

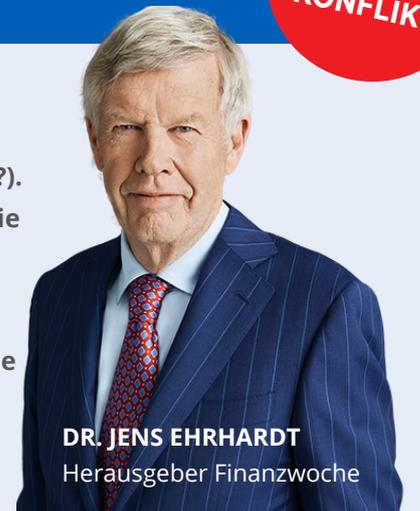
# FINANZWOCHE

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

ZUR LAGE:  
UKRAINE-  
KONFLIKT

## ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- **Ukraine/Russland-Konflikt wurde bisher nicht gelöst, aber kein dauerhafter Baissegrund.**
- **Wichtigster Börseneinflussfaktor bleibt die US-Notenbank-Politik bzw. die US-Inflation. Keine Entwarnung in Sicht (Februar-US-Inflation 7,9%?).**
- **US-Zinsentwicklung weiter aufwärts gerichtet. Dies drückt nicht nur die Inflation, sondern auch Konjunktur und am Ende die Börse.**
- **USA bremst spät im Konjunkturzyklus und bei schon sehr flacher Zinskurve. Zinsanstieg wirkt wegen hoher Verschuldung wesentlich mehr bremsend als in früheren Zyklen. Für die Börsen bedeutet dies am Ende niedrigere Gewinne und Anti-Goldilocks-Situation.**
- **Gold/Goldaktien sollten von hoher Unsicherheit profitieren. Value-Werte (z.B. Energieaktien und Versorger) wirken vermögenserhaltend.**



**DR. JENS EHRHARDT**

Herausgeber Finanzwoche

Putin schafft de jure Fakten in den unabhängigen Ukraine-Teilen, die ohnehin de facto seit acht Jahren von der Ukraine getrennt waren. Da ein eigentlicher großer Krieg (angeblich der größte seit dem Zweiten Weltkrieg laut Biden) nie zur Debatte gestanden haben dürfte und kaum erfolgen wird, dürfte das Thema Ukraine für die Weltbörsen bald erledigt sein. Es sei denn, Putin vergrößert die unabhängigen Gebiete willkürlich.

Die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft werden auch bei drastischen Sanktionen gegen Russland gering sein. Am stärksten ist zwar Deutschland betroffen, hat aber nur 1,9% Exportanteil Richtung Russland (die EU 1,1%). Die USA haben kaum Außenhandel mit Russland (kauften zuletzt im November russisches Öl). Auch Deutschland und Europa werden weiterhin genau wie bisher Öl und Gas in Russland kaufen. Sanktionen sind hier wegen der totalen Abhängigkeit von Russland unmöglich. Die USA haben zwar ihre Flüssiggas-Lieferungen nach Europa auf ein neues Hoch gesteigert (USA als Krisengewinner durch stark steigende LNG-Flüssiggaspreise!), liegen aber am Rand der Kapazitätsgrenze (Produktion, Schiffe, siehe Chart Seite 10).

Durch die Sanktionen werden die USA zum Hauptgewinner des Konflikts. Ähnlich wie in China (Sanktionen ruinierten das Apple-Konkurrenzunternehmen und früher führende Handy-Unternehmen Huawei) dürften die US-Sanktionen Russland bei der Produktion von

technologisch hochwertigen Gütern noch mehr schaden als China. Russland ist angewiesen auf den Import von qualitativ hochwertigen Halbleitern und anderen Technologieprodukten, die das Land in den nächsten Jahren keinesfalls selbst produzieren kann. Auch den Bau moderner Flugzeuge kann Russland jetzt vergessen. Die Gewinner des Machtkampfes sind die USA (geopolitischer Sieg, wirtschaftliche Schädigung Russlands, hoher LNG-Preis), die Verlierer sind Russland und Deutschland (höhere Energiepreise; Brent bereits bis an 100 \$, betroffene Exporte nach Russland).

Ab sofort ist also wieder die US-Notenbank der Hauptbelastungsgrund für die Weltbörsen. Monetäre Faktoren drücken weiterhin weltweit die Aktienkurse. Fast täglich wurden zuletzt in den USA neue Forderungen an die Notenbank gestellt, das monetäre Bremstempo zu verschärfen. Inzwischen geht man von sieben Zinserhöhungen von jeweils 0,25% in diesem Jahr aus. Es gibt auch Forderungen, sofort mit einer 0,5%-Zinserhöhung zu beginnen (zuletzt 2008, als letzte Zinserhöhung passiert, was eine Börsenbaisse bis März 2009 verursachte, bei vielen Indizes bis 75% und mehr). Trotz der geforderten drastischen schnellen Zinserhöhungen dürfte die Situation aber nicht mit 2008 oder der vorangegangenen Internet-Blase 2000/2003 vergleichbar sein.

Der augenblickliche Konjunkturzyklus ist untypisch. Die Preissteigerungen, die die US-Notenbank zum Han-

deln zwingt, sind nicht Folge eines langen überhitzten Konjunkturbooms, der zu monetärer Anspannung und entsprechenden Liquiditätsproblemen in der Wirtschaft und im Bankensystem geführt hat. Diesmal war es einerseits Corona-bedingter Angebotsmangel (wo sich jetzt bereits eine Entspannung abzeichnet), und andererseits die größte fiskalpolitische Stimulierung, die es je gab, in Höhe von ca. 5 Bio. \$, wovon über 2 Bio. \$ direkt an die Konsumenten ausgeschüttet wurden, was zu entsprechender inflationstreibender Nachfrage führte. Die fiskalpolitische Stimulierung ist aber inzwischen scharf zurückgefahren worden. Dies dürfte die Nachfrage dämpfen, während gleichzeitig das Angebot wieder wächst. Das Inflationshoch ist für Februar zu erwarten (7,9% in USA?). Die Inflation dürfte sich zwar auf gegenüber früheren Zyklen höherem Niveau einpendeln, aber mit der Inflation der 1970er Jahre dürfte die heutige Lage wenig zu tun haben.

Selektive US-Inflationsherde werden allerdings nicht so schnell zurückgehen. Ein solcher Sektor sind die US-Wohnungsmieten (zuletzt +4,4%). Vorerst sind hier weitere Steigerungen zu erwarten (Chart Seite 10). Gewichtung in der Inflationsrate 41%! Mittelfristig sollte aber ein sich abzeichnendes 48-Jahres-Hoch im Mietwohnungsneubau Entlastung schaffen. Schwer zu kalkulieren ist auch die Lohninflation. Zuletzt kamen aber viele Arbeitnehmer auf den Arbeitsmarkt zurück, die zuvor Corona-bedingt gefehlt hatten. Mit steigender Partizipationsrate (deshalb Arbeitslosenrate zuletzt 0,1% erhöht) sollte sich auch die Situation am Arbeitsmarkt mittelfristig entspannen können. In Europa wirkten die höhere Arbeitslosenquote als in den USA und der Rückgang des Geldmengenwachstums M2 von 12% auf 8% bremsend. Zieht die Notenbank ihre angestrebte Bremspolitik durch, so dürfte die US-Inflation wie 2008 wieder stark zurückgehen, weil die Bremspolitik 2023 eine Rezession, verbunden mit entsprechend geringer Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, auslösen dürfte.

Die zum Teil heute zu hörenden Bremsperspektiven der US-Notenbank, die bis zu drei Jahren reichen (so entsprechende Prognosen von US-Großbanken) erscheinen völlig unrealistisch. Paul A. Volcker konnte die Inflation der 1970er Jahre Anfang der 1980er Jahre massiv bremsen, weil die US-Wirtschaft damals um ein Vielfaches weniger verschuldet war als heute und die damals rigorose Bremspolitik entsprechend keine größere Rezession nach sich zog. Heute dagegen würden die angestrebten (umgesetzten) Zinserhöhungen sich in

Form einer Rezession auswirken. Dies dürfte zur Folge haben, dass die US-Inflation 2023 kein beängstigendes Thema sein wird. Dazu kommt der langfristige Weltwirtschaftstrend Richtung Disinflation wegen Verschuldung und Demographie. Die Frage eines neuen Herumwerfens des Steuers der Notenbank ist somit nur eine Frage der Zeit. Die Frage ist nur, was bis dahin passiert. Angesichts der völlig einseitigen Ausrichtung der Amerikaner auf die Aktienanlage (historisches Extrem gegenüber historischem Tief bei der Anlage in Bonds) bestehen vorerst Risiken an den Aktienmärkten. Mit entsprechenden Folgen für den US-Konsum via belastetem Reichtumseffekt.

Scharfe monetäre Bremsung hat bisher immer zu Aktienbaisse und Rezession geführt. Schwächere Bremsung (wenig Zinserhöhungen) führte dagegen nach der ersten Zinserhöhung sogar noch zu Kurssteigerungen im Index (Chart Seite 10). Allerdings gibt es zwischen Zinserhöhungen plus Liquiditätsverknappung (Verkauf von Anleihen in großem Stil von ca. 100 Mrd. \$ pro Monat geplant) und Aktienbaisse erhebliche Zeitverzögerungseffekte. In der Regel waren es ca. sechs Monate bezogen auf den Aktienmarkt und ein Jahr bezogen auf die Konjunktur, bevor Negativeffekte größeren Ausmaßes spürbar wurden. Diesmal könnte die Zeitverzögerung sogar größer sein, da der US-Finanzmarkt – völlig unterschiedlich als in jedem anderen Konjunkturzyklus – äußerst liquide ist (Chart Seite 13). Es kann also sein, dass es diesmal länger dauert, bis Zinserhöhungen und Liquiditätsabschöpfung zu einem sogenannten "Crunch" (fehlende Liquidität in der Wirtschaft mit fehlenden Kreditvergabemöglichkeiten der Banken) kommt.

Einen vollständigen Schutz vor Kursrückgängen am Aktienmarkt dürfte aber auch diese sonst übliche Zeitverzögerung nicht bieten. Diesmal bremsst die Notenbank in einem Konjunkturstadium, das durch einen schon schwächer werdenden Aufschwung gekennzeichnet ist. In der Vergangenheit ergaben sich Überhitzungserscheinungen relativ frühzeitig im zweiten Drittel eines Konjunkturaufschwungs, so dass in eine noch bestehende starke Aufwärtsbewegung hinein gebremst wurde, während diesmal kein so robuster, sich beschleunigender Aufschwung mehr stattfindet, sondern bereits eine Abflachung sichtbar ist.

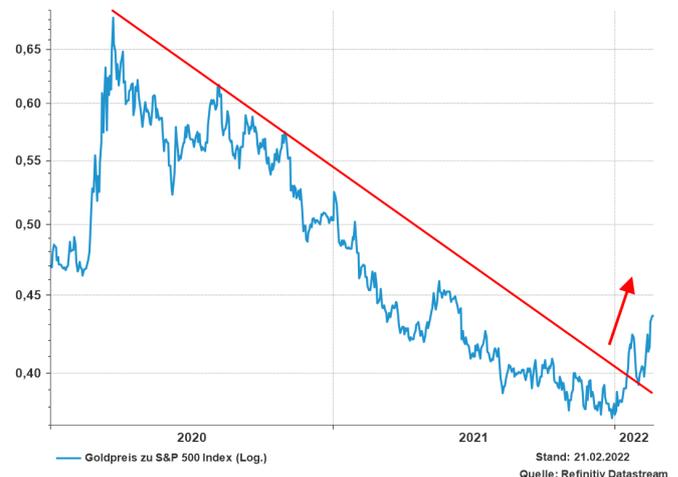
Die Zinsstrukturkurve, die bei Annäherung an Null (heute noch 0,4%) Konjunktur-Warnsignale gibt, ist diesmal gefährlich flacher als zu früheren Zeiten einer

beginnenden Bremspolitik durch die FED in Form von Zinserhöhungen. Nur 1999 war sie vergleichbar flach, was auch zu relativ schnellen Auswirkungen auf Börse und Konjunktur führte. Hinzu kommt, dass diesmal bei höheren Zinsen die Verschuldung mehr bremsen wird als in früheren Zyklen und dass die Einkommen nach Abzug der Inflationsrate zuletzt sogar ca. 2% sanken. Alles in allem spricht die Gesamtsituation aus monetärer Sicht aber eher für eine volatile Seitwärtsbewegung als eine baldige scharfe Aktienbaisse auf breiter Front. Kleine und mittelgroße Titel sowie Aktien mit hoher Bewertung und schlechter Bilanz dürften am meisten leiden. Da die Zinsen voraussichtlich weiter steigen werden, dürften verschuldete Unternehmen oder der Sektor der Technologieunternehmen in der Verlustzone schwach tendieren. Solidere (Value-)Titel mit niedriger Bewertung sollten dagegen stabiler sein.

In unsicheren Zeiten ist Gold (und Goldaktien) in der Regel eine gute Anlage. Eigentlich hätte man meinen sollen, dass das gelbe Metall schon lange wegen der höchsten Preissteigerung seit 40 Jahren stärker steigt. Gebremst wurde der Anstieg aber durch die Tatsache, dass besonders amerikanische institutionelle Anleger in sehr großem Stil aus Pandemieangst die alleinigen, großen Käufer für Gold primär ab März 2020 waren. Dann sah man aber, dass die allgemein prognostizierte Börsenbaisse überging in einen Aufschwung mit Aktienindexverdoppelungen. Dies zwang zu Tauschoperationen von Gold in Aktien. Da der Goldmarkt nicht so umsatzstark ist wie oft vermutet, drückten die Goldverkäufe der US-Institutionellen von ca. 370 Tonnen lange den Preis. Inzwischen ist die Verkaufswelle aber ausgelaufen. Zum ersten Mal gibt es wieder Käufe von Gold-ETFs. Sogar die Notenbanken kaufen mehr Gold gegenüber Vorjahr. Die Altgold-Verkäufer verkaufen weniger und die Nachfrage nach Barren und Münzen steigt deutlich. Am wichtigsten war aber zuletzt die wieder steigende Nachfrage aus China (60% der Schweizer Goldexporte gingen nach China, was ein 5-Jahres-Hoch war) und dem traditionellen Gold-Kaufland Indien. Der Ölpreisanstieg könnte allerdings die zukünftigen Möglichkeiten zum Goldkauf in Indien bremsen (zuletzt wieder stark rückläufige Importe). Indien ist so abhängig vom Ölimport wie wenig andere Länder, so dass die Belastung der Leistungsbilanz nach dem Ölpreisanstieg nicht auch noch neue Rekordkäufe von Gold verkraften kann. Weiter steigen dürften die Goldkäufe aber in China und in Russland. Dort fürchtet man, dass wegen bevorstehender Sanktionen allein Gold unbelastet bleibt.

Steigt der Goldpreis im Trend weiter, was trotz kurzfristig überkaufter Markttechnik mittelfristig realistisch erscheint, dürften Goldaktien (und auch die spekulativeren Silber-Titel) gesucht sein. Palladium könnte nach dem jüngsten Kursrückschlag wieder profitieren, da Russland neben Südafrika der Hauptproduzent ist und russische Lieferungen bei Sanktionen wegfallen würden (Chart Seite 12). Von entsprechenden Befürchtungen werden auch andere NE-Metallpreise (Aluminium) getrieben. Amerikanische Goldaktien kann man über breite Indexkörbe erwerben. Während Privatanleger mehr zu spekulativeren kleineren Goldminen greifen, investieren institutionelle Anleger hauptsächlich in großen Qualitätstiteln wie Newmont.

### Gold schneidet erstmals besser ab als S&P 500.



Ein Risiko für die Weltkonjunktur könnte China bleiben. Hier fiel die enge Geldmenge M1 (die in der Vergangenheit den besten Zusammenhang mit den chinesischen Aktienkursen hatte) zuletzt um 1,9% (Chart Seite 10). Echte Rückgänge der Geldmenge M1 hat es in China selten gegeben und die waren meist kein gutes Börsenvorzeichen. Die breite Geldmenge M2 stieg dagegen auf eine höhere Zuwachsrate von 9,8%. Hier spiegeln sich selektive Konjunkturverbesserungen. Allerdings zeigt der Abwärtstrend bei der wichtigsten Konjunkturkomponente Immobilienmarkt noch keine Stabilisierung. Dies wird (von Optimisten) erst im Verlauf des 2. Halbjahres erwartet. US-Aktienhäuser, die bisher die China-Entwicklung gut eingeschätzt haben, raten bei dem Kauf chinesischer Aktien immer noch zu Geduld.

Die Regierung dürfte versuchen, die Wirtschaft durch verstärkte Infrastrukturmaßnahmen und Förderung von Industriezweigen, in denen China im internationa-

len Vergleich hinterherhinkt, zu fördern, aber vorläufig muss man in China mit für chinesische Verhältnisse nur geringen Wachstumsraten (maximal 5%) für die Volkswirtschaft bzw. eher belasteter Gewinnentwicklung rechnen. Auffällig gut hält sich die chinesische Währung, was durch den hohen Realzins zu erklären ist. Die Inflation liegt nur bei 0,9% (Kernrate 1,2%) bei mehr als doppelt so hohem Anleihezins.

China bietet also Realzinsen im Gegensatz zu USA, Europa und Japan (wo die Inflation mit 0,2% bei der Kernrate leicht anzieht und ohne die stark gesunkenen Telefonpreise mehr anziehen würde). Chinesische Staatsanleihen sind aufgrund von US-Sanktionen für viele Banken nicht erwerbbar, wohl aber Yuan-Anleihen internationaler Banken und Agenturen. Chinesische Anleihen waren in diesem Jahr eine der wenigen Lichtblicke in einem sonst seit Jahrzehnten schlechtesten Anleihemarkt.

Am chinesischen Aktienmarkt (sowie an anderen asiatischen Märkten) leiden ähnlich wie in den USA die Wachstumsaktien am meisten, wobei hier bei vielen Titeln noch keine erfolgreich abgeschlossene Bodenbildung und damit ein neuer Aufwärtstrend zu beobachten ist. Aktien mit niedriger Bewertung wie Banken haben sich dagegen zuletzt (wie an anderen Börsen) positiver entwickelt.

Bei den Währungen ist der Dollar traditionsgemäß in Krisen das stabilste bzw. aussichtsreichste Investment-Medium. Begünstigt wird er durch die nominal steigenden und relativ hohen Zinsen und die drastische Verschlechterung der europäischen Handelsbilanz. Hier ist innerhalb der letzten 12 Monate ein Rückgang des Überschusses von 25,9 auf -17,2 Mrd. € zu beobachten (Chart Seite 10). Allerdings hat sich auch die amerikanische Handelsbilanz stetig verschlechtert und das Defizit gegenüber China ist trotz Trump-Abkommen wieder deutlich gestiegen. Auch die Verschlechterung der europäischen Handelsbilanz beruht nicht nur auf niedrigeren deutschen Überschüssen – Chart Seite 10 (und stark steigenden Defiziten in Frankreich auf Rekord-Negativ-Zahlen, Chart Seite 10), sondern auch auf steigenden EU-Defiziten gegenüber China.

Ein steigender Dollar wirkt in den USA wie eine Konjunkturbremse bzw. eine Zinserhöhung. Ein stärker steigender Dollar würde auch den Goldpreis und die Schwellenländer-Börsen bremsen. Der Dollaranstieg seit Anfang letzten Jahres hat allerdings die Rohstoff-

preise (außer Eisenerz) – im Gegensatz zu früher – nicht gedrückt. Generell sind Angebotsdefizite und sehr niedrige Läger bei vielen Metallen der Hintergrund. Eigentlich hätte man wegen der Wirtschaftsabschwächung in China fallende Rohstoffpreise erwartet, was aber nur teilweise (Eisenerz) der Fall ist.

Offensichtlich ist die Post-Corona-Öffnung der westlichen Wirtschaft zumindest teilweise ein Ausgleich für das schwächere China-Wachstum. Damit erscheinen Rohstoffe trotz Dollarstärke eine gute Krisenabsicherung. Hinzu kommt, dass Rohstoffe im Vergleich zu Aktien, Anleihen und Immobilien nach den meisten Indizes nicht auf historischen Höchstkursen notieren. Die Produktion von Rohstoffen wird teilweise auch durch neue grüne Regulierung gedrückt (weniger Angebot! = höhere Preise). Andererseits aber wird die Nachfrage (z.B. bei Kupfer über EV-Autos) durch grüne Politik gefördert. Einfache Korrelationen zwischen Dollar und Rohstoffpreisen, wie in der Vergangenheit, gibt es daher nicht mehr. Gleiches gilt für den Zusammenhang zwischen Dollar und Gold. Eigentlich bremsen ein steigender Dollar die Goldpreise. Im Hinblick auf die vielfach steigende Nachfrage und die nicht überhitzte Gold-Markttechnik an den Terminmärkten sollten die Aussichten für Gold mittelfristig positiv bleiben.

Markttechnisch ist nicht auszuschließen, dass weiterhin eine vorübergehende Euro-Erholung stattfindet. Jedenfalls sprechen die hohen Terminpositionen à la Hausse für den Dollar gegen einen in Krisenzeiten sonst scharf ansteigenden Dollarpreis. Zieht die US-Notenbank allerdings ihre Zinserhöhungspolitik durch, müsste der US-Dollar im Jahresverlauf steigen. Die Europäer werden sich weiterhin schwer tun mit vergleichbaren Zinserhöhungen. Käme es tatsächlich noch zu einem großen Ukraine-Konflikt, würde die EZB bestimmt nicht in eine Problemlage hinein zusätzlich bremsen. Aber auch ohne Konflikt dürfte sich die EZB schwertun, den gerade erst begonnenen Europa-Konjunkturaufschwung mit schnellen Zinserhöhungen abzuwürgen.

Auch wegen der Inflationsdifferenz zu den USA dürften europäische Anleihen in diesem Jahr weniger fallen als US-Anleihen. Ein "safe haven" für Krisenfluchtgeld erscheinen Anleihen weder in Europa, noch in den USA. Mit Gold und Goldaktien sowie anderen Edelmetallen dürfte man sein Vermögen besser schützen. Wohl kaum mit den über 16.000 Krypto-"Währungen" mit Börsenwert von über 2 Bio. \$.

Europäische Aktien bleiben aussichtsreicher bzw. besser geschützt vor den steigenden US-Zinsen. Was sich schon im letzten Jahr abzeichnete (besseres Abschneiden einiger europäischer Aktienindizes als diverse Wall Street-Indizes) setzt sich in diesem Jahr fort. Europäische Aktienindizes (und DAX) entwickeln sich relativ etwas besser als S&P 500 und besonders NASDAQ, wo die beiden letzten Monate die schlechtesten seit 2008 waren. Rückenwind für Europa bieten steigende Gewinne (+10%?) in diesem Jahr, während Zinsanstieg und steigende Credit Spreads bzw. Kursverfall bei Hochzinsanleihen (siehe Chart Seite 11) europäische Aktien bremsen werden. Das Risiko dürfte aber wegen der niedrigeren Bewertung ungleich geringer sein als in den USA. Solange der Euro nicht massiv steigt (wäre Verschlechterung der Gewinne für Exportunternehmen), wäre ein etwas höherer Euro sogar positiv für den dann zu erwartenden verstärkten Kapitalzustrom ausländischer Anleger, die vom Währungsanstieg profitieren wollen.

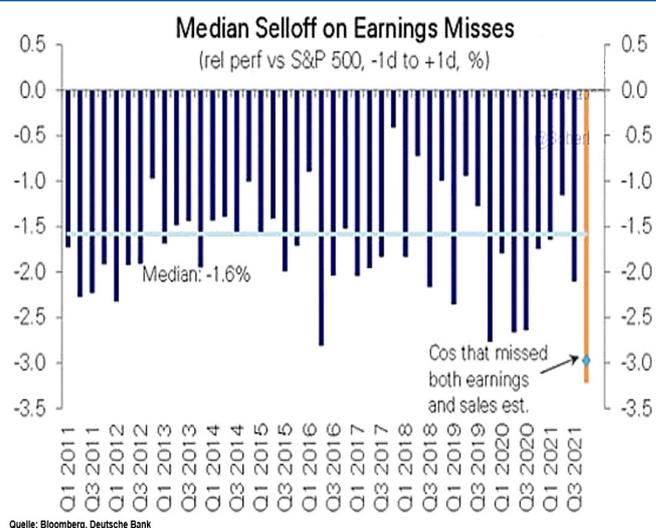
Ein steigender Dollar bzw. fallender Euro würde zu verbesserten EU-Konjunkturperspektiven und Gewinnen führen. Bei den Branchen sollten in Europa primär zinsbedingt Banken und bewertungsbedingt (und im Hinblick auf realistische Fusionen und Übernahmen) Telekom-Aktien begünstigt sein. Nach Jahren unterdurchschnittlicher Wertentwicklung (und entsprechend heute niedriger Bewertung) zeigen Telekom-Aktien erstmals relative Stärke. Diverse Branchen haben 2022 in Europa eine bessere Gewinnentwicklung als vergleichbare US-Unternehmen. Die Gewinnrevisionen (auch die Umsatzüberraschungen) sahen zuletzt in Europa wesentlich besser aus als in den USA. Hauptfaktor ist aber die deutlich höhere Bewertung der US-Aktien. Auffällig (bzw. markttechnisch negativ) ist, dass US-Aktien in den letzten 10 Jahren niemals so negativ auf schlechte Unternehmensmeldungen ("earnings misses") reagiert haben wie zuletzt. Siehe Chart rechts. Fazit:

Bei Beruhigung des Ukraine-Konflikts sind die Ausichten am Aktienmarkt zumindest relativ in Europa besser als in den USA. Eine doch noch krasse Verschärfung des Ukraine-Konflikts würde Europa aber wahrscheinlich zunächst stärker treffen. Aber auch die USA würden trotz der fehlenden geographischen Nähe wegen eines dann zu erwartenden, auch in den USA höheren Energiepreises, eine unerwartete Konjunktverschlechterung hinnehmen müssen. Der Ölpreis ist bestimmt durch einen globalen Markt und Russland ist

zusammen mit den USA und Saudi-Arabien der größte Ölproduzent weltweit.

Die für die kurzfristige Entwicklung wichtige Markttechnik an den Börsen hat sich zwar in den letzten Wochen im Zuge der allgemeinen Kursrückgänge verbessert. Zum Beispiel stieg der Prozentsatz, den die internationalen Fondsmanager in Kasse angelegt haben, auf 5,3%. Angesichts der fehlenden Attraktivität von Anleihen sind die Investoren (besonders in den USA) aber nach wie vor extrem stark am Aktienmarkt Übergewichtet. Dies wird auch an den deutlichen Zuflüssen in Aktienfonds bis in die jüngste Zeit deutlich. Rückflüsse gab es in diesem Jahr nur in einer einzigen Woche, wo etwa 1% der im letzten Jahr zugeflossenen Aktienbestände wieder verkauft wurden. Das Missverhältnis zwischen vorsichtiger Anlegerstimmung und hohen Aktienkäufen liegt auf Rekordniveau. Es ist also realistisch, dass sich die beiden Kurven wieder angleichen bzw. die Zuflüsse in den US-Aktienmarkt sich in Aktienverkäufe umkehren.

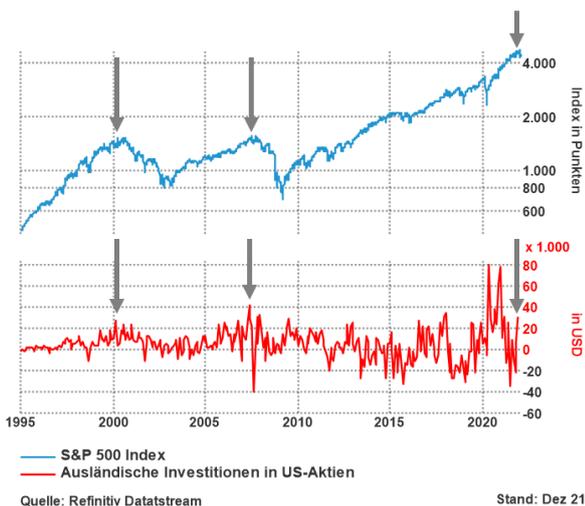
**US-Earnings Misses und Aktienrückgang relativ zum S&P 500 Index.**



Deutlich vorsichtiger geworden sind die US-Kleinanleger, die in den vergangenen Jahren mit erstaunlich hohen Milliardenbeträgen den Aktienmarkt unterstützt hatten. Vorsichtiger werden auch die Käufer von US-Unternehmensanleihen. Hier hatten sich die internationalen Anleihekäufer in den einzigen Markt, der noch hohe Zinsen bot, geflüchtet, was zu einer entsprechenden Überinvestierung bzw. für spekulative Anleihen unnatürlich niedrigen Verzinsung geführt hatte. Der Index der US-Hochzinsanleihen gibt Verkaufssignale.

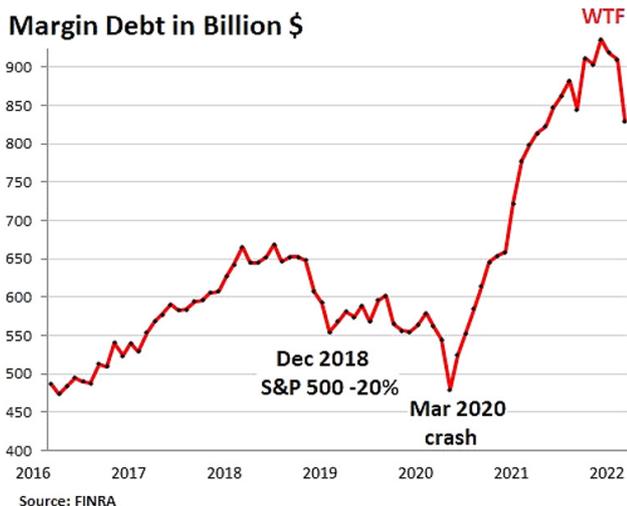
Ein markttechnisches Verkaufssignal ist auch der starke Anstieg ausländischer Käufe von US-Aktien. Sowohl auf dem höchsten Kursstand vor der Internet-Blase ab 2000 und vor der Finanzkrise 2007/08, kauften Ausländer besonders viele US-Aktien praktisch zu Höchstkursen. Siehe nachstehende Graphik.

**Anstieg ausländischer Käufe von US-Aktien gibt Verkaufssignal für Wall Street.**



Ein deutliches Verkaufssignal gibt die Entwicklung der US-Börsenkredite. Sie steigen in der Börsenhausse und fallen in der Baisse (siehe Graphik). Auch in China geben fallende Börsenkredite ein Verkaufssignal.

**US-Börsenkredite geben Verkaufssignal.**



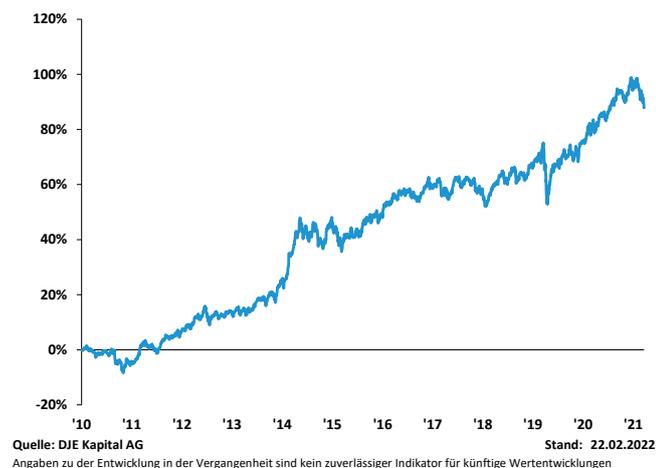
Charttechnisch hat sich die Lage in den USA und Europa ebenfalls verschlechtert. Während erwartungsgemäß der steigende 200-Tage-Durchschnitt im letzten halben Jahr Unterstützung bot, liegen die Notierungen

jetzt bei den meisten Aktienindizes unter einem nur noch flach verlaufenden Durchschnitt der letzten 200 Tage. Nur noch rund 40% der S&P-Aktien befinden sich im Aufwärtstrend (über 200-Tage-Linie) bzw. 60% im Abwärtstrend, kleinere Aktien sogar über 80%. Unter die 200-Tage-Linie fielen erstmals zum Teil auch jene großen, im Index hoch gewichteten US-Titel, die Hintergrund für die gute Wall Street-Indexentwicklung im letzten Jahr waren. Titel, wie Tesla und Alphabet, notieren unter ihrer 200-Tage-Durchschnittskurve.

Frankreich schiebt sich in Europa immer mehr in die Führungsposition. Das sollte auch französische Aktien begünstigen, da Frankreich die höchsten Wirtschaftswachstumswahlen in Europa verzeichnet. Hintergrund ist die von Macron von Anfang an betriebene Schröder'sche Reformpolitik. Ein Glücksfall für Frankreich ist auch die Anerkennung von Kernkraft als grüne EU-Energie, die in Zukunft entsprechend mit EU-Geldern in Frankreich gefördert wird. Frankreich plant den Bau von fünf neuen AKWs, obwohl der Nuklearanteil der Energieerzeugung schon heute bei über 70% liegt (Deutschland hat seine entsprechende AKW-Produktion aufgegeben inklusive Knowhow). Der Absatz der in Frankreich erzeugten Atomenergie dürfte schon heute gesichert sein. Deutschland wird in den nächsten Jahren massiv steigende Stromimporte bei inzwischen schwindelerregend hohen Preisen bezahlen müssen.

Vor Merkels damaligem Entschluss (neben der Annäherung an die SPD wohl ein weiterer Schachzug, um Stimmen zu gewinnen), die 17 deutschen Atomkraftwerke stillzulegen, hatte Deutschland noch 15% seiner Energie mit AKWs erzeugt. Die Politik hat also erneut zu (wachsender) Auslandsabhängigkeit Deutschlands geführt, nachdem schon die Euro-Einführung Deutschland die Hände bindet bei der Konjunktursteuerung durch Zins, Währung und stark verkleinertem Binnenwirtschaftsanteil (Export nicht steuerbar, sondern im Wesentlichen bestimmt durch Konjunktur in Abnehmerländern wie China und USA). Die wirtschaftliche Stabilität und Stärke eines Landes hängt stark ab von der Höhe seiner eigenen Energieerzeugung (war 1913 in Deutschland weltweit am höchsten).

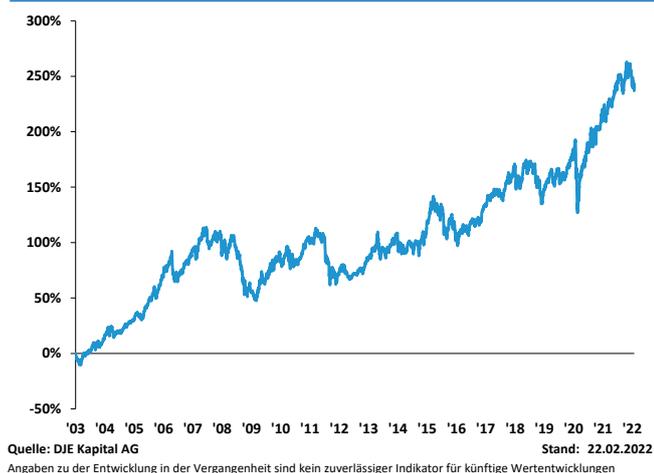
## WERTENTWICKLUNG DJE – ZINS & DIVIDENDE



## TOP TEN POSITIONEN DJE – ZINS & DIVIDENDE

Die grössten Positionen in Prozent des Fondsvolumens (22.02.2022)	
US TREASURY N/B 02/23 (2.0000%)	2,6%
US TREASURY N/B (2.8750%)	2,2%
HANNOVER RUECK SE	1,6%
AMAZON.COM INC	1,5%
TOTALENERGIES SE	1,5%
US TREASURY N/B (2.6250%)	1,4%
EQUINOR ASA	1,4%
US TREASURY N/B (2.3750%)	1,3%
DEUTSCHE LUFTHANSA AG (3.0000%)	1,3%
TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUF.	1,3%

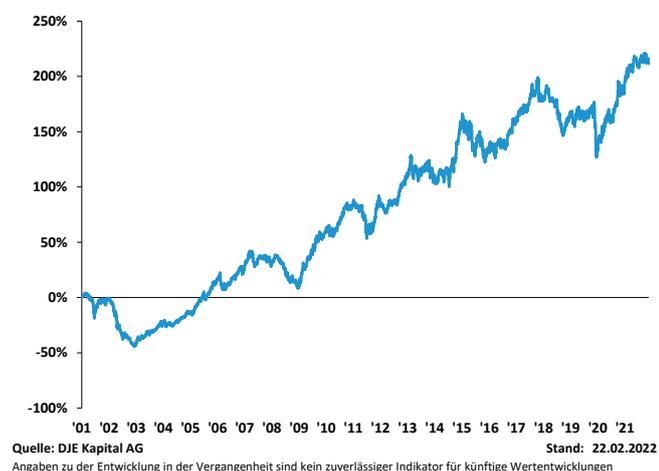
## WERTENTWICKLUNG DJE – ALPHA GLOBAL



## TOP TEN POSITIONEN DJE – ALPHA GLOBAL

Die grössten Positionen in Prozent des Fondsvolumens (22.02.2022)	
INVESCO PHYSICAL GOLD ETC	5,6%
AMAZON.COM INC	2,9%
ALPHABET INC-CL C	2,9%
DEUTSCHE BOERSE AG	2,8%
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	2,8%
TOTALENERGIES SE	2,8%
DBS GROUP HOLDINGS LTD	2,8%
NORDEA BANK ABP	2,7%
ALLIANZ SE-REG	2,7%
HANNOVER RUECK SE	2,6%

## WERTENTWICKLUNG DJE – CONCEPT



## TOP TEN POSITIONEN DJE – CONCEPT

Die grössten Positionen in Prozent des Fondsvolumens (22.02.2022)	
RWE AG	6,7%
E.ON AG	6,2%
BUNDESobligation (0.0000%)	4,3%
ANGLO AMERICAN PLC	3,9%
LYXOR NYSE ARCA GOLD BUGS DR	2,8%
GREAT EAGLE HOLDINGS LTD	2,4%
TOTALENERGIES SE	2,3%
WT PHYSICAL PALLADIUM	2,0%
STRABAG SE	1,9%
HON KWOK LAND INVESTMENT	1,9%

### Finanzwerte

Die Zinsen steigen und damit rücken preiswerte Unternehmen zurück in den Fokus der Kapitalanleger, die lange Zeit ein Schattendasein führten. Oftmals begannen in der Vergangenheit Allokationsüberlegungen für das Portfolio dahingehend, ob man Unternehmen aus dem Finanzsektor strukturell braucht, oder ob man nicht doch bevorzugt bei den deutlich interessanteren, weil wachstumsstärkeren, Technologieaktien investiert bleiben sollte. Untermauert wurde dieses Argument lange Zeit von immer wieder erneut auftretenden signifikanten Strafzahlungen (2008-2018: Bank of America: 47 Mrd. \$; Barclays 22 Mrd. \$; Deutsche Bank 13 Mrd. \$; UBS 7 Mrd. \$) und rechtlichen Verfehlungen im Bankensektor (zuletzt u.a. Geldwäsche im Baltikum bei der Swedbank und Danske Bank). Regulatorisch hatten Anleger hier ebenfalls viel Gegenwind zu verkraften, mit immer wieder erweiterten Kapitalanforderungen. Von der EZB überwachte Banken: Anstieg von ca. 12% Kernkapitalquote (CET1) auf nahezu 16% CET1 im Zeitraum Q2 2015 bis Q3 2021. Gerade als es in den Jahren 2019/20 begann, nach Erleichterung bzw. Zielerreichung auszusehen, folgte die Corona-Krise und damit erneute politische Einflussnahme und die deutliche Einschränkung von Ausschüttungen und der de facto-Ausschluss von Kapitalmarkt-Instrumenten wie Buybacks (Aktienrückkäufe).

Im stark makroökonomisch beeinflussten Bankensektor wendete sich das Blatt im vergangenen Jahr nun deutlich. Im Zuge der anziehenden Inflationsraten (Eurozone zuletzt 5,1%, USA 7,5%) und einer absehbaren weiteren Steigerung im Jahr 2022 begann eine signifikante, bis heute anhaltende Sektor-Rotation, die ihren primären Ausgangspunkt in den sich verändernden Zinserwartungen hat. Auf der einen Seite belastet dies besonders die Unternehmen mit hohen Bewertungen und solche mit weit in der Zukunft liegenden Gewinnen. Auf der anderen Seite rückt damit das lange Zeit stark vernachlässigte Segment der Value-Aktien neu in den Fokus.

Der Investmentcase für den Bankensektor beruht auf den sich zuletzt deutlich verändernden Rahmenbedingungen. Im Zuge der globalen Corona-Pandemie-Krise senkten Zentralbanken rund um den Globus die Zinssätze auf bis dahin ungekannt niedrige Niveaus ab und stützen damit strukturell die globalen Anleihe- und Kreditmärkte. Die Flut des „billigen“ Geldes und ein Zusammenkommen von Covid-bedingten Produktions- und Lieferengpässen sowie deutlich gestiegenen

Rohstoffpreisen führte die Inflation auf ein aktuelles Niveau von ca. 7,5% in den USA, eine seit dem Jahr 1981 nicht mehr erreichte Basis. Einzelne Treiber der Inflation, wie die Energiekosten, sollten mit sich einstellenden Basiseffekten von vorübergehender Natur sein, andere Treiber sind deutlich struktureller. Die Baukosten werden mit steigenden Ansprüchen an die Energieeffizienz nicht sinken (Baukosten in DE von 2011 bis 2021 +41%), Elektrizität wird mit einer höheren Versorgungsvolatilität, bedingt durch erneuerbare Energien, ebenfalls teurer. Die deutlichen Steigerungen bei Mieten in Märkten wie den USA (Jan. 2022 +4,4%) und in Deutschland (2021: +4%), werden ohne starken Neubau ebenfalls nicht zurückkommen. Noch wichtiger wird es jedoch, die Lohnentwicklung im Blick zu behalten. In den USA bewegen sich offene Stellen auf einem Rekordniveau und entsprechend bewegen sich hier auch die Löhne bereits deutlich nach oben (+5,7% ggü. Vorjahr im Januar). In der EU ist dieses Phänomen so noch nicht zu sehen (Q3 2021: +2,8%), es dürfte aber mehr eine Frage der Zeit sein, bis die Gewerkschaften in der Breite auf Basis der Inflation deutlich ambitioniertere Lohnforderungen stellen werden. Der Druck auf die Zentralbanken, zu agieren und über Zinssteigerungen „gegenzuhalten“, dürfte mit steigenden Löhnen deutlich zunehmen, da hier die Argumentation der vorübergehenden Inflation zu kurz greift. Sollte sich die offiziell gemeldete Inflation nicht bald normalisieren, könnte somit zunächst eine Preis-Lohn-Folgewirkung in Gang kommen, die je nach Entwicklung und Erfolg der Notenbanken auch das Potenzial hat, zu einer späteren Lohn-Preisspirale zu werden.

Dieses Szenario schafft die Basis für ein gänzlich neues Umfeld im Bankensektor: Die Europäische- und die US-Zentralbank sind klar positioniert, die Zinswende zu vollziehen. Während die FED in den USA in jedem Fall bereits in diesem Jahr deutliche Zinserhöhungen vollziehen wird (erwartet werden aktuell sieben Zinsschritte à 25 BP), hält sich die EZB ihre Möglichkeiten noch offen. Zuletzt wurde aber auch bei der europäischen Zentralbank deutlich mehr Interpretationsraum für mögliche Zinserhöhungen in diesem Jahr gelassen (erste Marktteilnehmer wie die UBS erwarten hier auch zwei Zinsschritte in diesem Jahr). Ergänzt würden die Zinsschritte von der Einstellung der Anleihekäufe durch die Zentralbanken, was ergänzenden Druck auf die Zinskurve ausüben wird. Mit guten Arbeitsmarktdaten und hartnäckiger Inflation erhärtet sich die Basis für ein Szenario mit kontinuierlich steigenden Zinsen in 2022 und 2023.

Der globale Bankensektor kommt aus einer langen Phase der Restrukturierung, die nach der Finanzkrise 2008 begann. Die Überlebenden nutzten die vergangenen Jahre, um ihre Kapitalbasis zu verbessern, um letztlich auch den deutlich gestiegenen Anforderungen der Regierungen gerecht zu werden. Letztere haben mit den neuen Regelwerken mehr als deutlich gemacht, dass sie für künftige Stützungen nicht den Staat in der Haftung sehen. Die Digitalisierung wurde in vielen Häusern massiv vorangetrieben (IT-Ausgaben der Banken – Global 2022e: 309 Mrd. \$ – 2019 noch 272 Mrd. \$), auch um dem sich deutlich veränderten Kundenanspruch an digitale Schnittstellen gerecht zu werden und das Feld nicht kampflos neuen Konkurrenten aus dem Financial Services Segment (Neobanken, Onlinebroker, Payment-Spezialisten) zu überlassen (JP Morgan allein investiert ca. 15 Mrd. \$ p.a. in Technologie).

Die deutliche Verbesserung der Kapitalausstattung blieb jedoch nicht ohne Folgen für die Rentabilität. Auf globaler Ebene sank die Rentabilität des Eigenkapitals von 2011 bis 2020 von 8% auf 6%. Diese Entwicklung manifestierte sich massiv in der schwachen Aktienperformance, während „die neuen“ Zahlungsdienstleister, wie PayPal, Square und Adyen von einem Kurs-Hoch zum nächsten eilten, stagnierten die klassischen Geschäftsmodelle, die auf Einlagen und Krediten beruhen.

Die Bewertung des Sektors ist noch immer niedrig, relativ zu anderen Sektoren. Ende vergangenen Jahres handelten Banken im globalen Durchschnitt zum Buchwert (China: 0,6x; Europa 0,8x; Nordamerika 1,6x; EM Asia 1,7x;), die Hälfte der Industrie wird unter ihrem Buchwert gehandelt und erwirtschaftet Gewinne unterhalb der Kapitalkosten. Während sich damit das Kurs-/Buchwert-Verhältnis von Banken seit 2010 von 1,2 auf 1 reduziert hat, wuchs das KBV des Marktes ex Banken von 2,3 auf 3,3 bis 2021 an. Die Rentabilität untermauert das Bild. Während Banken zwischen 2005 und 2007 noch eine Eigenkapitalrendite von 15% hatten, ging diese im Zeitraum 2018-20 auf 8% zurück. Hätte man die Rendite auf Basis der in der Historie geringeren erforderlichen Kapitalbasis gerechnet, läge die aktuelle Rendite bei ca. 12%.

Die große Chance für ein Re-Rating liefert nun die signifikante Umkehr der Zinsen in Europa und den USA. Mit einem um 100 BP höheren Zins kann die Eigenkapitalrendite im Durchschnitt um 1-1,5% wachsen. Ergänzend kann mit einem höheren Kreditbedarf

die Eigenkapitalrendite um ca. weitere 20 BP zulegen wenn sich in der wirtschaftlichen Erholung nach Covid das Verhältnisses von Krediten zu Einlagen um 1% verschiebt. Die Inflation und die dann zu erwartende Reaktion der Zentralbanken liefert somit die Basis für ein deutlich vorteilhafteres Umfeld für die Banken.

Fazit: Gliedert man die europäischen Banken nach ihrer Sensitivität zu steigenden Zinsen, bildet eine 15% Ergebnissteigerung den Mittelwert für den Sektor im Fall eines Zinsanstiegs um 100 BP über die Zinskurve hinweg. Banken mit starken Geschäftsmodellen, wie die schwedische Bank Nordea und die Schweizer UBS, können in solidem Maße von dem besseren Umfeld profitieren und erfüllen auch das Kriterium von attraktiver Dividendenrendite (6,5% bzw. 2,5%), unterstützt von Aktienrückkäufen. Besonders deutlich ist der Effekt bei italienischen Banken, wie der Intesa und der Unicredit, mit ca. 30% bzw. 20% möglicher Ergebnissteigerung, hier ist jedoch ein regional bedingt bei konjunktureller Abkühlung erhöhtes Risiko zu berücksichtigen.

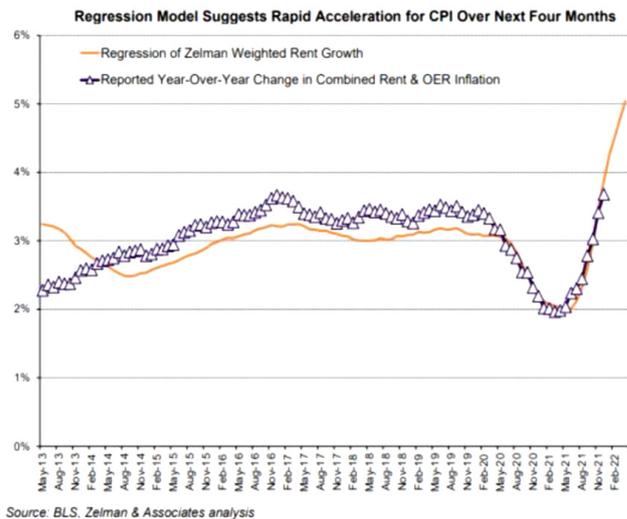
Bei den US-Banken ist eine etwas differenziertere Betrachtung nötig, da zunächst mit einem Gewinnrückgang in 2022 auf Basis der primär durch Auflösung von Kreditrückstellungen bzw. Tradingergebnis bedingt sehr gut ausgefallenen 2021er Ergebnisse zu rechnen ist. Das unterliegende, nicht so stark schwankende, qualitativ wichtigere Ergebnis dagegen wird sich deutlich verbessern. Die Bank of America bietet neben JP Morgan mit einem EPS-Zuwachs von ca. 24% bzw. 16% bei einem Anstieg der Zinskurve um 100 BP eine gute Basis, um im US-Markt von steigenden Zinsen zu profitieren. Sollte nur das kurze Ende der Zinsen deutlich steigen, sind beide mit 16% bzw. 13% ebenfalls gut positioniert.

Untermauert wird der erwartete positive Trend im Zinseinkommen von dem seit dem 2. Halbjahr bzw. in Europa primär dem Q4 auch wieder verbesserten Kreditwachstum (EU +3,7% im Dezember; USA +6,5% im Januar), so konnten zuletzt neben den offenen Kreditkartensalden (USA im Januar +8%) auch die Unternehmenskredite (USA im Januar +5,1%) wieder deutlicher zulegen. Der Bankensektor ist strukturell im sich ändernden Zinsumfeld gut positioniert und bildet gerade in Bezug auf Inflation eine sinnvolle Absicherung des Portfolios für die Phase der wirtschaftlichen Erholung nach Covid.

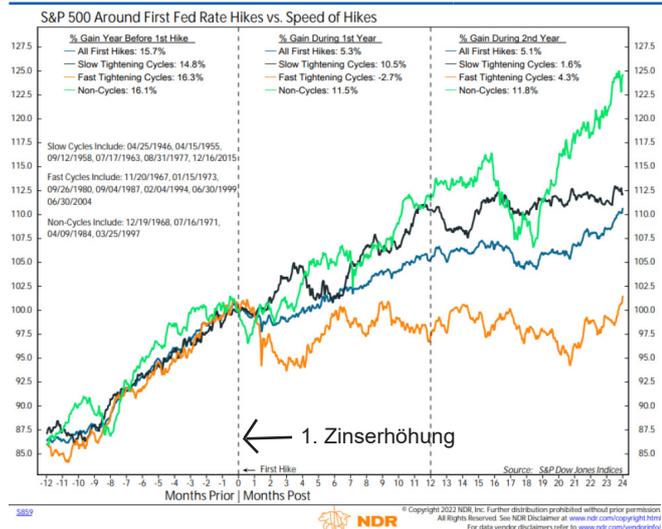
Flüssiggas-Lieferungen USA nach Europa.



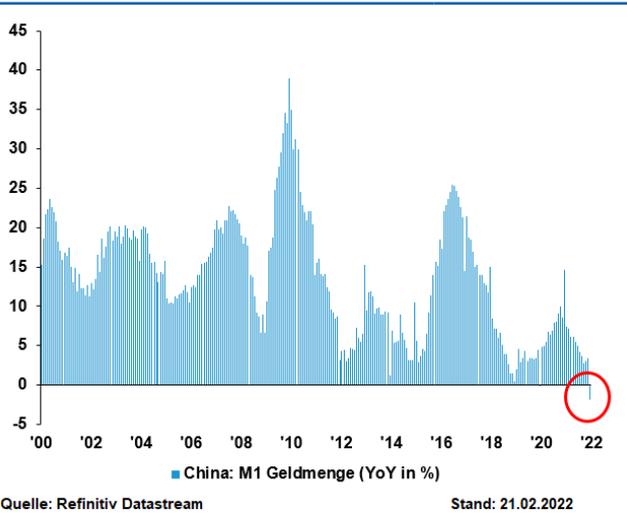
US-Wohnungsmietenanstieg bald mit 5% auf neuem Rekordhoch? 415 Indexgewicht.



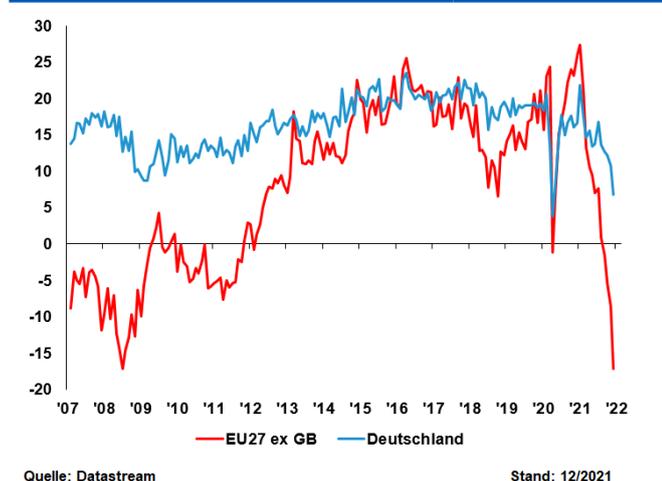
US-Aktienmarkt bei schärferer, schnellerer FED-Bremmung schlechter (gelbe Kurve).



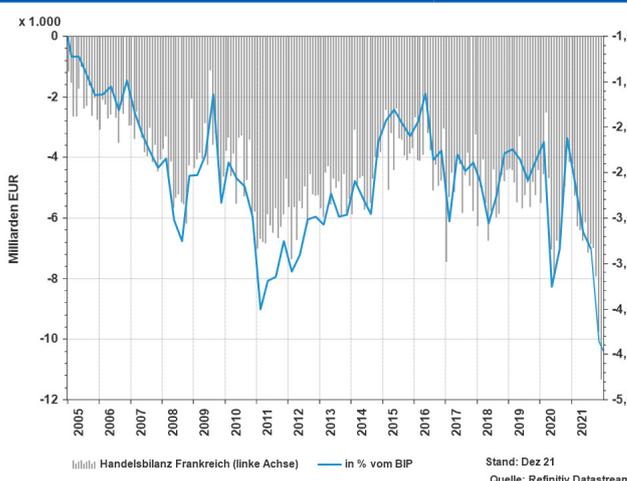
Geldmenge China M1: Erstmals im Minus, Signal für schwache Konjunktur und Börse.



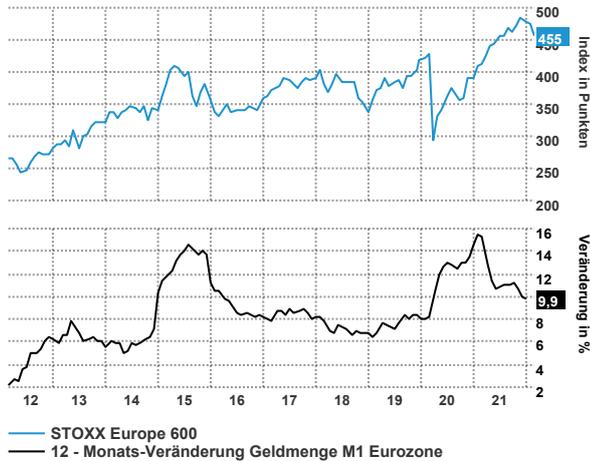
Europäische und deutsche Handelsbilanz massiv verschlechtert. Negativ-Auswirkungen auf Euro?



Negative Handelsbilanz seit Jahrzehnten in Frankreich. Negativ-Rekord in EU.

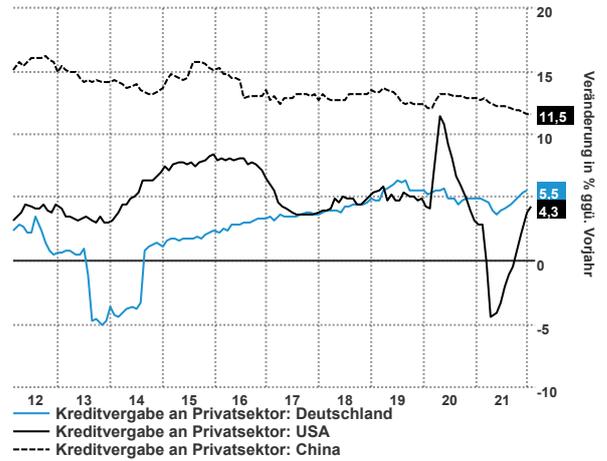


## Monetärer Rückenwind in Europa nimmt ab.



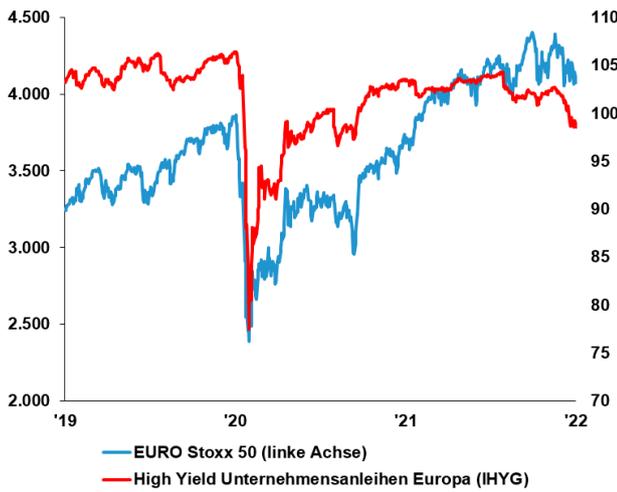
Quelle: EZB

## Kreditvergabe in USA und Europa zieht an (Inflationsgefahr?).



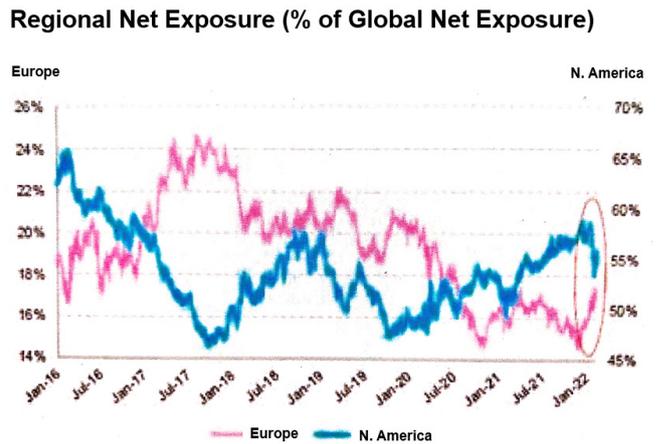
Quelle: EZB, Federal Reserve, The Peoples Bank of China

## Steigende High Yield-Zinsen bzw. fallende Kurse (rot) geben für Europa-Aktien Verkaufssignal.



Quelle: Datastream Stand: 20.02.2021

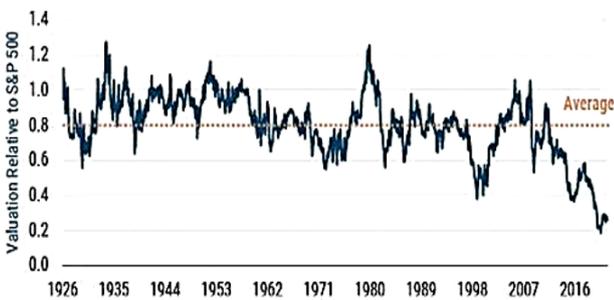
## Globale Europa-Aktienpositionierung steigt (rosa), Nordamerika-Positionierung fällt.



Source: Morgan Stanley Prime Brokerage, data as of Jan 31, 2022

## Bewertung Energie- und Metallaktien relativ zum S&P 500: Jahrhundert-Kaufgelegenheit?

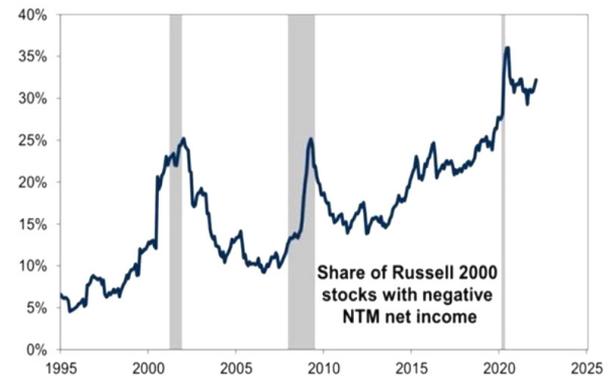
Valuation of energy/metals companies relative to the S&P 500



As of 12/31/2021 | Source: S&P, MSCI, Moody's, GMO

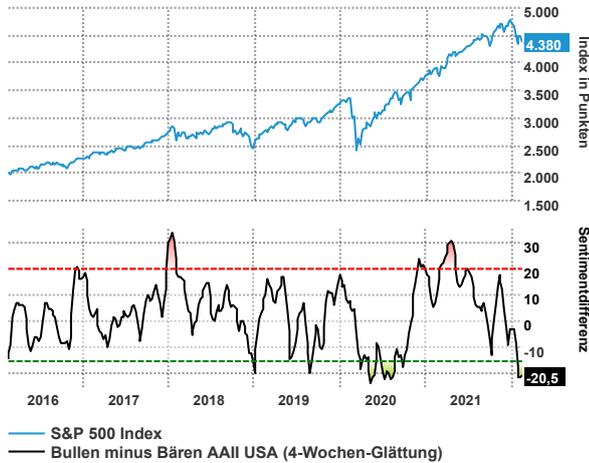
## Russell 2000: Anstieg unprofitabler Aktien auf ein Drittel (1995 / 2022).

Rund 30% der Unternehmen im Russell 2000 erwarten negatives Ergebnis as of February 3, 2022



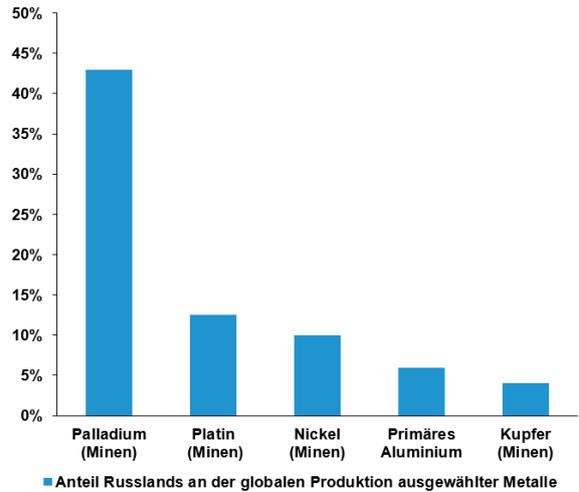
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

**AAII Bullen minus Bären USA: Kaufsignal für S&P.**

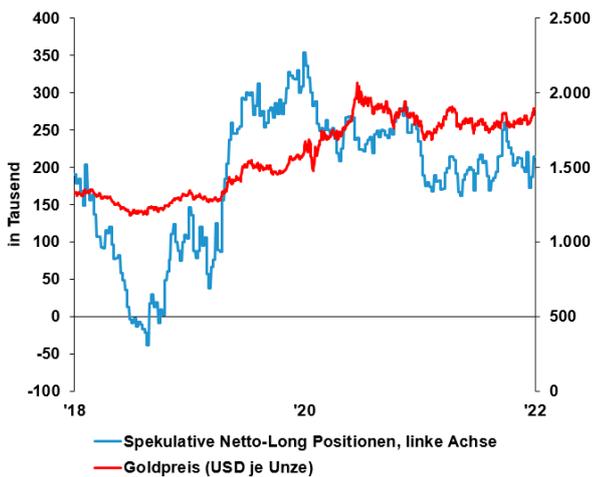


Quelle: AII

**Anteil Russlands an der globalen Produktion ausgewählter Metalle. Weiterer Preisanstieg?**



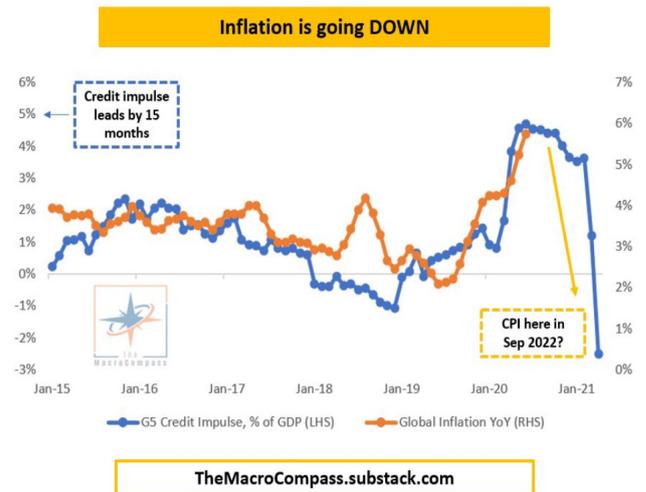
**Gold-Haussepositionen am Terminmarkt nicht überdurchschnittlich hoch: Goldpreishausse?**



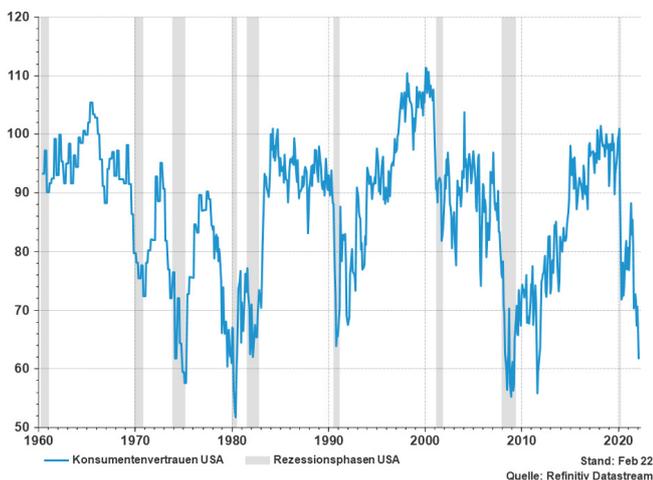
Quelle: Refinitiv Datastream

Stand: 21.02.2022

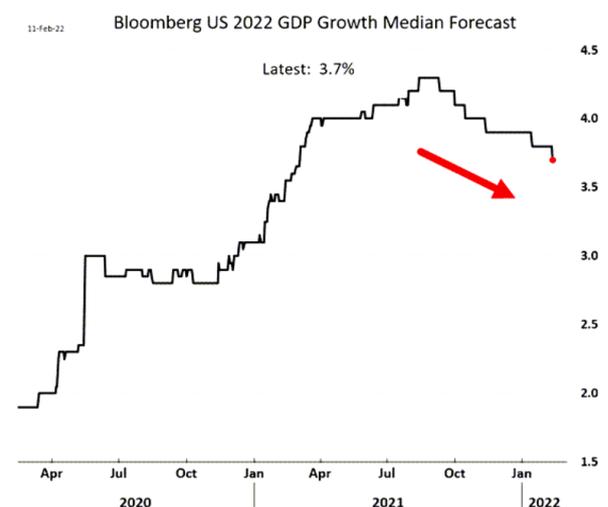
**G5-Kreditimpuls (Prozent BIP) 15 Monate vorgeschoben (blau). Globale Inflation (orange).**



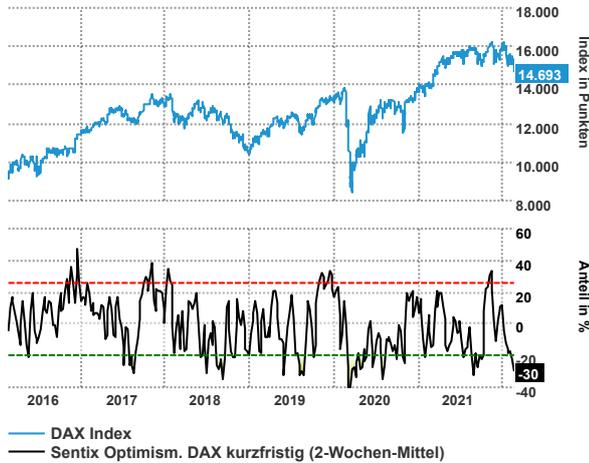
**US-Konsumentenvertrauen im Absturz. Schlechte Konjunktur 2023 mit dann weniger Inflation?**



**US-BIP-Wachstum 3,7%.**

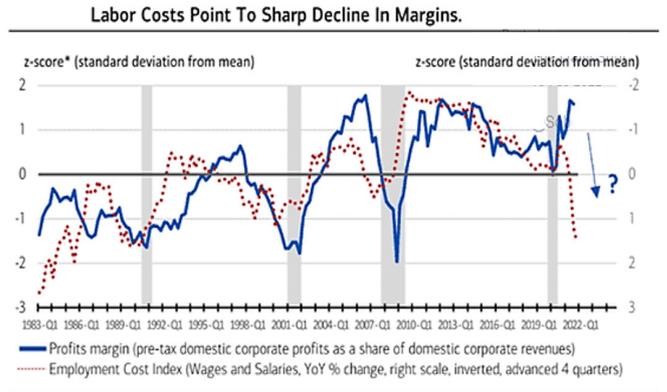


**Optimismus-Positionierungen Sentix: Kaufsignal für DAX.**



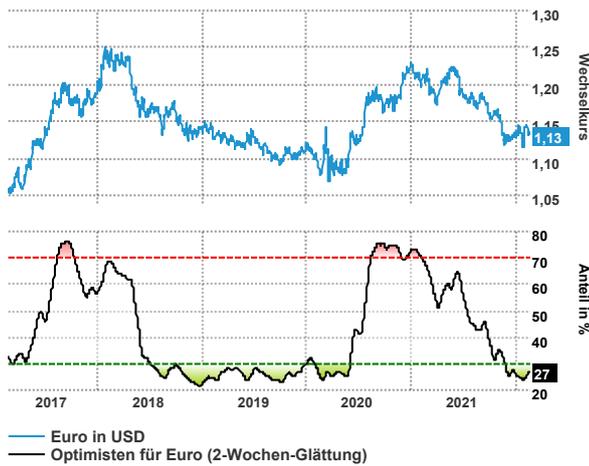
Quelle: Sentix

**Drücken US-Lohnkosten (rote Linie, invertiert) die Vorsteuer-US-Gewinnspannen (blau)?**



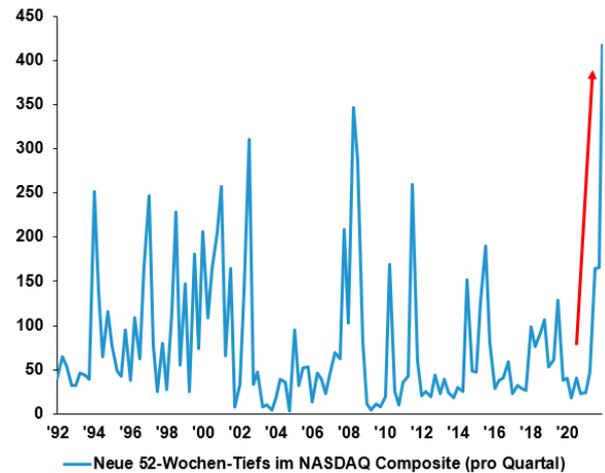
\*z-score is the number of standard deviations by which the value of a raw score is above or below the mean value of what is being observed or measured. Gray shaded area represents recessions. Sources: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Economic Analytics/Haver Analytics. Chief Investment Office. Data as of February 10, 2022.

**Euro-Pessimismus: Kaufsignal, aber siehe 2018/20.**



Quelle: Consensus

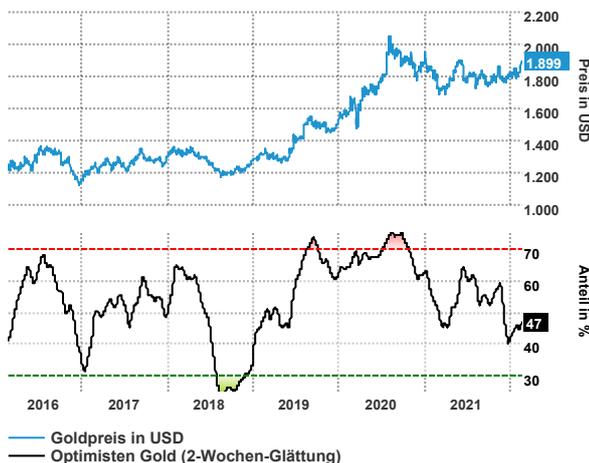
**Neue 52-Wochen-Tiefstkurse NASDAQ Composite: Historischer Rekord-Ausverkauf.**



Quelle: Bloomberg

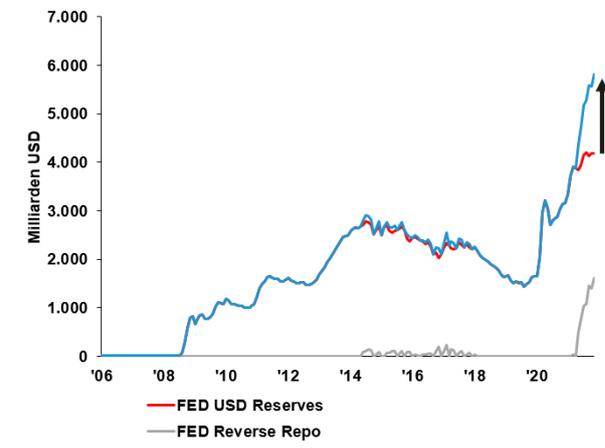
Stand: 21.02.2022

**Goldoptimismus neutral.**



Quelle: Consensus

**QT (Anleiheverkäufe): US-Markt wegen Maxi-Liquidität vorerst kaum verwundbar?**



Quelle: FRED of St. Louis

Stand: 18.02.2022

## MARKTTECHNISCHE INDIKATOREN

USA		Deutschland	
<b>I) Stimmungsindikatoren</b>		<b>I) Stimmungsindikatoren</b>	
Positive Berater für US-Aktienindex	56% (59%) →	Put/Call-Ratio (20-Tage-Ø); (5-Tage-Ø: 136,4)	119,85% ↗
Börsenbriefe negativ gestimmt	27,9% →	Sentix-Optimismus (4-Wo.-Gl.)	-23,57% ↑
Put/Call-Ratio (4-Wochen-Ø)	100,95% ↗	Sentix-Positionierung instit. Investoren (z-score)	-0,46 →
Bulls ./ Bears Berater (4-Wochen-Ø)	8,20% →	Umsatzindikator (10-Tage-Ø)	217.432 →
Bulls ./ Bears Privatinvestoren AAII (4-Wo.-Ø)	-20,53% ↑	<b>Summe Stimmungsindikatoren</b>	<b>+1,5 ↗</b>
Investitionsquote institut. Anleger (NAAIM)	53,49% →	<b>II) Trendindikatoren</b>	
Barres. Fondsman. internat. 5,3% , USA:	1,5% →	Advance/Decline-Linie	- 29.493 ↓
Umsatz Nasdaq 100/S&P 500	1,77 ↘	Aktien über 200-Tage-Linie	21% ↓
<b>Summe Stimmungsindikatoren</b>	<b>+1,0 →</b>	Jahreshochs minus -tiefs	-16 ↓
<b>II) Trendindikatoren</b>		<b>Summe Trendindikatoren</b>	<b>-3,0 ↓</b>
Advance/Decline-Linie	550.037 ↓	<b>III) Monetäre Indikatoren</b>	
Aktien über 200-Tage-Linie (S&P 500)	46% ↓	6-Monats-Rend.-Differenz Umlaufrendite	+0,59% →
Jahreshochs minus -tiefs (5-Tage-Ø)	-51 ↓	Zinsstrukturind. (10- ./ 2-jähr. Zins)	+0,67% →
Börsenkredite in Mrd. \$	830 ↓	Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+8,37% →
gleichgewichteter S&P/gewichteter S&P	142,31 ↗	Überschussliquidität	+1,60% ↘
<b>Summe Trendindikatoren</b>	<b>-3,5 ↓</b>	<b>Summe monetäre Indikatoren</b>	<b>-0,3 →</b>
<b>III) Monetäre Indikatoren</b>		<b>Gesamtindikator (I+II+III)</b>	<b>-1,8 ↘</b>
Positive Berater Bonds	24% (23%) ↑	<b>Edelmetalle und Rohstoffe</b>	
6-Monats-Rend.-Differenz 30-jährige Bonds	+0,35% ↘	Positive Berater für Öl	78% (78%) →
Zinsstrukturind. (10- ./ 2-jähr. Zins)	0,36% →	Brent-Öl Future-Kontrakte netto (Long)	+203.836 →
Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	14,49% →	Positive Berater für Gold	54% (48%) →
Überschussliquidität	+2,00% →	Comex Gold Future-Kontrakte netto (Long)	+213.613 →
Kreditvolumen US-Gesch.-Banken (in Mrd. \$)	16.593,4 ↗	Positive Berater für Silber	41% (39%) →
<b>Summe monetäre Indikatoren</b>	<b>+1,0 →</b>	Netto-Terminmarktposition Long/Short Silber	+23.618 →
<b>Gesamtindikator (I+II+III)</b>	<b>-1,5 ↘</b>	Positive Berater für Kupfer	50% (47%) →
<b>Schweiz</b>		<b>Währungen</b>	
<b>I) Stimmungsindikatoren</b>		Positive Berater für Euro (gegenüber \$)	26% (27%) ↗
Put/Call-Ratio (20-Tage-Ø)	222,40% ↗	Positive Berater für Franken (gegenüber \$)	35% (33%) →
Umsatzindikator (10-Tage-Ø)	51.342 ↗	Positive Berater für Yen (gegenüber \$)	24% (24%) ↗
<b>Summe Stimmungsindikatoren</b>	<b>+1,0 →</b>	Positive Berater für Brit. Pfund (gegenüber \$)	32% (32%) →
<b>II) Trendindikatoren</b>		Positive Berater für US-Dollar-Index	62% (60%) →
Advance/Decline-Linie	-230 ↓	Optimismus \$ minus Optim. € (Pfeil €-Tendenz)	+36% ↑
Aktien über 200-Tage-Linie	35% ↓	<b>Dividendenrendite (geschätzt für aktuelles Jahr)</b>	
Jahreshochs minus -tiefs (5-Tage-Ø)	-9 ↘	USA (S&P 500)	1,50% ↓
<b>Summe Trendindikatoren</b>	<b>-2,5 ↓</b>	Deutschland (DAX)	3,02% ↑
<b>III) Monetäre Indikatoren</b>		Österreich (ATX)	3,80% ↑
6-Monats-Rend.-Differenz Bundesobl.	+0,63% →	Schweiz (SMI)	2,89% ↑
Zinsstrukturind. (10- ./ 2-jähr. Zins)	+0,60% →	Japan (Nikkei)	1,97% ↗
Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+3,68% →	Hong Kong (HSI)	3,04% ↑
<b>Summe monetäre Indikatoren</b>	<b>0,0 →</b>	China (CSI 300)	2,24% ↘
<b>Gesamtindikator (I+II+III)</b>	<b>-1,5 ↘</b>	<b>Kurs/Gewinn-Verhältnis (geschätzt für aktuelles Jahr)</b>	
<b>Europa/Asien</b>		USA (S&P 500)	19,5 ↘
Europa Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+9,86% ↑	Deutschland (DAX)	13,4 →
Überschussliquidität Europa	+2,00% ↘	Österreich (ATX)	9,7 →
China Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	-1,90% ↓	Schweiz (SMI)	17,4 →
Überschussliquidität China	-9,00% ↓	Japan (Topix)	13,7 →
Japan Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+6,57% ↑	Hong Kong (HSI)	11,5 ↑
<b>Sonstige Indikatoren</b>		China Hong Kong (HSCEI)	9,3 ↑
Veränd. Industrieproduktion China (ggü. Vj.)	+4,30% ↑	China (CSI 300)	13,8 →
Veränd. US-Industrieproduktion (ggü. Vj.)	+4,10% ↑	Großbritannien (FTSE 100)	12,1 →
Veränd. Industrieproduktion Deutschland (ggü. Vj.)	-4,10% ↘		
Veränd. Industrieproduktion Japan (ggü. Vj.)	+2,70% ↑		
Auslandsford. Dt. Bundesb. (Target 2) Mrd. €	1149,9		
Internationale Aktienindizes über 200-Tage-Linie	32,4% ↓		

Erläuterungen: ↑ positiv    ↗ neutral positiv    → neutral    ↘ neutral negativ    ↓ negativ    ( ) Wert Vorwoche



## IMPRESSUM UND RECHTLICHE HINWEISE

Die FINANZWOCHE erscheint bei der FINANZWOCHE Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Georgenstr. 1, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: [www.finanzwoche.de](http://www.finanzwoche.de), E-Mail: [info@finanzwoche.de](mailto:info@finanzwoche.de). Geschäftsführer: Dr. Jens Ehrhardt. Erscheinungsweise: 14-tägig (unter Vorbehalt des Verlags).

Der Inhalt (incl. aller Zahlenangaben) ist ohne Gewähr. Der Verlag unterwirft sich den Journalistischen Verhaltensgrundsätzen und Empfehlungen des Deutschen Presserates zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung (beschlossen am 02.03.2006).

Die in der FINANZWOCHE enthaltenen Informationen und Angaben stellen keine Anlage-, Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung dar und sind nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen oder sonstige Entscheidungen zu verstehen. Sie sollten, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, geeigneten und fachkundigen Rat einholen. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die die Redaktion als zuverlässig erachtet. Eine Garantie für die Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobligo. Eine Haftung für Vermögensschäden, die auf eigenen Anlageentscheidungen unter einer eventuellen Bezugnahme auf den in der Finanzwoche enthaltenen Informationen beruht, ist ausgeschlossen.

Jedes Finanzinstrument ist mit Risiken behaftet, so dass im schlimmsten Fall ein Totalverlust drohen kann. Die Depotpositionen sollten deshalb so gewählt werden, dass bei einem möglichen Totalverlust das Gesamtdepot nur marginal an Wert verliert.

Kein Teil der FINANZWOCHE darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verlag. Erfüllungsort und Gerichtsstand: München. Druck: Im Hause.

Online-Bezugspreis: 120,00 € (Quartal), 210,00 € (Halbjahr) und 390,00 € (Jahr). Printausgabe auf Anfrage. Bankverbindungen: Postbank München (IBAN DE51700100800041035803, BIC PBNKDEFF). Zahlungen für den laufenden Bezug sind im voraus fällig. Kündigungsfrist: 6 Wochen zum Ende des vereinbarten Bezugszeitraums. Abonnement-Vorauszahlungen können nicht erstattet werden.