalanalyse beitragen.

5.1 Diskussion der Ergebnisse

Die große theoretische Stärke der Chartanalyse ist es, aktuelle und zukünftige Trends zu erkennen, dem Nutzer somit Kaufsignale zu signalisieren und ihn vor einer Trendumkehr zu warnen. Weitere Chancen ergeben sich durch die Möglichkeit, die Technische Analyse auf jeden Zeithorizont anzuwenden. Die Anwender erhalten die Möglichkeit, mit einer einzigen Analyseverfahren sowohl langfristige, als auch mittel- oder kurzfristige Trends zu beurteilen und daraus ihre Schlüsse zu ziehen. Außerdem bezieht der Analyseansatz psychologische Elemente der Marktteilnehmer mit ein, die an der Börse bewiesenermaßen einen wichtigen Einfluss auf die Kaufentscheidungen ausüben.

Doch eben der Mensch kann als eine Schwäche dieser Analyseverfahren gesehen werden. Erstens sind die Hypothesen, dass sich die menschliche Psyche dazu neigt, sich nicht zu verändern und dass sich die Vergangenheit wiederholt, immer wieder neu zu hinterfragen. Eine sichere Prognose des menschlichen Anlegerverhaltens ist in der Realität nicht möglich. Dies gilt insbesondere auch für die „Technische Analyse“, deren Regelwerk nicht auf klar definierten mathematischen Formeln aufgebaut ist und somit genügend Spielraum für Fehlinterpretationen zulässt.

Im Gegensatz dazu spielt das Anlegerverhalten bei der Fundamentalanalyse eine geringe Rolle. Sie legt ihren Fokus komplett auf die zugrundeliegenden Betriebswirtschaftlichen Daten.

Spricht eine richtig durchgeführte Fundamentalanalyse für den Kauf oder Verkauf von Aktien eines Unternehmens, liegen diesem Ergebnis tatsächliche Wirtschaftsdaten zugrunde, die eine Unter- oder Überbewertung des Unternehmens implizieren. Speziell auf lange Sicht, wird ein Unternehmen nur erfolgreich sein, wenn es ertragreiche Produkte anbietet, eine effiziente Führungsstruktur, eine ausgewogene Finanzierung und einen innovativen Geschäftsplan aufweisen kann.

Jedoch kann auch hier keine Garantie gegeben werden, dass das Anlegerverhalten dieser Prognose folgt und die Gewinnerwartung des Anlegers zur Realität wird. Lückenhafte Daten oder fehlende Erfahrung in der Berechnung des inneren Wertes können mitunter zu größeren Differenzen im Endergebnis führen, was der dadurch errechneten

Unter- oder Überbewertung eines Unternehmens jegliche Aussagekraft nimmt. Weiterhin ist zu erwähnen, dass die Fundamentalanalyse nicht immer eingesetzt werden kann, da sie sich zur kurzfristigen Entwicklung des Marktes weniger aussagekräftig ist und somit für alle kurzfristigen Investitionen mehr oder weniger wegfällt.

Für den Autor hat sich herauskristallisiert, dass die Chance auf ein erfolgreiches Investment in der Kombination beider Methoden liegt. Da beide Methoden unterschiedliche Ansätze verfolgen und ihre Stärken und Schwächen auf unterschiedlichen Gebieten liegen, erlaubt die Kombination beider Methoden dem Anwender ihre jeweiligen Schwächen durch die Stärken der anderen Methode zu egalisieren. Die Stärke der Fundamentalanalyse liegt auf der präzisen, tatsächliche Unternehmensdaten einbeziehenden Unternehmensanalyse und die Stärke der Technischen Analyse liegt in ihrer Universalität und dem niedrigen Informationsbedarf, auf dem ihre Anpassungsfähigkeit aufbaut.

Das Risiko der Technischen Analyse besteht darin, dass alle Umwelteinflüsse ignoriert werden und sie somit keine vom Kurs unabhängige Bewertung eines Unternehmens erzeugen kann. Die Fundamentalanalyse hingegen ist in ihrer Ausführung extrem langsam und aufwändig, da viele Daten benötigt werden und diese sich außerdem auf die Vergangenheit beziehen.

Dieser Logik folgend, sollten die Ergebnisse aus der fundamentalen Analyse zur Selektion geeigneter Aktien verwendet werden, während durch die Einbeziehung technischer Faktoren das richtige Timing zum Markteinstieg ermittelt wird. Dadurch kann das Risiko der Fundamentalanalyse, „einen guten Titel zu einem schlechten Zeitpunkt zu kaufen“ verringert werden. Gleichzeitig kann die bei der technischen Analyse auftretende Gefahr, einer mit fundamentalen Daten nicht vereinbaren Überbewertung eines Unternehmens, durch die Analyse betriebswirtschaftlicher Daten minimiert werden.

Letztlich lässt sich erkennen, dass die Technische Analyse vor allem bei unzulänglichen Fundamentaldaten ihre Vorteile zeigt. Aus ihrer universellen Anwendungsmöglichkeit ergeben sich Chancen jeden Zeithorizont und jedes Anlageprodukt sowohl zyklisch, als auch antizyklisch zu handeln. Die Fundamentalanalyse zeigt ihre Stärken bei der Auswahl geeigneter Unternehmen und der langfristigen Einschätzung der Kursentwicklung, kann jedoch kaum Aussagen zu kurzfristigen Entwicklungen abgeben. Die Erfahrung über die Vor- und Nachteile beider Methoden ergibt sich aus der Praxis, aber letztlich bleiben beide Methoden nur das „Werkzeug“ für Entscheidungen.

5.2 Limitationen

Hinsichtlich der Limitation dieser Arbeit ist darauf hinzuweisen, dass die angestellten und dargelegten Überlegungen, insbesondere in Bezug auf die Vor- und Nachteile der geschilderten Analyseverfahren, vom Autor aufgrund des begrenzten Zeitraums nicht in der Praxis getestet wurden. Ferner ist zu erwähnen, dass sämtliche aus den vorliegenden Daten ausgearbeitete Prognosen ebenfalls rein theoretischer Natur sind und noch nicht in der Praxis bestätigt wurden. Die Forschungsarbeit beschränkt sich auf eine deskriptive Analyse der vorliegenden Daten.

Ebenfalls ist anzumerken, dass die Annahmen der Random-Walk-Theorie im Zuge dieser Arbeit nicht berücksichtigt wurden. Sie vertritt die Auffassung, dass sich Kursbewegungen zufällig entwickeln und ihre Vergangenheit demnach keinerlei Aussagekraft auf

zukünftige Entwicklungen zulässt. Die Richtigkeit der Annahme von sich zufällig entwickelnden Kursen schließt jegliche Kursprognose aus und steht somit im Widerspruch mit den in dieser Arbeit ausgeführten Annahmen.²⁰⁶

5.3 Ausblick

Obwohl sich in den USA derzeit eine leichte Trendwende andeutet, werden sich die Rahmenbedingungen der europäischen Geldpolitik in den nächsten Jahren voraussichtlich nicht ändern. Dies bedeutet wesentliche Kapitalerträge sind für einen Großteil der europäischen Bevölkerung - wie vor 10 Jahren noch möglich - nicht realisierbar. Sparer, die ihr Geld weiterhin in klassischen Bankkonten anlegen, müssen mit einem sukzessiven Wertverlust ihres Kapitals rechnen. Der Anleihenkauf durch die EZB soll die europäischen Krisenländer sanieren, nimmt ihnen aber gleichzeitig jeglichen Anreiz dringend nötige Strukturreformen umzusetzen. Anleihen von Krisenländern mit Schuldenquoten über 100 Prozent ihres BIP werden mit Zinserträgen unter 3 Prozent ausgegeben²⁰⁷. Auf fundamentaler Ebene lässt sich dies jedoch nicht rechtfertigen.

Wer über entsprechende Geldmittel verfügt und das notwendige Wissen bereits mitbringt kann mit Aktien entsprechende Kapitalerträge erwirtschaften, da in Hinblick auf die anhaltende Niedrigzinspolitik davon auszugehen ist, dass die Kurse weiter steigen. Dies erfordert, sich das notwendige Know-how anzueignen, seine Risikobereitschaft auszuloten und den Markt genauestens zu beobachten. Durch die künstliche Steigerung der Börsenkurse besteht die Gefahr von anhand fundamentaler Daten nicht mehr rechtfertigbarer Kurse, was in der Letzten Instanz in der Bildung einer Spekulationsblase resultiert. Die davon ausgehenden Gefahren verdeutlicht ein Blick auf die im Jahre 2000 geplatze Internetblase.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass eine baldige Zinserhöhung im Euroraum wohl vorerst nicht zu erwarten ist und Alternativen als Ersatz für klassische Sparkonten für die Bevölkerung nicht erkennbar sind. Die momentane Vorgehensweise führt früher oder später zwangsläufig auf einen erneuten Crash des Systems hinaus, da lediglich Symptome bekämpft werden, die Ursachen aber weiterhin bestehen bleiben. Zumindest für den Moment scheint es jedoch so, als würde sich die Wirtschaft im Eurogebiet langsam erholen. Dennoch muss erwähnt werden, dass es definitiv Verlierer dieser Politik gibt. Als solche sind die klassischen Sparer, Rentner und Eigentümer von Lebensversicherungen anzusehen, die nicht über das notwendige Know-how verfügen, um über Kapitalverlagerung zu renditeträchtigeren Produkten an der wirtschaftlichen Entwicklung teilzuhaben. Ihr Kapital vermindert sich, da mit den Zinsen ihre einzige Renditequelle wegfällt. Die Oberschicht der Gesellschaft, die finanziell stabil genug ist, um in Krisenzeiten billig zu kaufen und später in der Boom Phase teuer zu verkaufen, profitiert meist sogar von der Krise. Die Kluft zwischen arm und reich wird immer größer.

²⁰⁶ Vgl. Murphy 2014, 37-39

²⁰⁷ Vgl. Statista, www.de.statista.com, [Stand: 30.12.2016]

Der Austritt des Vereinten Königreichs aus der EU baut schon vorhandene Spannungen weiter aus, seine langfristigen Auswirkungen bleiben jedoch vorerst noch abzuwarten. Sollten die europaweit aufkeimenden Anti-EU-Bewegungen weiter an Fahrt gewinnen und zu Austritten weiterer Mitgliedsländer führen, droht eine gefährliche Kettenreaktion. Neben den in Hinsicht auf die aufgebauten TARGET2 Salden zu erwartenden finanziellen Problemen sind bei einem Scheitern Europas auch massive negative Folgen für die europäische Wirtschaft und Gesellschaft zu erwarten. Abgesehen von einem massiven Einbruch der Börsenkurse sind das Auseinanderbrechen der EU oder die Auflösung des Euros als mögliche "worst-case-Szenarios" zu nennen, sollte die Strategie der politischen Verantwortlichen in Brüssel und Frankfurt nicht aufgehen.

Literaturverzeichnis

Bücher

- Bauer, Gregor: Praxisratgeber Trading. Die Methodik des erfolgreichen Handelns - Schritt für Schritt, München 2013.
- Blanchard, Olivier/Illing, Gerhard: Makroökonomie. 5. Auflage, München u.a. 2009.
- Brock, Jörg: Internationale Anlagestrategie. Rationale Entscheidungen durch technische Analyse 1995.
- Cesar, Gerald: Aktienanalyse heute. Gewinnmaximierung an der Börse, Wiesbaden 1996.
- Cezanne, Wolfgang: Allgemeine Volkswirtschaftslehre. 6. Auflage, München 2005.
- Conway, Edmund: 50 Schlüsselideen Wirtschaftswissenschaft, Heidelberg/s.l. 2011.
- Edwards, Robert Davis/Magee, John/Bassetti, W. H. C.: Technical analysis of stock trends. 9th. ed., Boca Raton, Fla. 2007.
- Europäische Zentralbank: Die Geldpolitik der EZB., 3. Auflage, Frankfurt 2004.
- Fischer, Stanley/Sahay, Ratna/Végh Gramont, Carlos A.: Modern hyper- and high inflations, [Washington, D.C.] 2002.
- Frost, A. J./Prechter, Robert: Das Elliott-Wellen-Prinzip. Der Schlüssel zu einem besseren Börsenverständnis. 1. Auflage, s.l. 2016.
- Gartley, Harold M.: Profits in the stock market, Pomeroy, Wash. 2008.
- Gesell, Silvio: Die Natürliche Wirtschaftsordnung. 9. Auflage, Lauf bei Nürnberg 1949.
- Geyer, Christoph/Uttner, Volker: Praxishandbuch Börsentermingeschäfte. Erfolgreich mit Optionen, Optionsscheinen und Futures, Wiesbaden 2007.
- Gräfer, Horst: Bilanzanalyse. Eine Einführung mit Aufgaben und Lösungen. 7. Auflage, Herne 1997.
- Graham, Benjamin/Le Dodd, David Fevre: Security analysis. Principles and technique. 6th. ed., New York, NY 2009.

-
- Heese, Viktor/Riedel, Christian: Fundamentalanalyse versus Chartanalyse. Methoden der Aktienbewertung im Vergleich. 1. Auflage 2016.
- Herger, Nils: Wie funktionieren Zentralbanken? Geld- und Währungspolitik verstehen. 1. Auflage, Wiesbaden 2016.
- Keynes, John Maynard: General Theory of Employment, Interest and Money, New Delhi 2007.
- Kitzmann, Arnold: Massenpsychologie und Börse. So bestimmen Erwartungen und Gefühle Kursverläufe. 1. Auflage, Wiesbaden 2009.
- Köhler, Klaus: Praxisbuch zu Unternehmensszenarien der Finanzierung. Lösungsorientierte Fallbeispiele der Finanzierung und Investitionsrechnung. 1. Auflage, Nordstedt 2014.
- Lindmayer, Philipp Karl Maximilian/Dietz, Hans-Ulrich: Geldanlage und Steuer 2016. Erfolgreich bei wechselnden Rahmenbedingungen agieren 2016.
- Matschke, Manfred Jürgen/Brösel, Gerrit: Unternehmensbewertung. Funktionen, Methoden, Grundsätze. 1. Auflage, Wiesbaden 2005.
- Meier, Siegfried/Borkowski, Andrzej: Geometrie stochastischer Signale. [Grundlagen und Anwendungen in der Geodaten-Verarbeitung], Berlin u.a. 2011.
- Murphy, John J.: Technische Analyse der Finanzmärkte. Grundlagen, Strategien, Methoden, Anwendungen ; [incl. 144-seitigem Workbook]. 11. Auflage, München 2014.
- Nelson, Samuel Armstrong: The ABC of Stock Speculation. 5. Auflage, New York, NY 1912.
- Obst, Georg/Hintner, Otto: Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems. 40. Auflage, Stuttgart 2000.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas W.: Finanzwirtschaft der Unternehmung. 13. Auflage, München 2004.
- Priermeier, Thomas: Fundamentale Analyse in der Praxis. Kennzahlen, Strategien, Praxisbeispiele. 1. Auflage, München 2006.

- Rübsamen, Dietmar: Technische Kumulationsanalyse [die Bausteine für einen nachhaltigen Performanceanstieg ; wie man Chart-, Indikatoren-, Intermarket-, Fibonacci- und Sentimentanalyse zu einem ganzheitlichen Ansatz verknüpft, und damit Anlagerisiken reduziert und Trefferquoten erhöht]. 1. Auflage, München 2004.
- Schacht, Ulrich/Fackler, Matthias: Praxishandbuch Unternehmensbewertung. Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele. 2. Auflage, Wiesbaden 2009.
- Schittler, Robert/Michalky, Martin: Das große Buch der Börse. [investieren für jedermann, fundamentale Analyse für jedermann, technische Analyse für jedermann, Derivate für jedermann, Trading für jedermann]. 1. Auflage, München 2008.
- Schmidlin, Nicolas: Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse. Praxisnahe Einführung mit zahlreichen Fallbeispielen börsennotierter Unternehmen. 2. Auflage, München 2013.
- Schwager, Jack D.: Technische Analyse, München 1998.
- Schwager, Jack D.: Schwager über Technische Analyse. 1. Auflage, s.l. 2013.
- Schwanfelder, Werner: Börsenwissen für erfolgreiche Investments. Analyse, Strategie, Timing, Frankfurt/New York 2008.
- Tiedje, André: Elliott-Wellen. Leicht verständlich. 3. Auflage, München 2013.
- Weber, Manfred: Schnelleinstieg Kennzahlen. [Schritt für Schritt zu den wichtigsten Kennzahlen ; auf CD-ROM: Excel-Rechner zur Finanzplanung, Kosten- und Erfolgskontrolle]. 1. Auflage, Freiburg 2006.

Sonstige Schriften

- Jobst, Andreas/Lin, Huidan: Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area. In: IMF Working Paper, Nr. 172, 2016, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf>.
- Rima A. Turk: Negative Interest Rates: Negative Interest Rates: How Big a Challenge for Large Danish and Swedish Banks?. In: IMF Working Paper, Nr. 198, 2016, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16198.pdf>.

Zeitschriften

Bhar, Ramaprasad/ Malliaris, A.G./ Malliaris, Mary: Quantitative Easing and the U.S. Stock Market: A Decision Tree Analysis. In: Review of Economic Analysis, Nr. 7/2015, 135-156.

Feldstein, Martin S.: Geldpolitik und finanzielle Risiken. In: ifo Schnelldienst, Nr. 9, 69. Jg., S. 41–44.

Hristov, Nikolay/Marc, Bertrand/Fioramanti, Marco: Moderate Erholung gewinnt leicht an Fahrt. In: Eurozone Economic Outlook 11. Oktober 2016.

Gesetzestexte

AEUV (2015), Ziele und Aufgaben des ESZB (idF v. 01.01.2015), Art. 127.

AEUV (2015), Ziele und Aufgaben des ESZB (idF v. 01.01.2015), Art. 282, Abs. 1.

Internetquellen

Bank of England: Quantitative Easing (QE) – Injecting Money into the System, <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/resources/post-cards/qecomp.pdf>, [Stand: 16.12.2016].

Bloomberg: Vorbild Dänemark?: Negative Zinsen sind „wirklich keine Erfolgsgeschichte“, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/vorbild-daenemark-negative-zinsen-sind-wirklich-keine-erfolgsgeschichte/12966772.html>, [Stand: 15. Dezember 2016].

Board of Governors of the Federal Reserve System Press Release: November 25, 2008, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/mone-tary/20081125b.htm>, [Stand: 17.12.2017].

Bundesverfassungsgericht: Verfassungsbeschwerden und Organstreitverfahren gegen das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank erfolglos, <https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2016/bvg16-034.html>, [Stand: 27.12.2016].

Bureau of Labour Statistics: Labor Force Statistics from the Current Population Survey, <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>, [Stand: 27.12.2016].

Degoha Mediathek: Branchentag 2016, Videos – Rede von Hans-Werner Sinn, <http://www.dehoga-mediathek.de/branchentag-2016/videos-2016/>, [Stand: 28.12.2016].

Deutsche Bundesbank: Die Geldpolitik des Eurosystems - Offenmarktgeschäfte, https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Service/Schule_und_Bildung/offenmarktgeschaefte.html, [Stand:26.12.2016].

Deutsche Bundesbank: Leitzins, <https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/L/leitzinsen.html>, [Stand:26.12.2016].

Deutsche Bundesbank: Quantitative Lockerung, https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Aufgaben/Unbarer_Zahlungsverkehr/target2_ein_einheitliche_s_europa_fuer_individualzahlungen.pdf?__blob=publicationFile, [Stand:26.12.2016].

Deutsche Bundesbank: Ständige Fazilitäten, https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/S/staendige_fazilitaeten.html, [Stand:26.12.2016].

Deutsche Bundesbank: TARGET2, https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/Q/quantitative_lockerung.html, [Stand:26.12.2016].

Deutsches Aktieninstitut: Aktionärszahlen des deutschen Aktieninstituts 2015, https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/Statistiken/2016-02-09%20Aktionaerszahlen%202015%20Datentabellen%20Web%20FINAL.pdf, [Stand:11.11.2016]

Duden: Inflation, <http://www.duden.de/rechtschreibung/Inflation>, [Stand:25.12.2016].

Europaparlament: Zusatzthema zu Modul 6 Währungsunion: Der Wechselkursmechanismus II (WKM II), http://www.europarl.europa.eu/brussels/website/media/modul_06/Zusatzthemen/Pdf/WKM_II.pdf, [Stand: 27. Dezember 2016].

European Central Bank: Addressing the causes of low interest rates, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>, [Stand: 23. Dezember 2016].

European Central Bank: Asset purchase programmes, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, [Stand: 15.12.2016].

European Central Bank: Minimum reserves, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/mr/html/index.en.html>, [Stand: 26.12.2016].

- European Central Bank: Monetary Policy Decisions, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.en.html>, [Stand: 27.12.2016].
- European Central Bank: Open market operations, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>, [Stand: 26.12.2016].
- European Central Bank: Standing Facilities, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/sf/html/index.en.html>, [Stand: 26.12.2016].
- European Central Bank: The Eurosystem's instruments, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>, [Stand: 26.12.2016].
- European Central Bank: Verbatim of the remarks made by Mario Draghi, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, [Stand: 16.12.2016].
- Europäische Zentralbank: Geldpolitische Beschlüsse – 8. Dezember 2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.de.html>, [Stand: 25.12.2016].
- Europäische Zentralbank: Inflation im Eurogebiet – Harmonisierter Index, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.de.html>, [Stand: 25.12.2016].
- Europäische Zentralbank: Inflation im Eurogebiet - Inflation, Preisstabilität und die EZB, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.de.html>, [Stand: 25.12.2016].
- Eurostat: Unemployment by sex and age - monthly average, http://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-datasets/-/UNE_RT_M, [Stand: 04.01.2017].
- Gabler Wirtschaftslexikon: Deflation, <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/deflation.html>, [Stand: 25.12.2016].
- J.P. Morgan: Reflections on negative interest rates in Switzerland, <https://snb.chf.com/wp-content/uploads/2012/10/JP-Morgan-on-Negative-Interests.pdf>, [Stand: 10. Dezember 2016].
- Stadtsparkasse München: Tagesgeld: Cash direkt – für Privatkunden, <https://www.sskm.de/produkte/tagesgeld>, [Stand: 01.01.2017]
- Statista: Japan: Inflationsrate von 2006 bis 2016 (gegenüber dem Vorjahr), <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/166028/umfrage/inflationsrate-in-japan/>, [Stand: 27.12.2016].

Statista: Rendite für Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit ausgewählter Länder weltweit im November 2016, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/77722/umfrage/rendite-von-zehnjaehrigen-staatsanleihen-nach-europaeischen-laendern/>, [Stand: 230.12.2016].

Statista: USA: Inflationsrate von 2006 bis 2016 (gegenüber dem Vorjahr), <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/165718/umfrage/inflationsrate-in-den-usa/>, [Stand: 27.12.2016].

Uni Wuppertal: Matheprisma, <http://images.google.de/imgres?img-url=http%3A%2F%2Fwww.matheprisma.uni-wuppertal.de%2FModule%2FFraktal%2FModlmg%2Ffarnzerl1.gif&imgrefurl=http%3A%2F%2Fwww.matheprisma.uni-wuppertal.de%2FModule%2FFraktal%2Fpages%2Fnode5.htm&h=233&w=279&tbnid=bPhUeoxC9Ex-BjM%3A&vet=1&docid=g3H9YSf1DylXzM&ei=tOdHWPrIDcmcgAaZ-Lwg&tbn=isch&iact=rc&uact=3&dur=427&page=0&start=0&ndsp=30&ved=0ahUKEwj68pb68uHQAhVJDsAKHRk8DwQQMwgckAAwAA&bih=725&biw=1360>, [Stand: 07.12.2016].

Wirtschaftswoche: Japans Zentralbank lockert Geldpolitik, <http://www.wiwo.de/politik/konjunktur/bank-of-japan-japans-zentralbank-lockert-geldpolitik/13944116.html>, [Stand: 27.12.2016].

Wirtschaftswoche: Zukunft der Zentralbank - Politiker fordern Radikalumbau der EZB, <http://www.wiwo.de/politik/europa/zukunft-der-zentralbank-immense-haftungsrisiken-fuer-deutschland/7008954-3.html>, [Stand: 28.12.2016].

Anhang

Anhangsverzeichnis

Anhang 1: Overview of Central Banks with Negative Policy Rates	XX
Anhang 2: Berechnung der Inflationsrate anhand eines exemplarischen Warenkorbes	XI
Anhang 3: Economic Indicators from a Historical Perspective: Inflation (Percent)	XII
Anhang 4: Overall HICP in the Euro area.....	XIII
Anhang 5: Key interest rates 2007 - 2016	XIV
Anhang 6: TARGET2-Salden der Länder des Eurosystems	XV
Anhang 7: Übersicht aller relevanten Kennzahlen zur Unternehmensanalyse...XVI	

Anhang 1: Overview of Central Banks with Negative Policy Rates

aus:

Jobst, Andreas/Lin, Huidan: Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf>, [Stand: 17. Dezember 2016], 6.

	FX regime	Objective	Policy Rates (<i>in basis points</i>) 1/			Date of Introduction
			Overnight Lending 2/	Open Market Operations	Deposit Facility	
Denmark	Conventional peg (to euro)	Countering safe-haven inflows and exchange rate pressures	5	0	-65	July 2012-April 2014, Sept. 2014
Euro Area	Free floating, inflation-targeting framework	Price stability and anchoring inflation expectations	25	0	-40	June 11, 2014
Hungary	Floating, inflation-targeting framework	Price stability and countering exchange rate pressures	115	90	-5	March 23, 2014
Japan	Free floating, inflation-targeting framework	Price stability and anchoring inflation expectations	10	0	-10	Feb. 16, 2016
Norway	Free floating, inflation-targeting framework	Price stability 3/	150	50	-50	Sept. 24, 2015
Sweden	Free floating, inflation-targeting framework	Price stability and anchoring inflation expectations	25	-50	-125	Feb. 12, 2015
Switzerland	Free floating 4/	Reducing appreciation and deflationary pressures 5/	50	n.a.	-75	Jan. 15, 2015

Source: National central banks and authors. Note: 1/ effective policy rate are highlighted with a red background, as of end-July 2016; 2/ refers to special rate (liquidity-shortage financing facility) in the case of Switzerland; 3/ Norway has not adopted NIRP, and the negative interest rate on bank deposits at the central bank ("reserve rate") has had little or no influence on market rates. The reserve rate is one percentage point below the sight deposit rate (key policy rate). On average, NB has kept reserves in the banking system at around NOK 35 billion (and below the aggregate quota of NOK 45 billion). Thus, a bank with reserves in excess of the quota will always be able to deposit reserves with a bank with room on its quota.; 4/ conventional peg (to euro) before January 15, 2015); 5/ in conjunction with the exit from the exchange rate ceiling.

Anhang 2: Berechnung der Inflationsrate anhand eines exemplarischen Warenkorb

aus:

Europäische Zentralbank: Was ist Inflation?, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.de.html>, [Stand:25.12.2016].

Vergleichen Sie den Preis des Warenkorb im Zeitverlauf

Alle Waren und Dienstleistungen, die während eines Jahres von privaten Haushalten konsumiert bzw. in Anspruch genommen werden, sind in einem sogenannten Warenkorb vertreten. Jedes Produkt in diesem Warenkorb hat einen Preis, der sich im Laufe der Zeit ändern kann. Die jährliche Inflationsrate ist der Preis des gesamten Warenkorb in einem bestimmten Monat im Vergleich zum Preis des Warenkorb im selben Monat des Vorjahrs. Beispiel für die Ermittlung der Teuerungsrate*

Im Basisjahr erworbene Mengen	Preis (Basisjahr)		Preis (1 Jahr später)		Preis (2 Jahre später)	
	pro Einheit	insgesamt	pro Einheit	insgesamt	pro Einheit	insgesamt
150 Brotlaibe	1,50 €	225 €	1,30 €	195 €	1,60 €	240 €
100 Tassen Kaffee	2,40 €	240 €	2,40 €	240 €	2,15 €	215 €
12 Friseurbesuche	20,00 €	240 €	22,00 €	264 €	23,00 €	276 €
1 Winterjacke	145,00 €	145 €	176,00 €	176 €	160,00 €	160 €
Gesamtpreis des Warenkorbs		850 €		875 €		891 €
Preisindex		100,0		102,9		104,8
Inflationsrate				2,9 %		1,8 %

* Der Anstieg der Verbraucherpreise im Euroraum wird jeden Monat von Eurostat berechnet. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) umfasst durchschnittlich etwa 700 Waren und Dienstleistungen. Er spiegelt wider, wie viel die privaten Haushalte im Eurogebiet im Schnitt für einen bestimmten Warenkorb ausgeben. [Alle vom HVPI erfassten Produkte sowie aktuelle Inflationsraten](#)

Anhang 3: Economic Indicators from a Historical Perspective: Inflation (Percent)

aus:

Tanzi, V./Schuknecht, L.: Public Spending in the 20th Century: A Global Perspective 2000, 83.

	1870 ^a	1920 ^b	1937	1960–68	1986–94	1997
Australia	1.4	1.7	2.0	2.2	5.3	0.3
Austria	...	104.7	1.1	3.5	2.8	1.3
Belgium	2.0	2.3	3.6	2.8	2.4	1.6
Canada	...	-1.6	1.6	2.4	3.5	1.6
France	2.2	5.0	8.3	3.6	2.8	1.2
Germany	1.4	231.1	1.2	2.7	2.3	1.8
Ireland	...	0.6	1.0	4.0	2.9	1.4
Italy	1.2	15.7	6.6	4.0	5.4	1.8
Japan	8.7	5.7	1.5	1.7
Netherlands	...	-2.1	3.8	3.6	1.7	2.2
New Zealand	...	2.8	3.1	3.3	6.0	1.2
Norway	...	-1.4	3.0	3.9	4.5	2.6
Spain	...	1.4	...	6.6	5.9	2.0
Sweden	0.8	-3.6	2.1	3.8	5.5	0.9
Switzerland	1.2	-3.1	1.2	3.4	3.0	0.5
United Kingdom	2.6	-2.4	1.1	3.6	4.8	3.1
United States	-2.7	0.3	1.0	2.0	3.6	2.3
Average	1.0	22.0	3.1	3.6	3.8	1.6

Sources: Compiled by Tanzi and Schuknecht based on Mitchell, *International Historical Statistics* (various years); OECD, *Economic Outlook* (1998); OECD, *Historical Statistics, 1960–90* (1992).

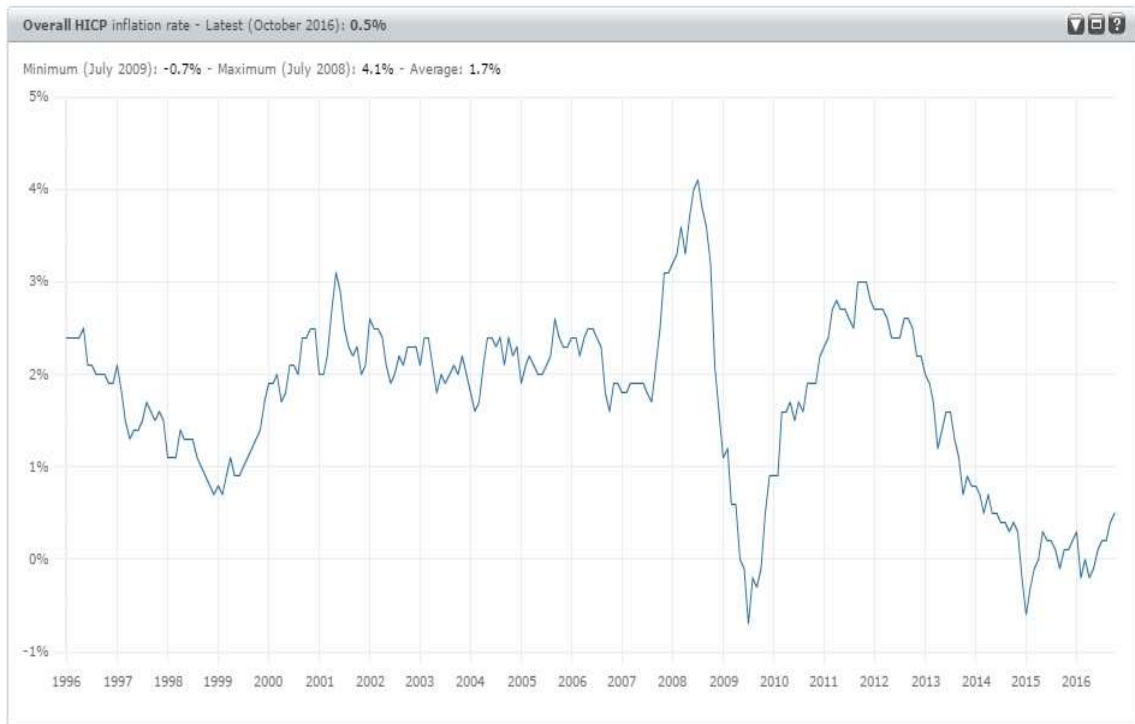
^aOr earliest before 1913.

^bAbout three-year average around 1920, price movements typically very volatile. Austria and Germany experienced hyperinflation in the early 1920s.

Anhang 4: Overall HICP in the Euro area

aus:

European Central Bank: Inflation dashboard, <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, [Stand: 28.12.2016]



Anhang 5: Key interest rates 2007 - 2016

aus:

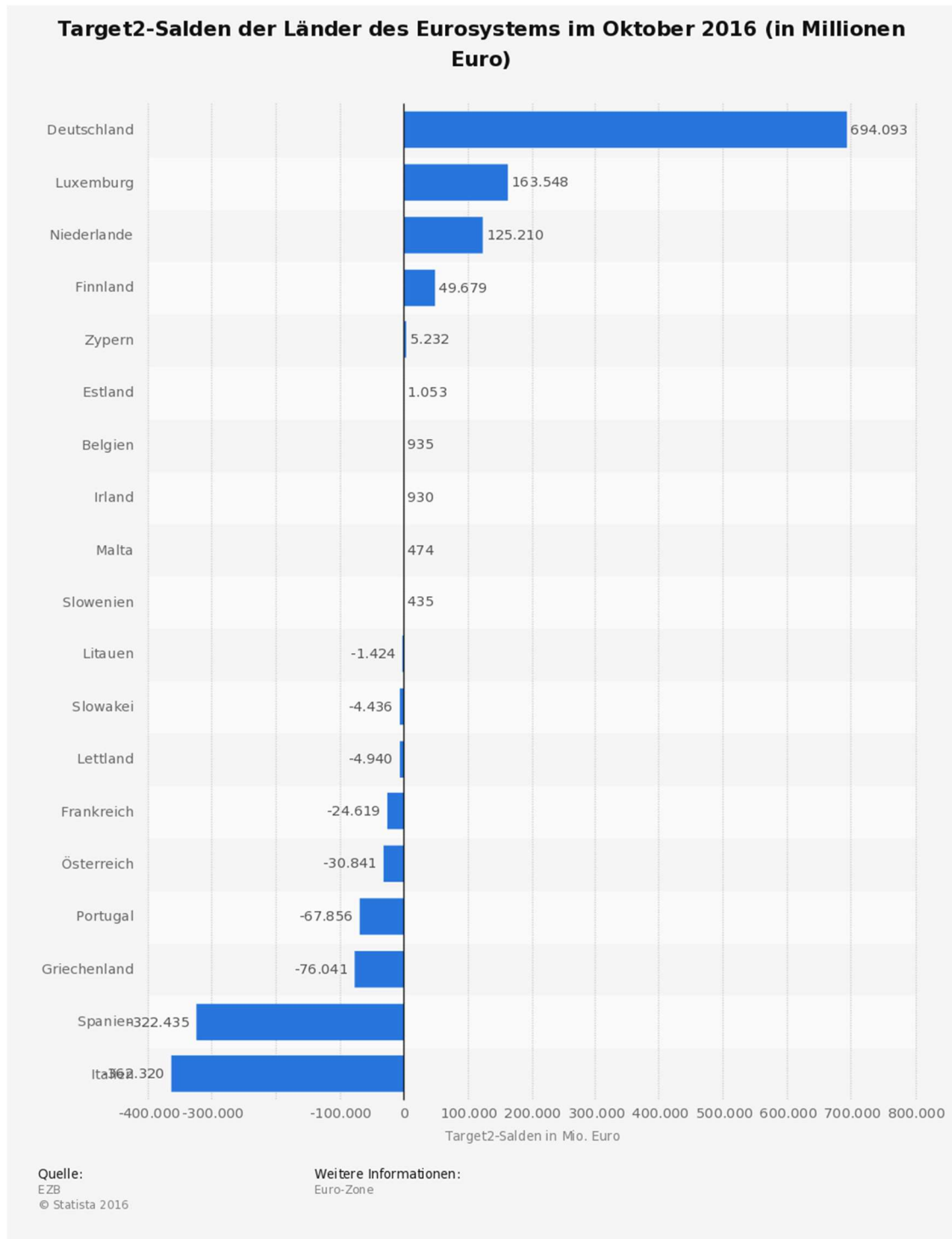
European Central Bank: Inflation dashboard, <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, [Stand: 28.12.2016]

Date	Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility	
		Fixed rate tenders Fixed rate	Variable rate tenders Minimum bid rate		
With effect from					
2016	16 Mar.	-0.40	0.00	-	0.25
2015	9 Dec.	-0.30	0.05	-	0.30
2014	10 Sep.	-0.20	0.05	-	0.30
	11 Jun.	-0.10	0.15	-	0.40
2013	13 Nov.	0.00	0.25	-	0.75
	8 May.	0.00	0.50	-	1.00
2012	11 Jul.	0.00	0.75	-	1.50
2011	14 Dec.	0.25	1.00	-	1.75
	9 Nov.	0.50	1.25	-	2.00
	13 Jul.	0.75	1.50	-	2.25
	13 Apr.	0.50	1.25	-	2.00
2009	13 May	0.25	1.00	-	1.75
	8 Apr.	0.25	1.25	-	2.25
	11 Mar.	0.50	1.50	-	2.50
	21 Jan.	1.00	2.00	-	3.00
2008	10 Dec.	2.00	2.50	-	3.00
	12 Nov.	2.75	3.25	-	3.75
	15 Oct. ⁵	3.25	3.75	-	4.25
	9 Oct. ⁴	3.25	-	-	4.25
	8 Oct.	2.75	-	-	4.75
	9 Jul.	3.25	-	4.25	5.25
2007	13 Jun.	3.00	-	4.00	5.00
	14 Mar.	2.75	-	3.75	4.75

Anhang 6: TARGET2-Salden der Länder des Eurosystems

aus:

Statista: TARGET2-Salden der Länder des Eurosystems im Oktober 2016, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/233148/umfrage/target2-salden-der-euro-laender/>, [Stand: 28.12.2016]



Anhang 7: Übersicht aller relevanten Kennzahlen zur Unternehmensanalyse

Eigene Darstellung, in Anlehnung an:

Schmidlin, Nicolas: Unternehmensbewertung & Kennzahlenanalyse. Praxisnahe Einführung mit zahl-reichen Fallbeispielen börsennotierter Unternehmen, 2. Auflage, München 2013.

Ertrag und Rentabilität	Finanzielle Stabilität	Working Capital Management	Bewertungskennzahlen
Eigenkapitalrendite	Eigenkapitalquote	Debitoren- und Kreditorenlaufzeit	Kurs-Gewinn-Verhältnis
Umsatzrendite	Gearing	Liquidität 1. Grades	Kurs-Buchwert-Verhältnis
EBIT/EBITDA - Marge	Dynamischer Verschuldungsgrad	Liquidität 2. Grades	Kurs-Cashflow-Verhältnis
Kapitalumschlag	EBITDA	Liquidität 3. Grades	Kurs -Umsatz-Verhältnis
Gesamtkapitalrendite	Sachinvestitionsquote	Vorratsintensität	Enterprise Value
Return on Capital Employed	Anlagenabnutzungsgrad	Umschlagshäufigkeit der Vorräte	EV / EBITDA
Umsatzverdienstrate	Wachstumsquote	Geldumschlag	EV / EBIT
	Cash-Burn-Rate	Auftragseingang und -bestand	EV / FCF
	Umlauf- und Anlagenintensität		EV / Sales
	Anlagendeckungsgrad I und II		
	Goodwill - Anteil		

Eigenständigkeitserklärung

Hiermit erkläre ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und nur unter Verwendung der angegebenen Literatur und Hilfsmittel angefertigt habe. Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus Quellen entnommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht. Diese Arbeit wurde in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt.

Ort, Datum

Vorname Nachname