

Nummer 16, 5. August 2013

Seit Jahren ist an den Kapitalmärkten der „Superzyklus“ für Rohstoffe ein wichtiges Thema. Die Verbindung eines Nachfrageschubs aus expandierenden Schwellenländern mit einer Entdeckung von Rohstoffen als Anlageklasse durch institutionelle Investoren hat dafür gesorgt, dass die Preise fast aller wichtigen Rohstoffe in dem vergangenen Jahrzehnt geradezu explodiert sind. Seit 2010 jedoch ist die Dynamik der Preisanstiege gebrochen, einzelne Rohstoffe entwickeln sich relativ differenziert.

„Klartext: Endet der Superzyklus im Supercrash?“ geht der Frage nach, ob die aktuelle Entwicklung als Vorbote eines deutlicheren Kursrückgangs gesehen werden kann. In den letzten Jahren sind die Investitionen im Rohstoffbereich massiv angestiegen, was mittelfristig einen deutlichen Ausbau der Förderkapazitäten mit sich bringen wird. Zudem sind viele institutionelle Anleger stark in Rohstoffen engagiert. Neuere wissenschaftliche Untersuchungen stellen aber die Risiko-Ertragsberechnungen, auf denen sie ihre Anlageentscheidungen basierten, massiv infrage. Eine Rückführung dieser Investments steht zu befürchten. Die Relation von Angebot und Nachfrage verändert sich damit deutlich zuungunsten der Rohstoffbesitzer, ein Rohstoffcrash erscheint möglich.

Mit dieser Ausgabe wird eine neue Reihe begonnen, die Charttechnik als Analysemethode für Langfristanleger betrachtet.

Der einleitende Beitrag **„Regelmäßiges Chaos an der Börse“** vergleicht Vor- und Nachteile der gegensätzlichen Methoden Fundamentalanalyse und Charttechnik. Hierbei wird klar, dass beide Vorgehensweisen mit erheblichen Schwierigkeiten belastet sind, die ein ausschließliches Verlassen auf eine Methode problematisch erscheinen lassen.

Darüber hinaus wird der Zusammenhang zwischen Chaostheorie und Charttechnik beleuchtet. Insbesondere wird auf die Frage eingegangen, ob die in der in der Chaostheorie beobachtete Regelmäßigkeit der Muster von chaotischen Prozessen ein Argument für oder gegen die Charttechnik ist.

In **„Charttechnik für Langfristanleger Teil 1: Die Grundlagen“** wird die Theorie der technischen Analyse von Charles Dow vorgestellt, die nach wie vor auf elementare Art das Zustandekommen von bestimmten Trendmustern in Kursverläufen beschreibt.

Darüber hinaus wird erläutert, in welcher Form technische Analysenmethoden für langfristig orientierte Anleger bedeutsam sind. Insbesondere wird dabei eingegangen auf:

- 1) Die Analyse langfristiger Trends mit Hilfe von Trendlinien und gleitenden Durchschnitten.
- 2) Die Identifikation von über- und unterdurchschnittlichen Wertpapieren auf der Basis der „relativen Stärke.“

Diese Vorgehensweisen werden mit Einzelbeispielen illustriert und erläutert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Endet der Superzyklus im Supercrash?

Liebe Langfristanleger,

Kennen Sie Pilbara? Hierbei handelt sich um kein exotisches Südseeparadies, sondern um einen Ort in Westaustralien, an dem sich mit einer Produktionskapazität von 290 Mio. Tonnen jährlich eine der größten Förderstätten für Eisenerz auf der Welt befindet. Und Pilbara soll noch größer werden. Betreiber Rio Tinto will 5 Mrd. US\$ investieren, um die Kapazitäten bis 2015 auf 360 Mio. Tonnen zu erweitern.



Bei den Wettbewerbern hat sich der australisch-britische Bergbaukonzern mit

diesem Plan bereits sehr unbeliebt gemacht. Trotz anhaltend starker Nachfrage aus China und anderen Schwellenländern ist der Eisenerzpreis unter Druck, da Ausweitungen der Förderkapazität in den vergangenen Jahren dafür gesorgt haben, dass das Angebot sich inzwischen schneller ausweitet als die Nachfrage. Eine weitere Vergrößerung der Produktion wird unweigerlich dazu führen, dass die Preise weiter sinken und schwächere Rohstoffkonzerne unter Druck geraten.

Doch bisher weigert sich Rio Tinto, dem Drängen der anderen nachzugeben. Und warum auch? Andere Rohstoffkonzerne nehmen bei ihren Expansionsplänen ja auch keine Rücksicht auf ihre Wettbewerber, ganz im Gegenteil.

Inhalt:

Seite 5: Regelmäßiges Chaos an der Börse

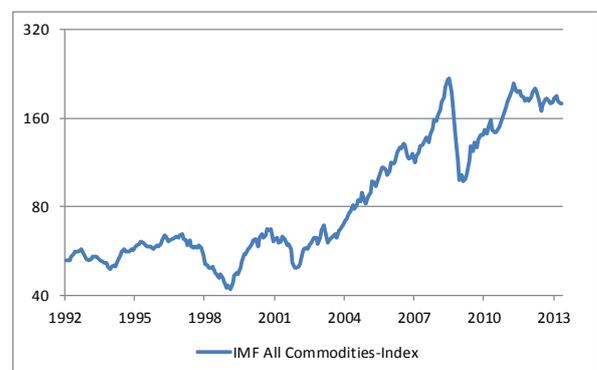
Seite 11: Charttechnik für Langfristanleger Teil 1: Die Grundlagen

Seite 21: Impressum, Anhang

Seite 24: Disclaimer

Zwischen 2002 und 2010 war an den Weltrohstoffmärkten ein Aufschwung zu verzeichnen, der alle bisherigen zyklischen Anstiege in den vergangenen Jahrzehnten in den Schatten stellte. Ausschlaggebend hierfür war eine Kombination von einmaligen Faktoren:

- Der wirtschaftliche Aufstieg der Schwellenländer Brasilien, Russland, China und Indien war mit einem erheblichen Nachfrageschub für Rohstoffe aller Art verbunden. Insbesondere China heizte mit einem Investmentboom für Infrastrukturprojekte die Nachfrage nach Industriemetallen an.
- Institutionelle Investoren entdeckten Rohstoffe als Anlageklasse. Enttäuscht von den Renditen an Aktienmärkten und in der Suche nach verbesserter Risikostreuung wandten sich viele Großinvestoren den Rohstoffmärkten zu, die stetige Ertragszuwächse versprachen und deren Risiko unabhängig von den klassischen Anlageformen Aktie und Rente schien.
- Die großen Rohstoffkonzerne ließen sich in der Anfangsphase des Booms nicht wie in früheren Phasen zu großen Investitionen verleiten, mit denen die Pro-



Datenquelle: Internationaler Währungsfonds IWF

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

duktion zu stark ausgeweitet wurde. Der Nachfrageanstieg schlug sich so voll in Preissteigerungen nieder.

Der Superzyklus für Rohstoffe wurde von vielen Analysten ausgerufen. Insbesondere die Aussichten auf eine stetig steigende Nachfrage aus Entwicklungsländern beflügelten viele Prognosen über immer weiter steigende Rohstoffpreise. Nach der Finanzkrise 2008 konnten sich die Rohstoffmärkte schnell wieder erholen und schienen ihren Rekordlauf fortzusetzen.

Seit zwei Jahren ist der Aufschwung jedoch ins Stocken geraten. Nur in einzelnen Teilsegmenten der Rohstoffmärkte sind noch Preissteigerungen zu verzeichnen gewesen. In der Breite kamen die Preise jedoch unter Druck, ohne aber vollkommen wegzubrechen. Trotz aller Wirtschaftsprobleme ist die Nachfrage aus China, Indien und anderen Schwellenländern immer noch enorm. Hieran wird sich angesichts des nach wie vor vorhandenen Nachholbedarfs dieser Länder auch nichts ändern.

Dennoch sind die Aussichten für den Rohstoffsektor nicht mehr als besonders gut zu bezeichnen. Grund dafür ist weniger eine schwächelnde Nachfrage, als vielmehr die ungeheuren Investitionen, die gerade in den vergangenen Jahren in den Aufbau von Förderkapazität geflossen sind. Vor 2008 hatten die großen Rohstoffkonzerne noch Disziplin gewahrt und waren einem selbstzerstörerischen Wettlauf um immer größere Förderkapazitäten ausgewichen, da dieser über kurz oder lang mit massiven Produktionsausweitungen die Preise zerstören muss. Diese Disziplin ist jedoch verloren gegangen. Ein Beispiel hierfür sind Zahlen aus Australien, die belegen, wie stark die Investments zugenommen haben.

Entwicklung ausgewählter Rohstoffpreise		Veränderung	
Rohstoff:	Einheit:	2002-2010	2010-1.HJ13
Edelmetalle:			
Gold	US \$ per Troy Ounce	318,9%	-11,4%
Silber	US \$ per Troy Ounce	419,6%	-33,1%
Industriemetalle:			
Eisenerz	US \$ per Dry Metric Ton	1229,1%	-31,9%
Kupfer	US \$ per Metric Ton	474,6%	-23,5%
Aluminium	US \$ per Metric Ton	70,9%	-23,0%
Energie:			
Brent-Öl	US \$ per Barrel	221,9%	12,3%
Kohle (Australien)	US \$ per Metric Ton	382,8%	-30,0%
Erdgas / Russland	US\$ per Million Metric BTU	210,3%	29,7%
Erdgas / USA	US\$ per Million Metric BTU	-10,6%	-9,9%
Nahrung:			
Weizen	US \$ per Metric Ton	81,4%	2,3%
Kaffee (Arabica)	US cents per Pound	271,6%	-41,5%
Mais	US \$ per Metric Ton	134,2%	18,5%
Zucker	US cents per Pound	273,4%	-30,2%

Datenquelle: Internationaler Währungsfonds IWF

Investitionen nichtstaatlicher Unternehmen in Rohstoffprojekte: Australien						
in Mrd. Aus\$						
Ø 1991/92 bis 2001/02	Ø 2001/02 bis 2011/12	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
10,6	30,7	32,4	40,8	36,9	47,7	82,1

Quelle: bree.gov.au

Für 2012/13 hat noch einmal ein Zuwachs von ca. 20% stattgefunden. Investitionen für weitere 270 Mrd. Aus\$ sind noch geplant. Derzeit fließen 60% aller australischen Investitionen in den Rohstoffsektor; nach 30% 2008 und zwischen 10% und 22% im Zeitraum 1990 bis 2006.

In der Seefahrt hatte der Boom bei den Frachtraten vor einigen Jahren dazu geführt, dass die Schiffswerften mit einer Auftragsflut überschwemmt wurden, die über Jahre für Auslastung sorgte. Jetzt kommen die neuen Schiffe an den einen Markt, der von massiven Überkapazitäten beim Seetransport geprägt ist. Bei den hierdurch gefallen Frachtraten ist für die Neuankömmlinge wenig zu verdienen. Speziell deutsche Anleger, die über Schiffsfonds an diesem Boom partizipieren wollten, sind jetzt die Dummen. Allerdings war diese

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Katastrophe vorhersehbar; man hätte sich vor ein paar Jahren nur mal ausrechnen müssen, wie sich die geplanten Schiffsneubauten auf das Gesamtangebot auswirken.

Noch träger als beim Schiffbau reagiert das Angebot bei der Rohstoffextraktion. Neue Förderstätten benötigen zwischen 5 und 10 Jahre von Investitionsbeginn, bis sie ihre Produktion verkaufen können. Das heißt, dass wir erst in einigen Jahren eine massive Ausweitung der Produktion sehen werden, die aller Voraussicht nach die Preise auf breiter Front drücken wird.

Für uns von Grundstoffimporten abhängige Deutsche ist dies im Grunde eine gute Nachricht, ebenso für die rohstoffarmen Südeuropäer oder Entwicklungsländer wie Indien. Für Rohstoffländer wie Kanada, Australien, Südafrika oder Russland brechen hingegen gefährliche Zeiten an.

Professor José Antonio Ocampo von der Columbia University hat Rohstoffpreise seit 1865 ausgewertet und ist zu dem Schluss gekommen, dass der gegenwärtige „Superzyklus“ für Rohstoffe nur eine Aufwärtsbewegung innerhalb eines langfristigen, zyklisch verlaufenden Trends für Rohstoffe ist. Innerhalb dieses Trends gibt es Subzyklen von ca. 30-40 Jahre Länge. Zudem haben per saldo Rohstoffe real – also inflationsbereinigt – in den Abschwüngen immer mehr verloren, als sie vorher gewonnen haben. Seit dem Höchststand 1917 bis heute bemisst er den realen Wertverlust mit Rohstoffen ca. 50%.

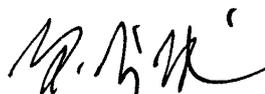
Dennoch empfehlen viele quantitative Analysten und Anlagestrategen Rohstoffe nach wie vor zumindest als Depotbeimischung. Ihre Analysen und Berechnungen basieren meist auf dem Zeitraum seit den 1980er Jahren. Sie umfassen damit gerade mal einen Subzyklus und den noch nicht einmal vollständig. Dies ist grob fahrlässig, wäre aber nicht das erste Beispiel dafür, dass Investmentbankanalysten Zahlen so zurechtbiegen, dass sie zu einer Marketing-Story wie „Superzyklus“ passt. Das Dumme ist nur, dass sich so viele globale Institutionen in den vergangenen Jahren genau aufgrund dieser dubiosen Berechnungen in Rohstoffen massiv engagiert haben. Wenn Kurse fallen, können diese leicht nervös werden, die „Notbremse“ ziehen, und ohne Rücksicht auf die Liquidität wieder aussteigen. Dies kann eine Abwärtsspirale auslösen bzw. massiv verstärken, die mit Fundamentaldaten gar nichts zu tun hat.

Ein deutliches Warnsignal ist, dass JP Morgan als einer der bisher größten Rohstoffhändler vor einigen Tagen angekündigt hat, sich aus dem Geschäft mit physischen Rohstoffen zurückzuziehen. Interessanterweise soll der Handel mit Terminkontrakten auf Rohstoffe aufrechterhalten werden. Leerverkäufe, mit denen man auf Kursrückgänge setzen kann, behält man sich also vor.

Natürlich weiß ich auch nicht, ob und wann der Einbruch am Rohstoffmarkt kommt. Angesichts der massiven Kapazitätserweiterungen und der hohen Finanz-Investments kann man aber nur ein ungutes Gefühl für die Preisentwicklung bekommen. Ein Supercrash mit massiven Kurs-Rückgängen scheint möglich, ähnlich wie wir es vor einiger Zeit bei den Frachtraten im Seetransport sahen. Wenn Überschussproduktion und Verkäufe von Anlegern die Rohstoffpreise drücken, hilft auch das Nachfragewachstum in den Schwellenländern nicht mehr.

Eine erfolgreiche langfristige Anlagestrategie sollte in den nächsten Jahren ohne Rohstoffe auskommen. Das muss aber keinen Investor besorgen. Es gibt genug gute Alternativen.

Viel Freude beim Lesen und viel Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Regelmäßiges Chaos an der Börse

Von Karl-Heinz Thielmann

Grundsätzlich unterscheidet man bei der Wertpapieranalyse zwischen zwei Richtungen, der Fundamentalanalyse und der technischen Analyse.

Bei der Fundamentalanalyse handelt es sich um eine Untersuchung und Bewertung von ökonomischen Faktoren, welche die Wertentwicklung eines Wertpapiers beeinflussen. Dabei geht es im Wesentlichen darum, Chancen und Risikofaktoren für die zukünftigen Cashflows aus einer Kapitalanlage einzuschätzen. Hierbei wird zwischen zwei grundsätzlichen Analyseansätzen entschieden: Value, das sich vor allem auf Bewertungskriterien bezieht; und Wachstum, das vor allem die Dynamik der zukünftigen Entwicklung einzuschätzen versucht. Bei Aktien und Corporate Bonds steht in der Regel ein Unternehmen im Mittelpunkt, wobei sowohl das wirtschaftliche Umfeld wie auch die operativen Besonderheiten zu beachten sind. Bei Renten oder Devisen konzentriert sich die Analyse im Wesentlichen auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten eines Lands bzw. einer Währungsunion.

Auch wenn gelegentlich ein sogenannter „fairer Wert“ bzw. „innerer Wert“ als Ergebnis der Fundamentalanalysen genannt und von vielen Analysten auch als Kursziel bezeichnet wird, so ist dieses dennoch keine Kursprognose. Denn dieser „faire Wert“ entspricht nur dem Wert zu einem ganz bestimmten Zeitpunkt (meist dem Veröffentlichungszeitpunkt der Analyse) und ist unter ganz speziellen Annahmen zustande gekommen, die meist gar nicht oder nur im Kleingedruckten veröffentlicht werden. Weil sich diese Annahmen oft unterscheiden, können Analysten trotz sehr ähnlicher Ansichten zu der Unternehmensentwicklung im Ergebnis zu völlig unterschiedlichen inneren Werten kommen. Zudem können unerwartete Ereignisse wie Bilanzfälschung etc. die Annahmen sehr kurzfristig völlig ad absurdum führen und zu ganz anderen Bewertungen führen.

Die starke Abhängigkeit der Resultate von Variationen der Annahmen über die Zukunft und vom Analysezeitpunkt macht die Fundamentalanalyse sehr umstritten. Während Befürworter darauf verweisen, dass sie trotz aller Unsicherheiten die einzige Methodik ist, mit der sich der ökonomische Wert einer Anlage einschätzen lässt, ist für Kritiker die Möglichkeit von Manipulationen ein Indiz dafür, dass die Fundamentalanalyse nur ein Rechtfertigungsinstrument für schon im vornherein geplante Anlageurteile ist. Wenn man die Annahmen entsprechend zurechtbiegt, kann man innerhalb gewisser Grenzen begründen, was man will. In der Tat ist von einigen Analysten bekannt geworden, dass sie eine „Vorgabe“ für die Bewertung hatten und dann im Nachhinein die Annahmen so gestalteten, damit sie zum Ergebnis passten.

Doch was wäre die Alternative zur Fundamentalanalyse? Ein Zweig der Wertpapieranalyse, die sich ganz auf die Betrachtung von Mustern von Kursverläufen konzentriert, ist die sogenannte charttechnische Analyse. Sie beruht auf der Erfahrung, dass sich die Kurse von Wertpapieren in ganz bestimmten Mustern bewegen, und diese Muster Trends beschreiben. Weder Muster noch Trends können vom Analysten beeinflusst werden, insofern scheint die Charttechnik auf den ersten Blick objektiver. Da allerdings auch die Interpretation von Mustern und Trends sehr subjektiv sein kann, relativiert sich dieser Vorteil aber wieder.

Charttechnische Analyse bedeutet schlicht und einfach nichts anderes, als dass Bilder von Kursbewegungen betrachtet werden und nach regelmäßigen Mustern gesucht wird. Da sich die Kurse ständig neu durch das

Mit ruhiger Hand

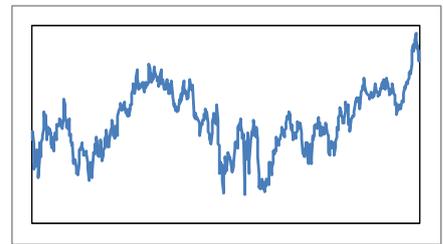
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wechselspiel von Angebot und Nachfrage nach Wertpapieren ergeben, setzt die Charttechnik voraus, dass es auch bei den Veränderungen bei Angebot und Nachfrage gewisse Gesetzmäßigkeiten gibt.

Die traditionelle Charttechnik hinterfragt allerdings nicht, wie diese Muster zustande kommen. Generell wird meist als Begründung genannt, dass sich diese Muster aus spezifischen, wiederholbaren Verhaltensweisen der Marktteilnehmer ergeben, ohne aber genau zu analysieren, wie diese im Detail zustande kommen. Kritiker werfen der Charttechnik darum auch oft vor, nicht ausreichend zu differenzieren, ob die ihr zugrunde liegenden Muster zufällig, begründet, oder manipuliert sind.

So schrieben der Chaostheoretiker Benoit B. Mandelbrot und der Journalist Richard L. Hudson in ihrem Buch „Fraktale und Finanzen“:

„Muster sind das Narrengold der Finanzmärkte. Die Macht des Zufalls reicht aus, scheinbare Muster und Pseudozyklen hervorzubringen, die für alle Welt vorhersagbar und diskontierbar erscheinen. Ein Finanzmarkt ist jedoch besonders anfällig für Trugbilder dieser Art. Meine mathematischen Modelle können Tabellen erzeugen, die allein durch das Wirken von von Zufallsprozessen scheinbare Trends und Zyklen zeigen. Sie würden jeden professionellen `Chartisten` an der Nase herumführen. Ebenso sind Blasen und Abstürze Bestandteil der Märkte. Sie stellen die unvermeidliche Folge des menschlichen Bedürfnisses dar, in der Regellosigkeit Muster zu finden.“



Kurschart oder Zufallsmuster?

Berüchtigt bei Chartisten sind deshalb die sogenannten „Fehlsignale“: Dies sind Marktbewegungen, die auf einmal nicht mehr den alten Mustern folgen. Wird nur auf der Basis von Charts investiert, können sie zu erheblichen Verlusten führen. Aufgrund der Häufigkeit der Fehlsignale haben Charttechniker Handelspraktiken – wie z. B. die sog. Stop Loss Order – entwickelt, mit denen Verluste begrenzt werden sollen. Allerdings stellt sich die Frage, ob man überhaupt auf der Basis eines unzuverlässigen – und möglicherweise nur zufälligen – Signals investieren sollte.

Zudem folgen viele charttechnische Analysen einem bestimmten tautologischen Schema: Eine typische Aussage lautet beispielsweise: „... wenn die Unterstützung hält, steigt der Kurs wieder. Wenn sie nicht hält, fällt der Kurs hingegen ...“. Allerdings bringt eine solche Aussage weder den langfristig noch den kurzfristig ausgerichteten Anleger weiter. Sie sagt nämlich nicht anderes aus als, „wenn die Herde erstmal losrennt, bleibt sie nicht so schnell wieder stehen.“ Ob die Herde losrennt und in welche Richtung sie läuft, kann die Charttechnik aber oft nicht vorhersagen. Um zum Ergebnis zu kommen, dass eine gestartete Herde erst einmal nicht stehen bleibt, benötigt man keine Charttechnik.

Dennoch ist unzweifelhaft, dass die Kurse von Wertpapieren Trends und Mustern folgen. Zudem gibt es große Ähnlichkeiten in diesen Mustern seit Anbeginn des Handels mit Wertpapieren und Devisen im 17. Jahrhundert.

Warum funktioniert Charttechnik manchmal, warum funktioniert sie gelegentlich auch nicht? Warum kommt es so oft zu bestimmten Mustern? Warum haben sich diese Grundmuster in 400 Jahren Börsengeschichte trotz aller technischen Neuerungen kaum verändert? Dies lässt sich nur klären, wenn die Gesetzmäßigkeiten identifiziert werden, die „zufällige“ Muster von begründeten unterscheiden. Hierzu muss man insbesondere verstehen, warum sich Anleger in einer bestimmten Art und Weise verhalten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Grob gesagt verkaufen Anleger Wertpapiere und sorgen damit für fallende Kurse, wenn sie erwarten, dass diese im Kurs weiter fallen (oder sich im Vergleich mit anderen Papieren unterdurchschnittlich entwickeln). Im Gegenzug kaufen Anleger Wertpapiere und sorgen damit für steigende Kurse, wenn sie erwarten, dass diese im Kurs weiter steigen (oder sich im Vergleich mit anderen Papieren überdurchschnittlich entwickeln).

Doch was veranlasst die Anleger hierzu? Oberflächlich betrachtet mag man annehmen, dass Investoren von Nachrichten, die die fundamentale Einschätzung einer Anlage verändern, reagieren.

Doch Aktien-, Renten oder Devisenkurse reagieren nicht auf Nachrichten. Sie reagieren auf Anleger, die diese Nachrichten interpretieren. Insbesondere reagieren sie darauf, wie Investoren, Trader und (inzwischen auch) Computer einschätzen, dass andere Anleger diese Nachrichten interpretieren. Entscheidend für die Kursentwicklung ist also, wie Erwartungen über die Erwartungsbildung anderer Marktteilnehmer zustande kommen.

Diese sind aber nicht eindeutig vorherbestimmbar. Denn es ist natürlich so, dass ein eher kurzfristig orientierter Anleger nur einen Vorteil aus seinen Annahmen über die Erwartungen der anderen ziehen kann, wenn er dauerhaft die anderen richtig einschätzt und sie wiederum ihn falsch einschätzen. Da einige der übrigen Marktteilnehmer aber auch aufgrund ihrer Fehler (und damit zusammenhängenden Verlusten) lernen und ihr Verhalten anpassen, ist nicht vorherbestimmbar, wie das Endergebnis aussehen wird.

Nur so ist zu erklären, warum manchmal Aktien nach einer positiven Überraschung manchmal fallen statt steigen. In diesem Fall ist die Nachricht Auslöser für Gewinnmitnahmen bei kurzfristig ausgerichteten Tradern, die wiederum andere zum Nachahmen verleiten. Es kann aber auch genau das Gegenteil passieren.

Denn viele Anleger haben die Angewohnheit, sich in ihren Anlageentscheidungen weniger auf ihr eigenes Urteil zu verlassen als auf das Handeln anderer. Sie folgen lieber, anstatt eine eigene Meinung zu vertreten. Dieser sog. Herdentrieb bewirkt, dass wenn eine Bewegung zustande gekommen ist, immer mehr Menschen sich dieser Bewegung anschließen, schlicht und einfach nur aus dem Grund, dass sie hoffen, dass sie mit der Masse schon in die richtige Richtung laufen werden. Insbesondere die Mechanismen des Herdentriebes spielen eine große Rolle nicht nur beim Zustandekommen von Mustern, sondern auch bei der Bestimmung ihrer Dauer.

Ein weiterer wichtiger Faktor, der für das Aussehen von Mustern verantwortlich gemacht wird, sind die strukturellen Umstände, unter denen der Kurs zustande kommt. Diese spiegeln sich in der sogenannten „Liquidität“ wieder, die ein Maß für die Handelbarkeit eines Finanzinstruments ist.

Die Liquidität ist davon abhängig, dass es viele Marktteilnehmer gibt, die bereit sind, in dem entsprechenden Instrument zu handeln. Hierzu gehören private und institutionelle Anleger, Trader, sowie Market Maker, die ständig bereit sind, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Diese verdienen an der Differenz zwischen An- und Verkaufskursen, dem sogenannten Spread. Dieser Spread sowie die Größenordnung von Positionen, für die Kurse gestellt werden, sind ein guter Indikator für die Liquidität des Marktes. Doch wovon hängt dieser Spread ab? Er hängt wiederum von der Erwartung der Market Maker ab, einen Abnehmer für die Gegenposition einer Handelsposition zu finden, sei es durch einen direkten Wiederverkauf oder für ein Absicherungsgeschäft mit Derivaten. Und die Erwartungen der Handelspartner der Market Maker hängen wiederum an den Annahmen über die Erwartungen der anderen. Auch die Liquidität resultiert also letztlich daraus, was jeweils verschiedene Marktteilnehmer von anderen annehmen, in welchen Größenordnungen diese zu handeln bereit sind.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

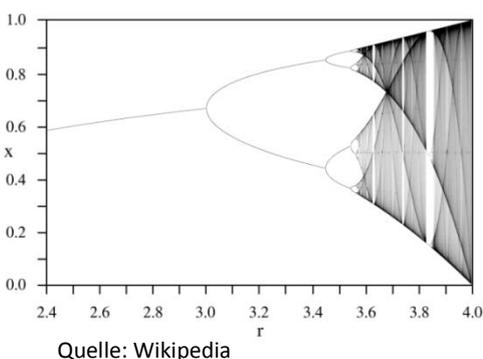
Also hängt auch die Liquidität letztlich von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die Erwartungen anderer Marktteilnehmer ab. Insbesondere in Momenten starker Verunsicherung kann deshalb plötzlich auch die Liquidität für ansonsten gut handelbare Wertpapiere austrocknen. Dies kann dann zu starken Kursschwankungen führen, die wiederum dazu geeignet sind, bestehende Muster zu durchzubrechen oder neue zu bilden.

Gerade kurzfristig funktionieren Charts oft nach dem Prinzip einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung. Je mehr kurzfristig orientierte Trader (und auch Handelsprogramme) sich an charttechnischen Signalen ausrichten, desto stärker wird damit der durch sie aufgelöste Impuls in eine Richtung. Überschreitet eine Aktie beispielsweise eine Widerstandslinie, so springen charttechnisch orientierte Trader auf und treiben mit ihren Käufen den Kurs weiter nach oben. Dieser Effekt kann aber auch manipuliert werden. So wird er regelmäßig von Wertpapierhändlern ausgenutzt, die Wertpapiere bzw. zugehörige Derivate langsam akkumulieren, um dann zu einem geeignetsten Zeitpunkt mit massiven Käufen die Kurse über eine wichtige charttechnische Linie zu treiben. Wenn dann die anderen Käufer aufspringen, kann der Auslöser dieser Bewegung seine Positionen mit Gewinn glattstellen.

Insofern trifft Mandelbrots Aussage, dass charttechnische Muster „Narrengold“ sein können, gerade für kurzfristig orientierte Chartisten besonders zu. Rein aus dem Chartbild kann man nicht ersehen, ob die Kursbewegung einen realen Hintergrund hat, auf Zufall basiert, oder sogar eine Manipulation als Ursache hat.

Die wissenschaftliche Theorie, die eng mit Mandelbrots Namen verbunden ist und sich auch mit dem Zustandekommen von Mustern befasst, ist die sogenannte Chaostheorie. Sie ist genau 50 Jahre alt und wurde von dem amerikanischen Meteorologen Edward Lorenz entwickelt, der bei Simulationen mit Wettermodellen feststellte, dass kleinste Abweichungen bei den eingegebenen Daten zu extremen Veränderungen bei den Ergebnissen führen können.

Sie befasst sich im Wesentlichen mit dynamischen Systemen, deren zeitliche Entwicklung unvorhersagbar erscheint, obwohl die zugrunde liegenden Wirkungszusammenhänge eindeutig bestimmbar sind. Wenn mehrere Ereignisse aufeinanderfolgen, sind die Ergebnisse am Anfang noch gut kalkulierbar. Wenn sich die Wirkungskette aber weiter fortsetzt und die Einflussfaktoren immer komplexer werden, werden mehrere Ergebnisse möglich, die dann wieder eine kaum noch zählbare Anzahl von weiteren Konsequenzen haben.



Dieser Schritt von noch einigermaßen bestimmbareren Konsequenzen von Ereignissen hin zu einer scheinbar unendlichen Variation von Möglichkeiten wird auch als „Übergang ins Chaos“ bezeichnet. In der Grafik links ist solch ein Prozess dargestellt. Während es am Anfang bei einem Ereignis relativ klar bestimmbare Alternativen gibt, aus denen wiederum klare Alternativen hervorgehen, vermischen sich irgendwann einmal die möglichen Resultate (in der Grafik bei ca. $r=3,6$): Es gibt eine Vielzahl von möglichen Ergebnissen und Folgeereignissen, der Übergang ins Chaos hat stattgefunden.

Genau wie in der Malerei muss man auch an der Börse Verständnis für Surrealismus haben. Manchmal stehen die Beine oben und der Kopf unten.

André Kostolany (Die Kunst, über Geld nachzudenken)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Art und Weise, wie Marktteilnehmer ihre Erwartungen über die Erwartungen anderer bilden, entspricht einem solchen chaotischen Prozess. Dabei folgen sie uralten Grundmustern, die sich wiederum in bestimmten Chartformationen widerspiegeln.

Es ist stark umstritten, ob man in der Chaostheorie eine Bestätigung oder Widerlegung charttechnischer Analysemethoden sehen kann. Die Befürworter der Charttechnik sehen in der durch die Chaostheorie gezeigten Regelmäßigkeit in der Wiederkehr bestimmter Kursmuster einen Beleg für die Validität charttechnischer Aussagen. Kritiker – wie z. B. Mandelbrot – sehen gerade durch die Zufälligkeit der Muster ihre Aussagekraft infrage gestellt.

Meiner Einschätzung nach sind beide Extrempositionen zu polarisierend. Die Tatsache, dass sich Chartmuster in Zusammenhang mit bestimmten Sachverhalten sehr oft wiederholen, spricht dafür, dass die Charttechnik als Analysewerkzeug durchaus ihren Wert hat. Da es aber keineswegs eindeutig ist, welche Muster sich aus bestimmten Anfangssituationen ergeben, erscheinen das Abgeben von Kursprognosen nur auf der Basis von charttechnischen Signalen aber extrem fragwürdig. Ohne Einordnung der Analyseergebnisse in einen fundamentalen Rahmen können diese Signale sogar teilweise sehr irreführend sein.

Genau die vom realen Umfeld abgelöste Ableitung von Signalen nur aus nackten Mustern ist aber überwiegende Praxis in den meisten Publikationen zum Thema Charttechnik. Daher ist es kein Wunder, dass es zu vielen Fehleinschätzungen kommt und diese Methode bei vielen Anlegern einen schlechten Ruf genießt. Wie man Charttechnik aber dennoch als nützliches Analyseinstrument in der langfristigen Kapitalanlage einsetzen kann, wird im nächsten Kapitel behandelt.

Kann man aber die kurze Phase vor dem „Übergang ins Chaos“ für erfolgreiche Prognosen und daraus abgeleitete Handelsaktivitäten nutzen? Eine Reihe von Hedgefonds, die mit Algorithmen die Finanzmärkte absuchen, um mögliche Trading-Chancen zu identifizieren, versuchen dies.

Die meisten dieser Fonds feierten teilweise spektakuläre Anfangserfolge, die dann aber oft auch bald wieder zu Ende gingen. Erfolg versprechende Strategien werden oft schnell imitiert oder erreichen eine Größenordnung, in denen sie nicht mehr funktionieren. Oder die Märkte lernen schneller als die Modelle.

Einer der wenigen Fonds, die es dauerhaft geschafft haben, erfolgreich zu sein, ist der „Medallion Fund“ von der Hedgefonds-Gesellschaft Renaissance Technologies, die 1982 durch den Mathematiker James Simons gegründet wurde. Ihm werden jährlich durchschnittliche Renditen von ca. 30 % zugeschrieben. Die Gesellschaft verwendet computergestützte Modelle, um Marktineffizienzen zu identifizieren und Preisänderungen in hochliquiden Finanzinstrumenten vorauszusagen. Eine enorme Menge von Daten wird durch spezielle Algorithmen möglichst zeitnah analysiert, um außergewöhnliche Preisbewegungen zu identifizieren und auszunutzen. Hierzu wird laufend in die jeweils neuste IT-Ausstattung investiert. Fast 300 Mitarbeiter – darunter viele mit besten Universitätsabschlüssen – sitzen in East Setauket, Long Island, einem Vorort von New York, und sind laufend mit der Verbesserung und der Umsetzung der Computerprogramme befasst. Nur so schafft es die Fondsgesellschaft bisher, schneller als die Konkurrenz zu bleiben.

Wie schwer dieser Erfolg zu wiederholen ist, zeigen allerdings die anderen Fonds von Renaissance Technologies. Die Gesellschaft verwaltet immerhin inzwischen insgesamt 22 Mrd. US\$. Der Medallion Fonds ist schon seit Jahren für außenstehende Investoren geschlossen, die Eigentümer sind derzeit vor allem Firmengründer James Simons, Mitarbeiter und ihre Familienmitglieder. Im Jahr 2012 mussten 2 der 4 öffentlichen Fonds Ver-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

luste hinnehmen, der Aktienfonds erzielte mit einem Plus von 8,4% nur ein deutlich unter der Marktperformance liegendes Ergebnis.

Kurzfristige „chaotische“ Muster an der Börse zu erkennen und für Handelsstrategien zu nutzen, ist also möglich. Allerdings ist der Aufwand enorm, da man laufend sehr viel Geld für die neuste Technologie und hoch qualifizierte Mitarbeiter aufwenden muss. Anscheinend ist auch die Größenordnung sehr begrenzt, in der man dies tun kann. Denn Kapitalmärkte haben die Eigenschaft, dass sie „lernen“, Marktineffizienzen also nach gewissen Zeiträumen allgemein erkannt und dann ausgeglichen werden. Voraussetzung für den Erfolg von Handelsprogrammen, die versuchen kurzfristige Trends und Ineffizienzen auszunutzen, ist, dass sie dauerhaft schneller lernen als der Markt. Dies ist aber extrem schwierig.

Der derzeit in Zürich lehrende Forscher Didier Sornette ist einer der letzten verbliebenen Universalgelehrten unserer Zeit, die anstatt Fachidiotentum zu pflegen, interdisziplinär arbeiteten. Ursprünglich Physiker, hat ihn sein Berufsweg nicht nur an Universitäten, sondern auch in die Forschungsabteilungen von Technologieunternehmen, das Risikomanagement bei Banken sowie das Anlagemanagement mit quantitativen Methoden geführt.

Er hat spezifische Muster identifiziert, die mit Spekulationsblasen verbunden sind. Bestimmte Kursmuster vor dem Platzen einer Blase gleichen auffallend den seismischen Diagrammen bei Erdbeben und anderen statistischen Mustern in Zusammenhang mit katastrophalen Ereignissen. Nach Sornette ähneln sich die Mechanismen, mit denen es zu Desastern kommt, seien es natürliche oder menschengemachte. Er führt sie auf Selbstverstärkungsprozesse bei dynamischen Prozessen zurück. Bei Finanzmärkten weist er darauf hin, dass nicht nur offensichtlich prozyklisches Verhalten (wie der allgemeine Herdentrieb oder Anlagestrategien wie „Momentum“) Blasen und folgende Kursstürze verursacht, sondern auch vorgebliche Absicherungsstrategien wie „Option-Hedging“ oder „Portfolio-Insurance“.

Damit könnte es ihm gelungen sein, die Chaostheorie und vielleicht auch die Chartanalyse als analytisches Werkzeug weiterzuentwickeln. Allerdings hat auch er noch kein Universalrezept zur Vorhersage von Finanzmarktschocks gefunden. Viele, aber nicht alle Krisen lassen sich durch seine Muster beschreiben. Er hat sie deshalb auch „Dragon Kings“ (Drachenkönige) getauft, um sie von Nassim N. Talebs „schwarzen Schwänen“ – den wirklich nicht vorhersagbaren Schocks – abzugrenzen.

Charttechnik für Langfristanleger Teil 1: Die Grundlagen

Von Karl-Heinz Thielmann

Wenn es – wie im vorherigen Beitrag beschrieben – so schwierig ist, alleine mittels kurzfristiger Prognosen an Kapitalmärkten erfolgreich zu sein, liefert dann wenigstens möglicherweise die Analyse charttechnischer Muster einem Anleger zumindest Hinweise für seine Entscheidungen?

Viele der Grundüberlegungen zur Charttechnik sind schon im Buch „Die Verwirrung der Verwirrungen“ (Confusión de confusiones) enthalten, das Joseph de la Vega 1688 veröffentlichte und in dem er seine Erfahrungen an der Amsterdamer Börse verarbeitete. Dieses Werk gilt als das erste Börsenbuch überhaupt und beschreibt auf eine bemerkenswert aktuell gebliebene Art und Weise die Psychofallen, denen auch heutige Investoren immer noch unterliegen. Es ist erstaunlich, wie wenig sich das Grundmuster des Wechselspiels von Gier und Angst, was letztlich Kursschwankungen begründet, seit Hunderten von Jahren verändert hat.

Die ersten systematischen Überlegungen zur Charttechnik, die man wirklich als konsistente Theorie bezeichnen kann, stellte allerdings Charles Dow in einigen grundlegenden Artikeln in dem von ihm mitgegründeten Wallstreet Journal zwischen 1900 und 1902 an.

Auf Dow gehen zwei für die Chartanalyse sehr wichtige Entwicklungen zurück:

- 1) Die Idee, die Kursentwicklung von den wichtigsten Börsenwerten in Indizes zusammenzufassen und so Indikatoren für die allgemeine Börsenentwicklung zubekommen.
- 2) Die Dow-Theorie, mit der Trendverläufe von Kursbewegungen beschrieben werden.

Die Dow Theorie lässt sich in sechs grundlegenden Kernaussagen zusammenfassen:

1) Der Aktien-Markt folgt drei grundlegenden Bewegungsmustern:

- a. Die "Hauptbewegung" (auch Primärtrend oder Haupttrend genannt), die von weniger als einem Jahr bis zu mehreren Jahren dauern kann. Sie kann positiv oder negativ sein.
- b. Die "Zwischenbewegung" (auch Sekundärtrend oder Zwischentrend genannt), die von zehn Tagen bis zu drei Monaten dauern kann. Sie ist der Hauptbewegung gegenläufig und führt zu einer Korrektur, die ca. 33 % bis 66 % der primären Preisänderung seit deren Beginn ausmacht.
- c. Die "kurzfristige Bewegung" (auch Tertiärtrend genannt), die von einigen Stunden bis zu über einem Monat dauern kann. Sie spiegelt das kurzfristige Marktsentiment wider.

2) Markttrends haben drei Phasen:

Dows Theorie behauptet, dass die Aufwärtsentwicklung eines Wertpapiers bzw. Entwicklung eines Marktes sich in drei Phasen vollzieht:

- a. Die Akkumulationsphase: In dieser Phase fangen bestimmte Anleger („starke Hände“) gegen die allgemeine Marktmeinung an, unpopuläre Wertpapiere zu kaufen. In dieser Phase ändert sich der Kurs kaum.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- b. Die Partizipationsphase: Die Kursentwicklung zieht an und immer mehr Anleger kaufen das Wertpapier. Insbesondere technisch orientierte Investoren, die Trends folgen, springen jetzt auf die Bewegung auf.
- c. Die Distributionsphase: Immer mehr Anleger wollen am Kursanstieg partizipieren und treiben den Wert auf fundamental nicht mehr gerechtfertigte Höhen. Die Anleger der Anfangsphase steigen aus. In der heutigen Terminologie würde man dies als spekulative Überhitzung bezeichnen.

3) Informationseffizienz der Märkte

Aktienpreise verarbeiten schnell neue Information, sobald sie verfügbar werden. Sobald Nachrichten veröffentlicht werden, ändern sich Aktienpreise in einer Art und Weise, die diese neue Information widerspiegelt. Mit diesem Punkt hat Dow Theorie die Grundannahme der effizienten Markthypothese vorweggenommen, ohne aber zu den gleichen (unrealistischen) Schlussfolgerungen zu kommen.

4) Indizes für bestimmte Marktsegmente müssen einander bestätigen

Dows Interesse bei der Konstruktion von Indizes lag weniger daran, einen für den Gesamtmarkt repräsentativen Maßstab zu finden, sondern einen Indikator für die Marktentwicklung. Insofern bildete er Teilindizes für Marktsegmente wie Transport oder Industrie und verglich ihre Entwicklung miteinander. Divergenzen zwischen diesen Indizes waren für ihn Warnsignale, dass möglicherweise mit der Wirtschafts- und auch der Börsenentwicklung etwas nicht stimmte.

5) Markttrends werden durch Volumen bestätigt

Dow glaubte, dass Börsenumsätze Kurstrends bestätigen. Wenn Kursänderungen mit niedrigem Volumen einhergehen, konnte es viele verschiedene Erklärungen geben, z. B. ein allzu aggressiver Verkäufer. Aber wenn Preisbewegungen durch hohe Umsätze begleitet werden, glaubte Dow, dass sich hierdurch die "wahre" Marktbewegung herauskristallisierte. Wenn viele Teilnehmer die Kurse in eine Richtung treiben, entwickelt sich eine Eigendynamik, die Kurse aus sich heraus weiter in diese Richtung bewegt.

6) Stabilität von langfristigen Trends

Dow glaubte, dass Trends trotz gegenläufiger Zwischenbewegungen grundsätzlich stabil sind. Erst wenn sich eindeutige Signale für eine Trendumkehr ergeben, findet ein Trendwechsel statt. Dieses ist der zweitdeutigste Teil von Dows Theorie, da bei ihm nicht klar hervorgeht, was nun ein eindeutiges Signal zur Trendumkehr ist, bzw. wie man ein klares Signal von einem Fehlsignal unterscheiden kann.

Im Laufe der Jahre wurde Dows Theorie noch um viele andere ergänzt bzw. erweitert. Zentral ist und bleiben aber die Aussagen, dass Kurse von Wertpapieren bestimmten Mustern folgen und sich die grundlegenden Trends daraus ergeben, weil Anleger bestimmten Verhaltensmustern folgen. Diese haben sich prinzipiell seit den Tagen von Joseph de la Vega nicht verändert.

Dies wird vermutlich auch in den nächsten Jahrhunderten so bleiben. Die Behavioral Finance hat in den letzten Jahren zwar viel dazu beigetragen, zu verstehen, warum sich Anleger in einer bestimmten Weise verhalten. Dies hat aber nicht dazu geführt, dass weite Teile der Anleger sich ihrer Rolle in der Investorenherde bewusst werden. Im Gegenteil lassen die Vorkommnisse vor und nach der Finanzkrise eher den Schluss zu, dass heutzutage das unüberlegte Hinterherlaufen hinter anderen Anlegern verbreiteter ist den je.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wenn einige Anleger nach Dow besser abschneiden als andere, dann liegt es nicht daran, dass sie bevorzugten Zugang zu Information haben, sondern daran, dass sie besser in der Lage sind, Information zu verarbeiten. Sie antizipieren die Bewegung der großen Anleger-Herde, durch die letztlich die Kurstrends zustande kommen. Diejenigen, die getrieben von Gier oder Angst hinterherlaufen, sind auch heute noch die Verlierer, ganz wie an den Anfangstagen der Börse.

Langfristige Anleger sollten meiner Meinung nach vor allem aufgrund einer fundamentalen Einschätzung zu einem Anlagevotum für ein bestimmtes Finanzinstrument kommen, da nur diese eine Bewertung der längerfristigen Perspektiven erlauben. Dennoch sollte man sich immer kritisch hinterfragen, ob man sich mit seinen Vorstellungen am Anfang, in der Mitte oder möglicherweise sogar am Ende der Anlegerherde befindet, die in eine Richtung stürmt. Bei der Beantwortung dieser Frage kann die Beschäftigung mit technischer Analyse in mehrfacher Hinsicht hilfreich sein:

- 1) **Charttechnik als Bestätigung:** Auch Langfrist-Anleger sollten überprüfen, ob ihre fundamentale Einschätzung mit dem charttechnischen Bild eines Finanzinstruments übereinstimmt. Sind diese unterschiedlich, gibt es zwei Varianten: a) die eigene fundamentale Einschätzung ist falsch. Dann erweist sich die technische Analyse als wirkungsvolles Warnsignal. Oder, b) die Charttechnik signalisiert, dass der Markt möglicherweise ein Wertpapier falsch einschätzt. Dies kann Einstiegschancen für den „Contrarian Investor“ bedeuten, der Marktineffizienzen ausnutzen möchte. Bei einer solchen Strategie ist aber Vorsicht angebracht. Wer sich gegen den Markttrend stemmt, muss viel Zeit mitbringen und möglicherweise eine Verlustperiode aussitzen, bis er recht bekommt. John Maynard Keynes beschrieb dies einmal treffend: „Der Markt kann länger irrational bleiben als man selbst solvent.“ („The market can stay irrational longer than you can stay solvent.“)
- 2) **Charttechnik als Warnsignal:** Charttechnische Signale sind manchmal (wohlgemerkt nicht immer!) Vorboten fundamentaler Entwicklungen. Dies hängt einerseits damit zusammen, dass es oftmals Situationen gibt, in denen einige Marktteilnehmer (wie Dows Käufer in der Akkumulationsphase) fundamentale Veränderungen erahnen, bevor sie sich wirklich in Analystenkommentaren, Unternehmensmeldungen oder Presseberichten niederschlagen. Des weiteren zeigen gerade in Übertreibungsphasen der Märkte Charts ganz charakteristische Muster. In diesen Phasen werden fundamentale Daten mental ausgeblendet oder nur in einheitlicher Weise interpretiert; ein entweder von Gier oder von Angst gesteuerter Herdentrieb bestimmt die Kursentwicklung. Auch hier gilt: Nicht immer geben Charts das richtige Signal. Wenn aber ein Chartsignal der eigenen fundamentalen Einstellung eindeutig widerspricht, sollte dies für jeden Anleger Alarmstufe Rot bedeuten und eine gründliche Überprüfung der bisherigen Einschätzung veranlassen.
- 3) **Charttechnik als Ideengeber:** Charts sind Bilder, die komplizierte Zusammenhänge innerhalb weniger Sekunden sichtbar machen können. Sie eignen sich deshalb hervorragend zum „Screening“. Um aus vielen möglichen Anlagealternativen Kandidaten für eine eingehende fundamentale Analyse herauszufiltern, kann eine rasche Durchsicht von aussagekräftigen Langfristcharts sehr hilfreich sein.

Im Folgenden wird eine Auswahl von charttechnischen Analysemethoden dargestellt, die sich in der Langfristanlage als besonders nützlich erwiesen haben. Bevor auf sie eingegangen wird, sollen zwei grundlegende Konzepte erläutert werden, die für den Verlauf von Trends verantwortlich sind: Unterstützungen und Widerstände.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unterstützungen sind Kursmarken, bei denen in Abwärtsbewegungen Kaufinteresse aufkommt, das zumeist dazu führt, dass sich der Kurs bei diesem Niveau stabilisiert. Umgekehrt sind Widerstände Kursmarken, bei denen eine Aufwärtsbewegung haltmacht, weil starke Verkäufe aufkommen.

Unterstützungen und Widerstände sind psychologisch bedingt. Sie beruhen auf dem aus der Verhaltenspsychologie bekannten „Ankereffekt“, also dem Umstand, dass Menschen gerne ihre Entscheidungen auf ganz bestimmten Zahlen basieren, die für sie eine gewisse Bedeutung haben.

Interessanterweise dienen oftmals Höchst- und Tiefststände aus der Vergangenheit als Referenzpunkte für Widerstände und Unterstützungen. Dies hängt damit zusammen, dass sie sich besonders gut im Bewusstsein von Anlegern „verankern“ und somit Referenzpunkte für ihr Handeln bieten. Bei wellenförmigen Aufwärtsbewegungen ist es dabei oftmals so, dass alte Höchststände aus der Vergangenheit bei Rückschlägen zu Unterstützungen werden. Umgekehrt bilden sich bei Abwärtsbewegungen bevorzugt alte Tiefststände als Widerstände heraus.

Oftmals werden die Widerstands- und Unterstützungsmarken auch mit glatten Zahlen verbunden. Beim Deutschen Aktienindex war beispielsweise ein DAX-Stand von 8.000 eine solche Widerstandsmarke, die nur sehr schwer dauerhaft zu überwinden war. Beim Dow Jones Industrials war 10.000 lange Jahre eine Marke, auf die sich die besondere Aufmerksamkeit der Anleger richtete.

Im Einzelnen sind für die langfristige Kapitalanlage folgende technische Analyseverfahren besonders interessant:

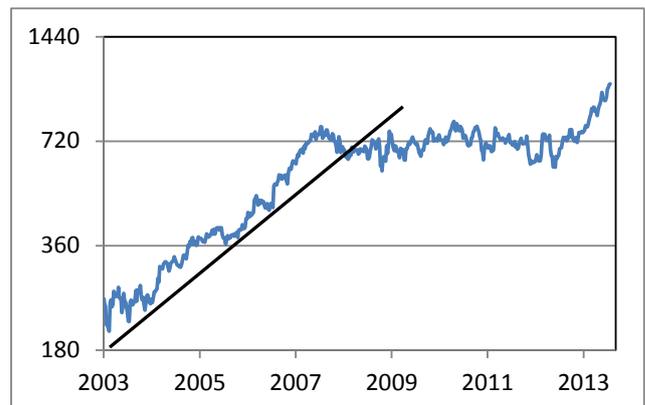
- 1) Trendlinien, Trendkanäle sowie gleitende Durchschnitte zur Analyse von langfristigen Trends
- 2) Relative Stärke zur Identifikation von unter- oder überdurchschnittlichen Anlagen

Die Analyse von langfristigen Trends: Trendlinien, Trendkanäle

Wertpapiere bewegen sich in Trends, die – zumindest längerfristig – mit den fundamentalen Entwicklungen zusammenhängen. Diese Trends kann man durch 2 Methoden beschreiben: durch Trendlinien und gleitende Durchschnitte.

Trendlinien erhält man durch die Verbindung von Höchst- bzw. Tiefständen während einer Kursbewegung.

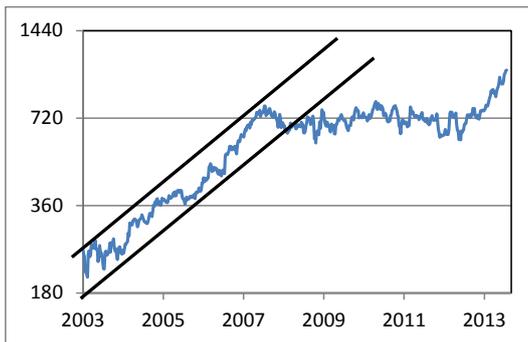
Im hier abgebildeten Beispiel wird der Kursverlauf der Aktie von Capita Plc dargestellt, einem britischen Outsourcing-Unternehmen, das man als typische Wachstumsfirma ansehen kann. Mit der hier eingezeichneten Linie wird der Aufwärtstrend beschrieben, dem die Aktie bis 2007 folgte.



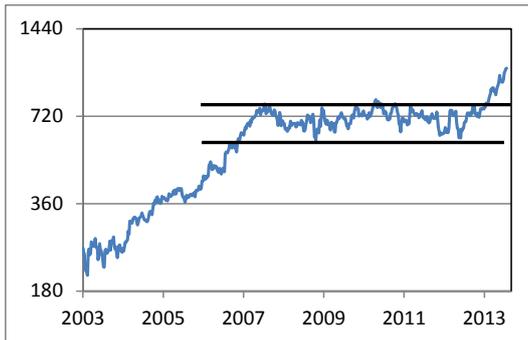
Verbindet man jeweils die Höchststände und die Tiefstände, erhält man sehr oft zwei parallele Linien, den sogenannten Trendkanal.

Mit ruhiger Hand

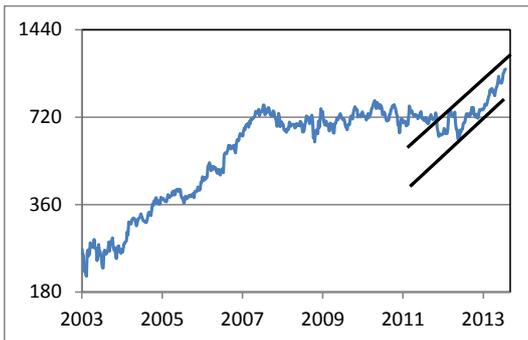
Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Vor 2007 befand sich die Aktie in einer klaren Aufwärtsbewegung, die mit einer positiven Unternehmensentwicklung einherging. Allerdings stieg der Kurs schneller als die Gewinne. Anfang 2007 war die Aktie mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für das laufende Geschäftsjahr von 27 bewertet, also relativ hoch. Der Aktienkurs war, in dem er dem Aufwärtstrend folgte, in gewisser Weise der fundamentalen Entwicklung vorausgelaufen.



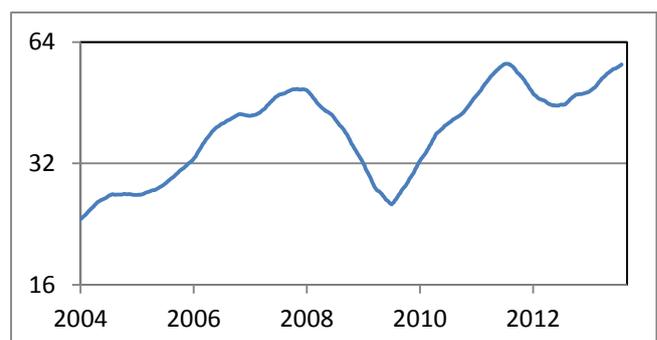
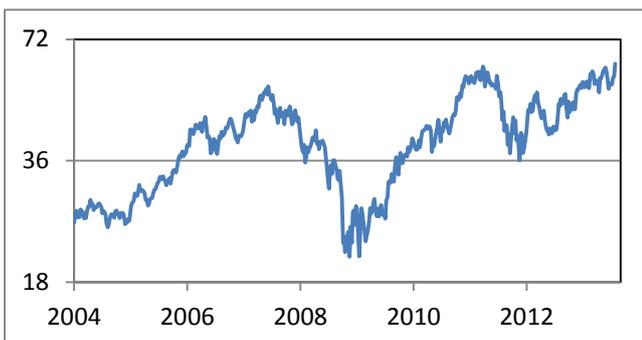
Die Aktie war kurzfristig überbewertet. Sie musste quasi erst in die hohe Bewertung hineinwachsen. Die Ertragsentwicklung blieb positiv, aber der Kurs stagnierte, bis die steigenden Gewinne ihn wieder eingeholt hatten. Bei linkem Chart ist sehr deutlich zu erkennen, wie die Aktie zwischen 2007 und 2012 innerhalb eines Seitwärtstrends notiert. Dieser wurde durch einen Widerstand bei ca. 800p, der wiederum ungefähr dem Höchststand von 2007 entsprach, sowie einer Unterstützung bei ca. 600p eingegrenzt.



Bis Anfang 2013 waren die Gewinne weiter deutlich gestiegen, sodass sich inzwischen auf Basis der Gewinnerwartungen für das laufende Jahr ein KGV von 13 ergab, also eine relativ niedrige Bewertung. Indem die Aktie ihrem Seitwärtstrend folgte, war aus einer Überbewertung eine Unterbewertung geworden. Die Aktie brach dann aus ihrem Seitwärtstrend nach oben aus und ist seitdem in einen neuen Aufwärtstrend eingemündet.

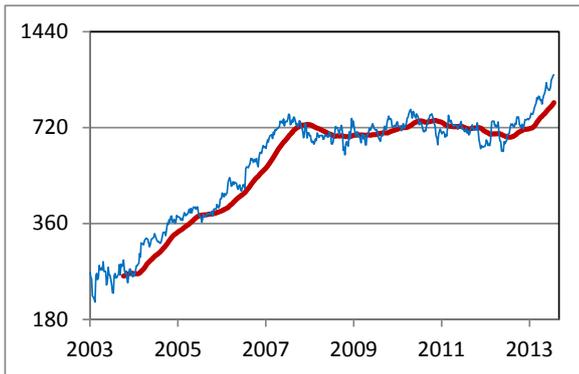
An diesem Beispiel wird auch deutlich, dass Trends langfristig zwar mit fundamentalen Entwicklungen im Einklang stehen, kurzfristig diese aber auch verzeichnen oder überzeichnen können.

Eine weitere beliebte Methode, Trends zu identifizieren, sind gleitende Durchschnitte. Sie eliminieren die rauen „Zackenmuster“ der Kursgrafiken und offenbaren die darunter verborgene Basisbewegung, wie an unterem Chart der 200-Tage-Linie von Scheider Electric (rechts) im Vergleich mit dem reinen Kurschart (links) deutlich wird.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

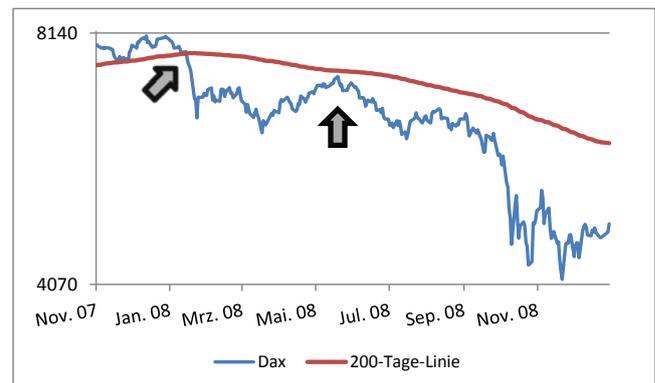


Je nachdem, ob man Primär-, Sekundär- oder Tertiärtrend identifizieren möchte, kann man der Berechnung unterschiedliche Zeiträume zugrunde legen. Da es in diesem Beitrag vor allem um langfristige Anlagen geht, konzentrieren wir uns hier auf die 200-Tage-Linie, den gleitenden Durchschnitt der letzten 200 Handelstage. In rechter Grafik sieht man wieder den Kursverlauf von Capita Group mit der 200-Tage-Linie, deren Neigung den Wechsel von Aufwärtstrend zu Seitwärtstrend und dann wieder zu Aufwärtstrend beschreibt.

Ein langfristiger Aufwärtstrend ist dadurch gekennzeichnet, dass sich die Kurse oberhalb der 200-Tage-Linie bewegen. Die 200-Tage-Linie bildet bei Kurskorrekturen eine starke Unterstützung. Ein Ende des Aufwärtstrends wird zumeist dadurch eingeleitet, dass der Kurs eindeutig unter die 200-Tage-Linie fällt und die Neigung dieser Linie negativ wird. Allerdings gibt es auch gelegentlich beim Unterschreiten der 200-Tage-Linie Fehlsignale, sodass hier – wie bei allen charttechnischen Aussagen gilt: Nicht alleine auf das Signal verlassen!

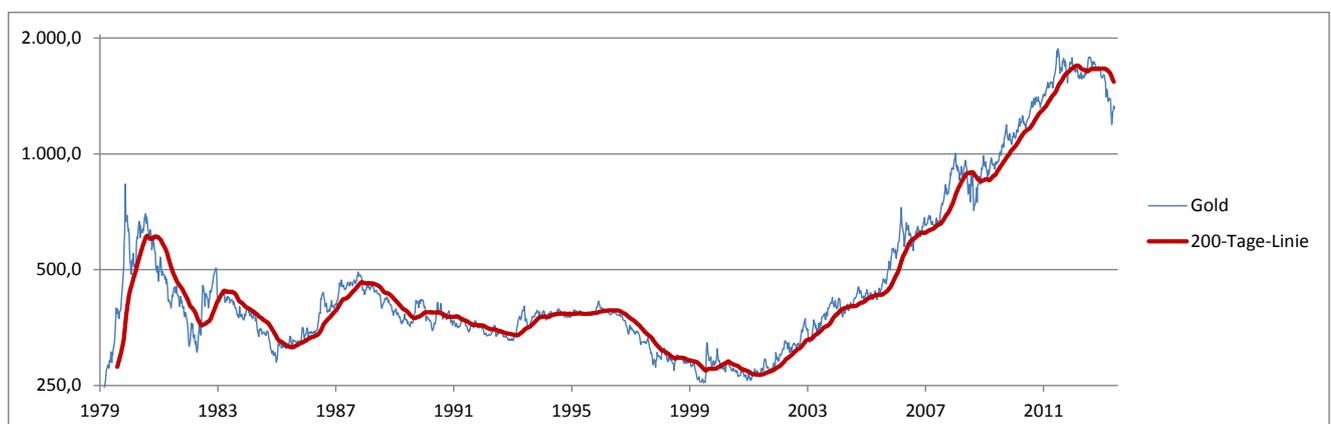
Als Ende 2007 / Anfang 2008 allerdings bei vielen Aktien und mehreren großen Indizes die 200-Tage-Linie unter die aktuellen Kurse fielen (wie hier am Beispiel des DAX gezeigt), wurde der beginnende Abwärtstrend deutlich angezeigt.

Charakteristisch für einen Abwärtstrend ist, dass der Kursverlauf i.d.R. unterhalb der 200-Tage-Linie verläuft und sie bei Kursgegenbewegungen einen starken Widerstand bildet. Auch hierfür ist die Abbildung mit dem DAX ein gutes Beispiel: Hier sieht man, wie im Mai 2008 die 200-Tage-Linie für die zwischenzeitliche kurzfristige Aufwärtsbewegung (Dows Sekundärtrend) einen unüberwindbaren Widerstand darstellte.



Ein Seitwärtstrend lässt sich durch eine Seitwärtsbewegung der 200-Tage-Linie beschreiben. Der Kurs schwankt dann in der Regel innerhalb einer relativ engen Handelsspanne um diese Linie herum.

Ein Beispiel für eine Anlage, deren Trends fast immer diesem Muster folgten, ist Gold in US\$.

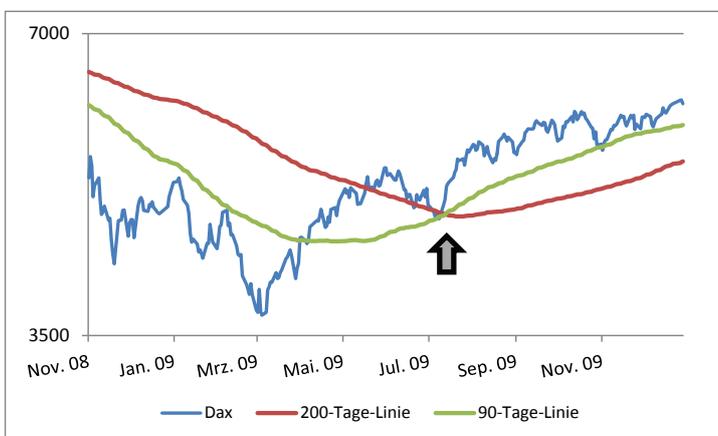


Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Mit einer kurzen Ausnahme (2009) waren in den letzten 35 Jahren Kursaufschwünge von Gold davon gekennzeichnet, dass bei Aufwärtsbewegungen der Kurs oberhalb der 200-Tage-Linie verlief, bei Abwärtsbewegung eindeutig unterhalb. Allerdings zeigt das Fehlsignal von 2009 deutlich, wie gefährlich es ist, sich nur auf charttechnische Signale zu verlassen. Hier fiel der Kurs deutlich unter die 200-Tage-Linie, drehte dann aber wieder nach oben. Der Bruch der 200-Tage-Linie ist also ein starkes Indiz für eine Trendumkehr, reicht aber alleine noch nicht aus, um sie festzustellen.

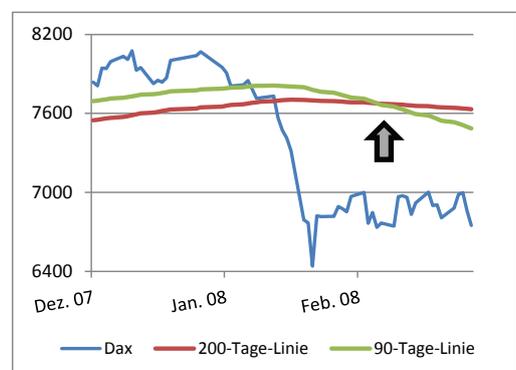
Interessant sind auch die Schnittpunkte verschiedener Trendlinien. Schon Dow hatte beobachtet, dass Trendlinien parallel verlaufen oder zumindest nicht entgegengerichtet sein sollten, um einen stabilen Trend zu kennzeichnen. Wenn sich gleitende Durchschnitte also schneiden, ist dies ein starker Indikator für eine Trendwende. Der bekannteste dieser Schnittpunkte ist das sog. „goldene Kreuz“.



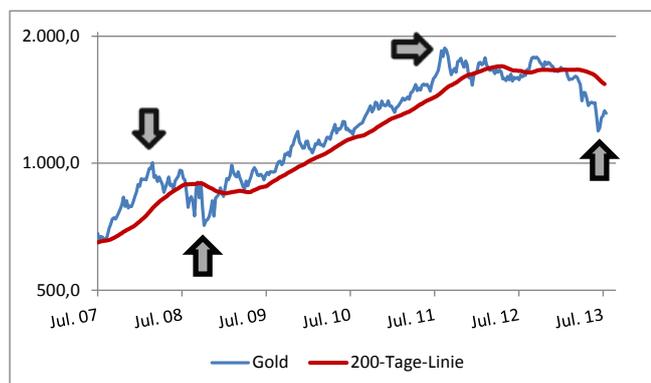
Als goldenes Kreuz bezeichnet man eine Chartformation, bei der in einer Aufwärtsbewegung der gleitende Durchschnitt für 90 Tage denjenigen von 200 Tagen überschreitet, wie im linken Beispielchart des DAX. Dieses Signal ist allerdings recht träge: Wie man in dem Chart auch sieht, erscheint es erst, nach dem die erste Phase der Aufwärtsbewegung schon vorbei ist. Insofern ist es vor allem als Trendbestätigungssignal zu sehen.

2008 hat beim DAX – wie auch bei vielen anderen Indizes – das Signal auch in die umgekehrte Richtung funktioniert: Das Unterschreiten der 200-Tage-Linie durch die 90-Tage-Linie im Februar hat klar die beginnende Abwärtsbewegung signalisiert, und den vorherigen Trendbruch der 200-Tage-Linie bestätigt.

Insofern eignen sich Schnittpunkte von der 200-Tage-Linie und der 90-Tage-Linie sowohl als Trendbestätigungssignale wie auch als Warnsignale.



Am Chart des Goldpreises lässt sich auch demonstrieren, wie man spekulative Übertreibungsphasen mit Charts identifizieren kann. Ein bewährtes Instrument zur Identifikation von Kursübertreibungen ist die Analyse der Differenz zwischen 200 Tage-Linie und dem Tageskurs.



Abweichungen von über 20% zeigen in der Regel an, dass die kurzfristige Bewegung über ihr Ziel hinausgeschossen ist. Ein Beispiel hierfür ist wieder der Chart für Gold, wo sowohl 2008 wie auch 2010 ein Überschießen des Kurses um mehr als 20% über die 200-Tage-Linie eine deutliche Preiskorrektur ankündigte.

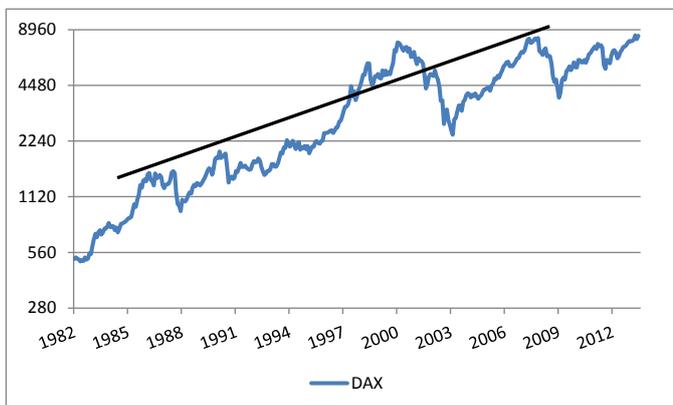
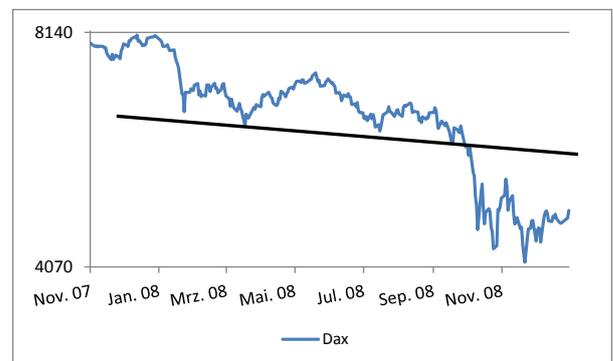
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

2013 ist der Goldpreis wieder mehr als 20% unter die 200-Tage-Linie gefallen. Allerdings sollte sich jetzt niemand nur aufgrund dieses Signals zu einem Kauf von Gold verleiten lassen, um auf die Gegenbewegung zu spekulieren. Die 200-Tage-Linie hat klar nach unten gedreht und signalisiert eine eindeutige Trendwende. Gerade Abwärtsbewegungen können aufgrund von Panikverkäufen eine Dynamik entfalten, durch die es zu weit stärkeren Kursverlusten kommen kann als nur 20% von der 200-Tage-Linie. Dies hat man z. B. in den Aktienmärkten während der Finanzkrise 2008 gesehen (hier dargestellt in den DAX-Charts auf Seite 16 & 17).

Wenn sich die Dynamik in Abwärts- bzw. Aufwärtstrends beschleunigt, kann dies ein starkes Zeichen für eine spekulative Überhitzung sein. Man spricht dann i.d.R. von einem sogenannten Over- bzw. Undershooting. Diese Situationen sind insbesondere auch für langfristig orientierte Anleger interessant, da ein „Undershooting“ oft interessante Einstiegsmöglichkeiten mit sich bringen kann. Andererseits sollte man bei einem deutlichen „Overshooting“ auch das Festhalten an Langfristinvestments hinterfragen.

Bei DAX gab es 2007-2008 einen „normalen“ Abwärtstrend, der sich jedoch Ende 2008 im Rahmen der Finanzkrise beschleunigte. Panikverkäufe verängstigter Investoren drückten den Kurs auf extreme Tiefststände. Der DAX durchbrach in einer Phase negativer Übertreibung quasi seinen Abwärtstrend nach unten. Die hohen Handelsvolumina und starken kurzfristigen Schwankungen an den Tiefpunkten waren ebenfalls charakteristisch für Überhitzungsphasen. Diese Übertreibungsphasen können durchaus einige Zeit andauern, die Tiefststände wurden erst im März 2009 erreicht.



Einen umgekehrten Fall hat man Ende der 90er Jahre erlebt, als im Zuge der Interneteuphorie die Aktien-Märkte auf neue Höchststände getrieben wurden. Dies wird hier erneut am Beispiel des DAX gezeigt, der 1997 aus seinem Aufwärtstrend nach oben ausbrach, um dann in eine dreijährige Phase spekulativer Überhitzung einzumünden. In diesem Fall wäre es auch für Investoren, die eine „Buy and Hold“-Strategie verfolgen, richtig gewesen, sich zwischenzeitlich von überbewerteten Aktien zu trennen.

Bei der 200-Tage-Linie (wie auch anderen populären gleitenden Durchschnitten wie der 90-Tage-Linie bzw. der 38-Tage-Linie) und Trendlinien hängt ihre Effektivität als Analyseinstrument sehr stark davon ab, dass eine Vielzahl von Anlegern sie über charttechnische Analyseprogramme (vor der Computerzeit gab es Chartbücher, welche die gleiche Funktion erfüllten) leicht berechnen und ansehen kann. Gerade dadurch, dass sie so viel beachtet sind und Anlegern als Entscheidungsgrundlage dienen, werden die durch sie vorgegebenen Kursmarken in Investorengehirnen „verankert“. Insofern spiegeln sie die Eigenschaft der Charttechnik als Methode der sich selbst erfüllenden Prophezeiungen besonders gut wider.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

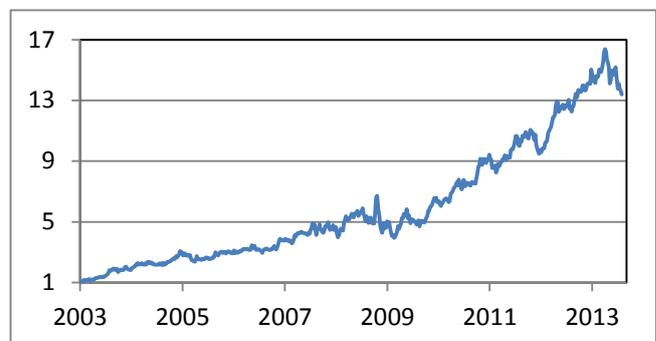
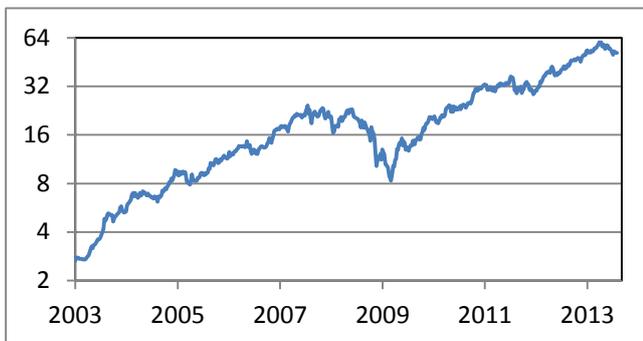
Relative Stärke

Der Aufstieg oder Niedergang von Unternehmen, Sektoren oder sogar ganzen Aktienmärkten geht in einem schleichenden und mehrjährigen Prozess vonstatten. Gewinner verbessern sich sukzessive zu den übrigen Konkurrenten, Verlierer fallen nach und nach immer mehr zurück. Diese Auseinanderentwicklung von Unternehmen bzw. andern Emittenten spiegelt sich in der Kursentwicklung wieder und ist bei den Wertpapieren in relativen Stärken messbar. Sie erhält man, in dem man die Kursentwicklung eines Wertpapiers bzw. eines Indizes zu derjenigen einer Referenzgröße in Beziehung setzt. Dies können i.d.R. Vergleichsindizes sein, oder aber auch andere Wertpapier-Kurse (wie z. B. die Kurse von einem direkten Konkurrenten).

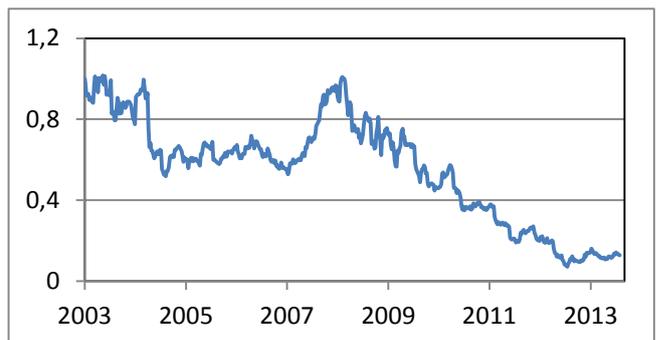
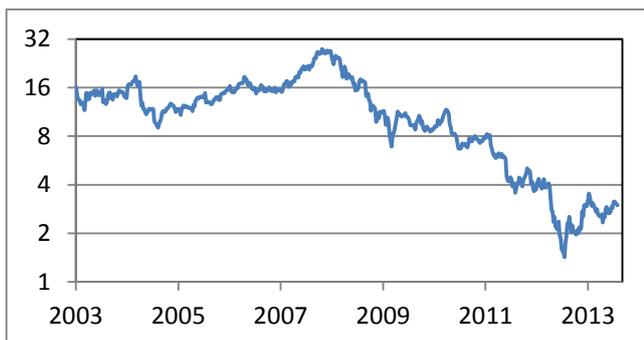
Relative Stärken haben den Vorteil, dass ihr Verlauf nicht oder nur geringfügig durch zufallsbedingte Marktschwankungen beeinflusst wird. Da sie aus der Division zweier Zeitreihen ermittelt werden, die gleichermaßen von Markteinflüssen beeinträchtigt werden, neutralisieren sich diese und die unterliegenden fundamentalen Trends kommen zum Vorschein.

Im Folgenden werden zwei Beispiele gegeben, in denen sich langfristige fundamentale Trends in den Entwicklungen zweier Unternehmen in den relativen Stärken gut widerspiegelt haben.

Der deutsche Schmierstoffspezialist Fuchs Petrolub hat erfolgreich eine Marktnische für sich entwickelt. Im Gegensatz zum absoluten Kurs (links), der durch allgemeine Marktereignisse wie die Finanzkrise verzerrt ist, spiegelt der relative Chart (rechts) die langfristig überdurchschnittliche Entwicklung genauer wieder. Auch deutet der relative Chart an, dass hier in den vergangenen Monaten eine gewisse Überhitzung stattgefunden hat. Jetzt kommt es auf eine genaue fundamentale Bewertung des Unternehmens an: Entweder bedeutet das Overshooting ein Warnsignal; oder die derzeit laufende Korrektur eröffnet eine Einstiegschance.



Bei Nokia hingegen sieht man den schrittweisen Abstieg des einstigen Weltmarktführers für Mobiltelefone eindrücklich im relativen Abwärtstrend (rechts) widerspiegelt.



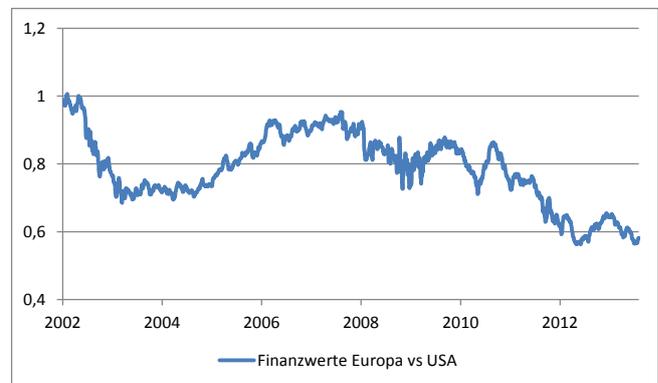
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

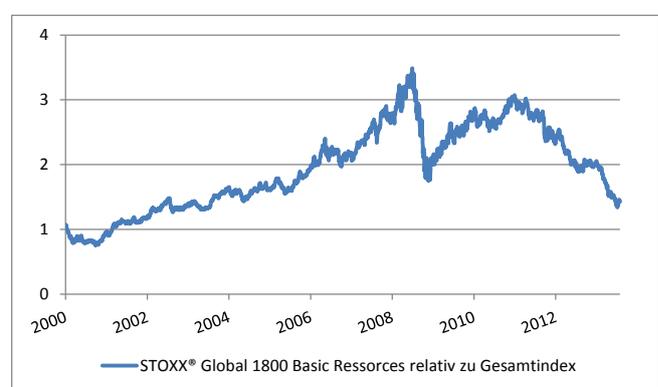
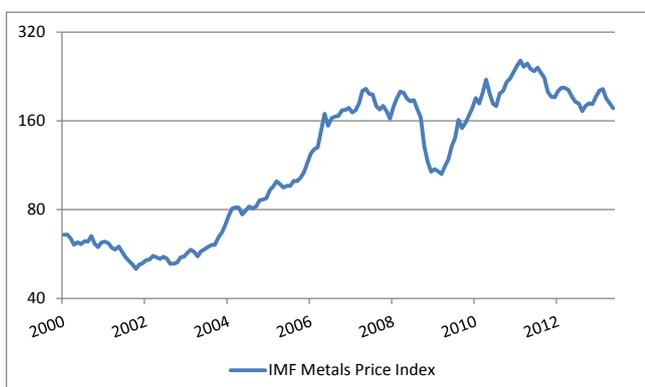
Relative Stärken können auch strukturelle Unterschiede zwischen Ländern, Regionen oder Sektoren darstellen. Hierbei können Sie auch interessante Hinweise auf andere mögliche Entwicklungen geben.

So wird hier beispielhaft die relative Entwicklung des STOXX® Europe 600 Financials zum Gesamtmarktindex STOXX® Europe 600 dargestellt (links). Man sieht relativ deutlich die sehr schwache Wertentwicklung seit 2006. Die relative Stärke hatte also schon vor der Finanzkrise ins Negative gedreht. Der seitdem anhaltende relative Abwärtstrend ist wiederum vor ca. einem Jahr gebrochen worden.

Interessanterweise zeigt der europäische Finanzsektor auch seit Mitte 2007 eine ausgeprägte relative Schwäche gegenüber US-Finanzwerten, gemessen an der Entwicklung des STOXX® USA 900 Financials (rechts). Diese relative Schwäche hält nach wie vor an. Obwohl die Finanzkrise in den USA ihren Ausgangspunkt hatte, wurde der dortige Finanzsektor weniger getroffen bzw. erholte sich schneller.



Im Beitrag „Klartext: Endet der Superzyklus im Supercrash?“ in dieser Ausgabe wurden die verschlechterten Aussichten für den Rohstoffsektor behandelt. Interessanterweise spiegeln sich diese negativen Entwicklungen schon seit ca. 2 Jahren in einem relativen Verfall der Aktien aus diesem Sektor wieder (rechts), während die Rohstoffpreise (links) selbst bisher noch kaum korrigiert haben. Hier sendet die relative Entwicklung der Rohstoffaktien ein klares Warnsignal an alle Rohstoffinvestoren.



Die Reihe „Charttechnik für Langfristanleger“ wird in den nächsten Ausgaben fortgesetzt mit konkreten Beispielen zur Anwendung der hier vorgestellten Analysemethoden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seite 8:

https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/7/7d/LogisticMap_BifurcationDiagram.png

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Rio Tintos Expansionspläne in Pibara wurden beschrieben nach Neil Hume: Rio Tinto chief defends \$5bn expansion of iron ore project, Financial Times 9. Mai 2013 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2fd1e664-b876-11e2-a6ae-00144feabdc0.html#axzz2b0ctBJDj>).

Zum Thema Rohstoffpreisentwicklung vgl.: José Antonio Ocampo: "SUPER-CYCLES OF COMMODITY PRICES SINCE THE MID-NINETEENTH CENTURY" <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/commodity/pdf/Ocampo.pdf>. Sein Vortrag ist als Video abrufbar unter: <http://www.imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=2260899208001>. Preisdaten wurden beim IWF bezogen, Daten zur Investitionen in Australien bei „The Bureau of Resources and Energy Economics (BREE)“ (<http://www.bree.gov.au>). Zu JP Morgan vgl.: "JPMorgan quits physical commodities business" von CNBC.com; (<http://www.cnbc.com/id/100900230>)

Zur Chaostheorie vgl.: Benoit B. Mandelbrot, Richard L. Hudson: „Fraktale und Finanzen“ (2. Aufl. Piper Verlag, München 2005). Zu Renaissance Technologies vgl. <http://www.institutionalinvestorsalpha.com/Article/3148189/Is-Renaissance->

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

[Technologies-Falling-off-the-Mark.html](#) sowie [http://en.wikipedia.org/wiki/Renaissance Technologies](http://en.wikipedia.org/wiki/Renaissance_Technologies) . Zu Didier Sornette vgl.: James Owen Weatherall: „The Physics of Wall Street“, (Houghton Mifflin Harcourt, Boston & New York 2013) sowie seine Website <http://www.er.ethz.ch/people/sornette>.

Zu Sornettes Theorie der Drachenkönige auf den Finanzmärkten vgl. Didier Sornette: „Dragon-Kings, Black Swans and the Prediction of Crises“ aus dem International Journal of Terraspace Science and Engineering (Juli 2009) <http://arxiv.org/abs/0907.4290>.

Zur Charttechnik gibt es viele Bücher, die aber im Wesentlichen auf die kurzfristigen Aspekte abstellen. Noch am besten wird die Thematik behandelt im Klassiker von 1948: „Technical Analysis of Stock Trends“, von Robert D. Edwards und John Magee , der 2013 in einer von W. H. C. Bassetti überarbeiteten 10. Auflage erschienen ist.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 21.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 5.8.2013.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten. Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: Aktien Scheider Electric, Capita Group
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien Scheider Electric, Capita Group
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.