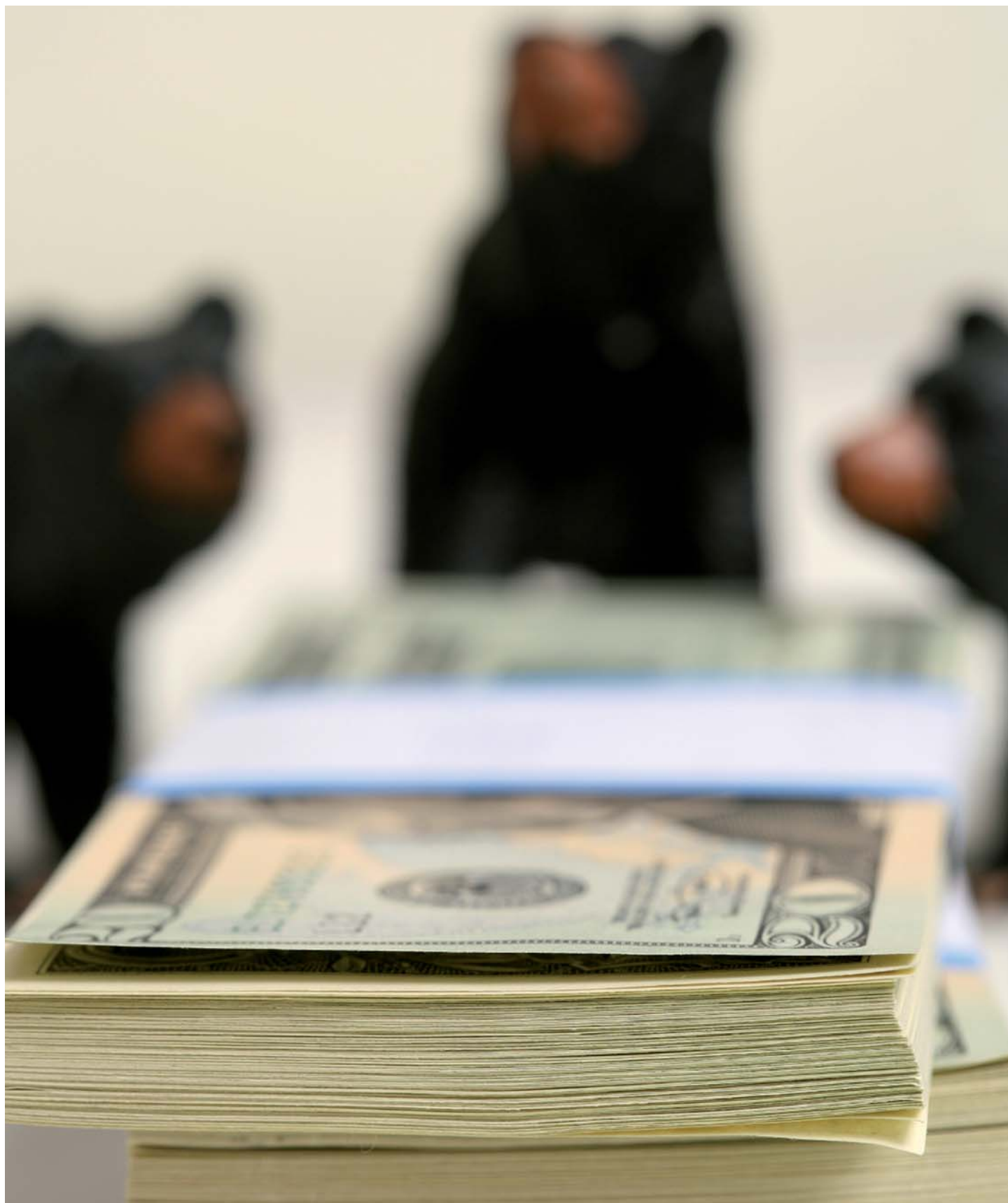


# PERFORMANCE

01.2010

DIE AKTUELLE MARKTANALYSE DER BERLINER EFFEKTENBANK . NIEDERLASSUNG DER QUIRIN BANK AG





### SEHR GEEHRTE LESERINNEN, SEHR GEEHRTE LESER,

„Ungefähr eine Million Menschen auf diesem Planeten verstehen sich selbst als Wirtschaftswissenschaftler. Nur eine Handvoll von ihnen jedoch hatte einen Begriff von der Möglichkeit und dem Ausmaß dessen, was geschehen konnte, und sicherten sich selbst gegen die Folgen ab. Noch nie zuvor in der Geschichte der Menschheit haben wir es mit einer solchen Ignoranz (wie anhand der Vorhersagefehler leicht zu bemessen ist) in Verbindung mit einer solchen intellektuellen Hybris zu tun gehabt.“

Diese sehr richtige Beobachtung über den Zustand der Wirtschaftswissenschaften stammt von Nassim Taleb. Er ist einer der bekanntesten amerikanischen Analysten aus der kleinen Gruppe derjenigen, die zu eben dieser Handvoll gehört. Mit dem traurigen Bild, das die Wirtschaftswissenschaftler in den vergangenen Jahren abgeliefert haben, beschäftigen wir uns im zweiten Teil der Analyse.

Erstaunlicherweise wird aus diesem grandiosen Versagen keine Lehre für die Zukunft gezogen. Im Gegenteil. Mit Ben Bernanke, dem amerikanischen Notenbankpräsidenten, wurde einer der prominentesten Vertreter des ahnungslosen Teils der Ökonomenzunft vom Time Magazine zum „Mann des Jahres“ gewählt. Die Hybris lebt weiter. Dieselben Akteure, die ihre Ahnungslosigkeit so überzeugend bewiesen haben, bestimmen weiterhin den Gang der Geld- und Fiskalpolitik und halten unbeeindruckt an ihren falschen Theorien und Modellen fest. Es scheint sich bei den modernen Wirtschaftswissenschaften eher um eine Religion als um Wissenschaft zu handeln.

Das Jahr 2010 verspricht ein überaus spannendes, ja entscheidendes zu werden. Jetzt muss sich zeigen, welche Wirkungen und unbedachte Nebenwirkungen das mit Abstand größte globale und auf Pump finanzierte Konjunkturprogramm aller Zeiten entfalten wird. Wir werden für Sie die Entwicklung in den kommenden Monaten in gewohnter Weise kritisch beobachten und analysieren, um Ihnen mit Rat und Tat zur Seite stehen zu können.

Ich wünsche Ihnen eine Gewinn bringende Lektüre.

*Ihre Berliner Effektenbank  
Niederlassung der quirin bank AG*

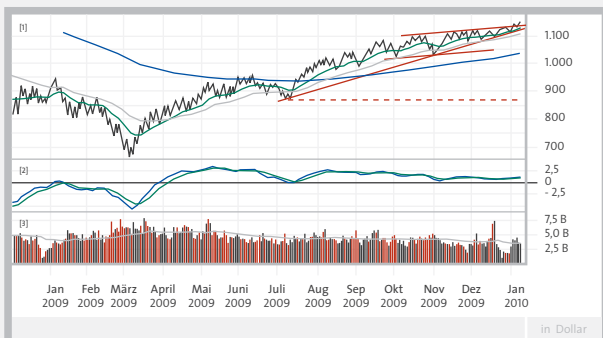
KLAUS-GERD KLEVERSAAT  
Mitglied des Vorstandes

„Der Irrsinn ist bei Einzelnen etwas Seltenes –  
aber bei Gruppen, Parteien, Völkern, Zeiten die Regel.“

Friedrich Nietzsche

An den Aktienmärkten ist es trotz der vielen technischen Schwächezeichen bisher nicht zu einer größeren Korrektur gekommen. Stattdessen schoben sich die Märkte in einer wenig dynamischen und von sehr geringen Umsätzen begleiteten Bewegung weiter nach oben. Der S&P 500 notiert aktuell 3% bis 5% oberhalb der mehrwöchigen Seitwärtsbewegung, die den November und Dezember 2009 zu zwei der langweiligsten Börsenmonaten machten, mit denen wir es in den vergangenen Jahren zu tun hatten.

Kurzfristig stellt sich jetzt natürlich die Frage, ob diese Seitwärtsbewegung als besonders milde Ausprägung einer Korrektur interpretiert werden muss, die mit der Aufwärtsbewegung der vergangenen Tage beendet wurde. Gegen diese bullische Interpretation sprechen nicht nur die bereits erwähnte mangelnde Dynamik und die geringen Umsätze, sondern auch der in den Sentimentindikatoren zum Ausdruck kommende hohe Grad an Börsenoptimismus und Sorglosigkeit.



S&P 500, Momentumindikator, Umsätze, 2009 bis 2010

Wir sehen weiterhin kurzfristigen Korrekturbedarf. *Quelle: [www.decisionpoint.com](http://www.decisionpoint.com)*

[1] EMA(20) 1125.31, EMA(50) 1104.98, EMA(200) 1034.68 [2] PMO + 1.33, EMA(10) + 1.18 [3] Volume 3,476,930,048, EMA(50) 3,630,252,032

Die von Investors Intelligence vorgenommene Auswertung der amerikanischen Börsenbriefe zeigt bereits seit sieben Wochen, dass die Zahl der Bullen die der Bären um das Dreifache übersteigt. Die Put-Call-Ratios bestätigen diesen Befund. Marktkorrekturen können insbesondere in starken Haussephasen durchaus in Form einer Seitwärtsbewegung stattfinden. Allerdings zeichnet sich auch diese eher ungewöhnliche Variante normalerweise durch nachlassenden Börsenoptimismus aus. Die Sentimentindikatoren sprechen also gegen das Szenario einer bereits abgeschlossenen Korrektur und favorisieren kurzfristig fallende Kurse.

## MITTELFRISTIG BLEIBT DAS BILD ABER BULLISH

An meiner bullischen mittelfristigen Prognose hat sich nichts verändert, im Gegenteil. Ich rechne weiterhin mit einer Fortsetzung der im März 2009 begonnenen Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten. Das Ende dieser Hausse erwarte ich erst Mitte des laufenden Jahres. Dieses für die kommenden Monate bullische Szenario wurde in den vergangenen Tagen durch die amerikanische Advance Decline Statistik ebenso bestätigt wie durch die Statistik der Anzahl der Aktien, die ein 52-Wochen-Hoch erreicht haben.

Sowohl die Advance-Dcline-Linie als auch die Advance-Dcline-Umsatzlinie der NYSE haben ein neues zyklisches Hoch erreicht. Mit der Beseitigung der negativen Divergenz bestätigen diese wichtigen Indikatoren den mittelfristigen Aufwärtstrend. Anfang Januar erreichten 291 der an der NYSE gelisteten Aktien ein neues 52-Wochen-Hoch. Diese Größenordnung muss ebenfalls bullish interpretiert werden.

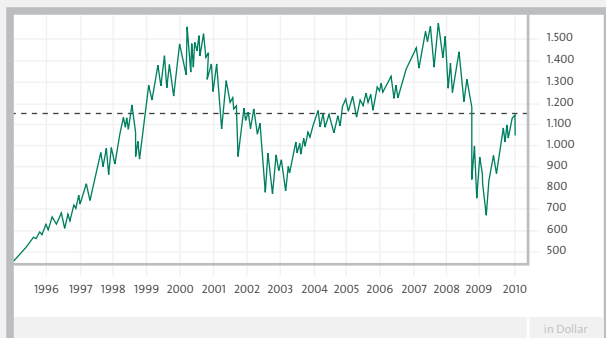
Die drei genannten Kennzahlen sind für die technische Beurteilung des Börsenzyklus' überaus wichtig. Fast jede Baisse wurde durch negative Divergenzen dieser Indikatoren angekündigt. Ihr derzeitiges Verhalten signalisiert uns, dass die Hausse auch nach der nächsten größeren Korrektur weitergehen wird. Folglich betrachte ich eine solche Korrektur als Kaufgelegenheit.

## DIE WELT LANGFRISTIGER ABWÄRTSTRENDS

Nachdem ich Ihnen zunächst meine kurzfristige und dann meine mittelfristige Einschätzung der Aktienmärkte präsentiert habe, halte ich es gerade zum Jahresanfang für sinnvoll, einen Blick auf das langfristige Bild zu werfen. Wie fügt sich die Rally der vergangenen 10 Monate in das große Bild?

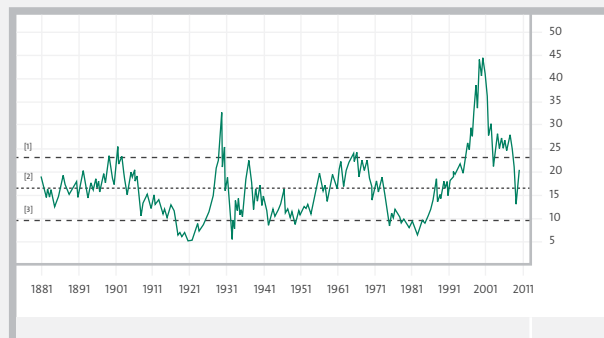
Der folgende Chart zeigt Ihnen den Kursverlauf des S&P 500 Index seit 1995, dem Beginn der Spekulationsblasen-Ära. Wie Sie sehen können, befindet sich der Index aktuell auf demselben Niveau wie im Sommer 1998. Anleger die damals dem Rat nahezu sämtlicher Banken und Fondsmanger gefolgt sind und langfristig Aktien gekauft haben, stehen heute, mehr als 11 Jahre später, also mit leeren Händen da. Wenn Sie den durch die staatliche Gelddruckmaschine hervorgerufenen offiziell ausgewiesenen Kaufkraftverlust während dieser 11 Jahre berücksichtigen, ergibt sich sogar ein Verlust von 25%. Herzlich willkommen in einer Welt langfristiger Abwärtstrends.

Auch wenn die meisten Anleger in den vergangenen Jahren Geld verloren haben, so handelte es sich doch um eine überaus interessante und potenziell lehrreiche Zeit. Aufgrund dieser Achterbahnfahrt der vergangenen Jahre konnten Sie zahlreiche Erkenntnisse gewinnen über das provisionsgetriebenen Geschäftsgebaren der meisten Banken; über die Ahnungslosigkeit und Chuzpe moderner Wirtschaftswissenschaftler; über Angst und Gier; und natürlich über Massenhysterie und Verblendung der Massen. Wenn Sie mutig und ehrlich waren, konnten Sie während dieser Achterbahnfahrt aber auch sehr viel über sich selbst lernen. Die Verluste, die die meisten Anleger in diesen Jahren erleiden mussten, waren aus dieser Perspektive gesehen also durchaus nicht vergebens.



S&P 500 Index, 1995 bis 2010

Nominal sind die Aktienmärkte heute auf demselben Niveau wie vor elf Jahren. *Quelle: www.decisionpoint.com*



Normalisiertes Kurs-Gewinn-Verhältnis amerikanischer Aktien, 1880 bis 2010

US-Aktien sind weiterhin deutlich überbewertet, auch wenn sie von den vollkommen absurden Bewertungsniveaus der Bubble-Jahre ein gutes Stück entfernt sind. *Quelle: David Rosenberg, Gluskin Sheff*

[1] + 1 standard deviation [2] Long-term [3] - 1 standard deviation

## AKTIEN SIND IMMER NOCH DRASTISCH ÜBERBEWERTET

Ist diese atemberaubende Achterbahnfahrt jetzt endlich vorüber? Vermutlich nicht. Denn weltweit sind die Aktienmärkte noch immer sehr hoch bewertet. Jedenfalls kommen alle klassischen Kennzahlen der Fundamentalanalyse wie Kurs-Gewinn-Verhältnis oder Dividendenrendite unisono zu diesem Ergebnis. Sie sind weit entfernt von Niveaus, die in der Vergangenheit am Ende langfristiger Baisse zu beobachten waren, weit entfernt von Bewertungsniveaus, die in der Vergangenheit langfristige Kaufgelegenheiten signalisierten.

Der folgende Chart zeigt Ihnen die von Robert Shiller entwickelte Kennzahl normalisierter Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Die Normalisierung dient der Glättung der bekanntlich extrem volatilen Unternehmensgewinne. Er verwendet selbstverständlich tatsächlich erwirtschaftete GAAP-Gewinne und betrachtet sie in einem 10-Jahres-Durchschnitt. Außerdem bereinigt er sowohl die Gewinne als auch die Aktienkurse um die Inflationsrate.

Das aktuelle Niveau dieser Kennzahl wurde abgesehen von den 1995 begonnenen Bubble-Jahren nur sehr selten erreicht. Aus fundamentaler Sicht sind Aktien also weiterhin unattraktiv und hoch riskant.

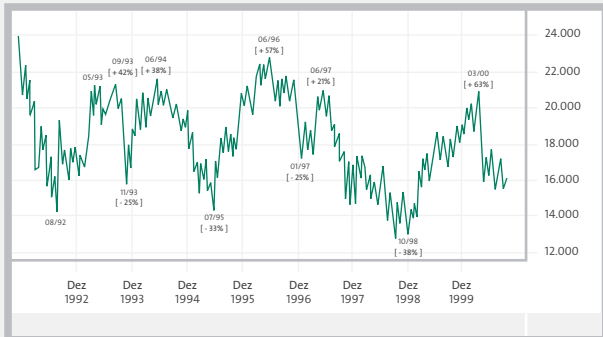
Die Finanzmarktgeschichte zeigt, dass Märkte zwischen Phasen der Überbewertung und Phasen der Unterbewertung hin und her pendeln. Das scheint gewissermaßen der Fingerabdruck massenpsychologischer Angst und Gier zu sein, die sich im Verlauf vieler Jahre von einem Extrem zum anderen bewegen. Da sich die Natur des Menschen in den vergangenen Jahren wohl nicht grundlegend geändert haben dürfte, gehe ich von einem Fortbestehen dieses Musters aus. Folglich rechne ich in den kommenden Jahren damit, dass die Fundamentalindikatoren historisch niedrige Niveaus erreichen werden. Das mag vielleicht schon in zwei bis drei Jahren der Fall sein, oder es mag noch eine weitere Dekade dauern. Geduld ist eine extrem wichtige und häufig unterschätzte Tugend erfolgreicher Börsianer. Sie kann eigentlich nur durch das Glück der richtigen Geburt ersetzt werden.

## IN LANGFRISTIGEN BAISSEN KÖNNEN DIE ZWISCHENERHOLUNGEN HEFTIG SEIN

Der Kursanstieg, der auf das Tief des Jahres 2009 folgte, ist durchaus beeindruckend. Allerdings hat er bisher nur rund 50% der vorangegangenen Verluste aufgeholt. Sowohl der S&P 500 Index als auch der DAX – und mit ihnen die meisten Anlegerdepots und Investmentfonds – befinden sich immer noch rund 25% unter ihrem Hoch des Jahres 2007. Im größeren Bild handelt es sich bei dieser Rallye aber lediglich um eine durchaus typische Gegenbewegung im Anschluss an eine verheerende Baisse.

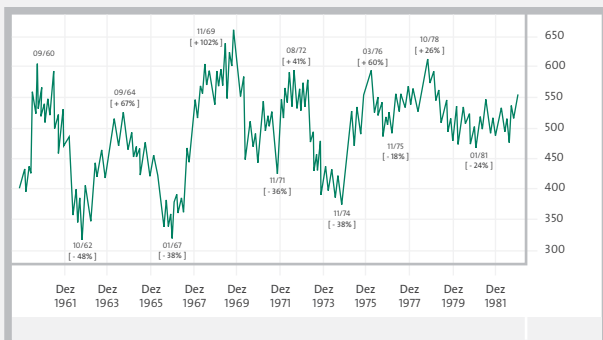
Insbesondere den Kursverlauf des japanischen Aktienmarktes während der vergangenen 20 Jahre habe ich Ihnen zur Illustration dieser Aussage schon mehrfach gezeigt. Aber auch die Entwicklung deutscher Aktien während des langfristigen Abwärtstrends von 1960 bis 1980 ist in diesem Zusammenhang überaus instruktiv. Beide Grafiken sollten Sie sich zum Beginn des Jahres 2010, das ein überaus spannendes und wichtiges zu werden verspricht, in aller Ruhe zu Gemüte führen.

Der Nikkei Index kann als gutes Beispiel für immer wieder enttäuschte Hoffnungen der Bullen dienen. Der lange Marsch in Richtung moderater Bewertungsniveaus begann bei einem Indexstand von 39.000 Punkten. Im März 2009 erreicht der Index sein bisheriges Tief von 7.000 Zählern. Das entspricht einem Kursrückgang von mehr als 80%.



Nikkei Index, 1990 bis 2000

Auch innerhalb eines langfristigen Abwärtstrends gibt es immer wieder heftige Zwischen-erholungen. *Quelle: Bloomberg*



DAX Index, 1960 bis 1981

Auch im Deutschland der 60er und 70er Jahre gab es atemberaubende Haussen, die lediglich Teile eines 20-jährigen Seitwärtstrends waren. *Quelle: Bloomberg*

Auch das Wirtschaftswunderland Deutschland lernte auf die harte Weise die Bedeutung fundamentaler Bewertungen kennen. Trotz deutlichem Wirtschaftswachstum legten die Aktienmärkte eine immerhin 20-jährige Verschnaufpause ein, nachdem in den 50er Jahren sehr hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse erreicht wurden. Am Ende dieses Korrekturprozesses war das Kurs-Gewinn-Verhältnis im einstelligen Bereich angekommen und zeigte damit eine langfristige Kaufgelegenheit an. Die 70er Jahre waren übrigens von hohen Inflationsraten geprägt. Was sich in obigem Chart wie eine harmlose Seitwärtsbewegung präsentiert, war real, also inflationsbereinigt, ein Verlust von rund 75%. Noch einmal: Herzlich willkommen in einer Welt langfristiger Abwärtstrends.

## DIE MUTTER ALLER GEGENBEWEGUNGEN

Bei diesen beiden Episoden handelt es sich um vergleichsweise milde Varianten langfristiger Bärenmärkte. Denn sie gingen nicht mit einer realwirtschaftlichen Katastrophe einher. Die harte Variante einer langfristigen Baisse gibt es aber auch: die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre, die in den 2. Weltkrieg führte. In Deutschland endete sie bekanntlich mit der bedingungslosen Kapitulation und einem in Trümmern liegenden Land – und Aktienmarkt.

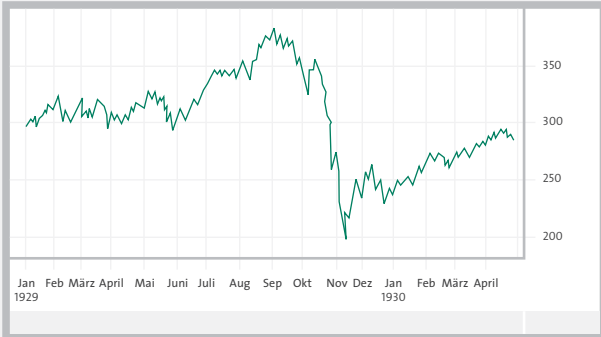
Diesseits des Eisernen Vorhangs kam es für die Überlebenden der Katastrophe dank der Einführung der Marktwirtschaft zu einer atemberaubenden Erholung. Die Menschen jenseits des Eisernen Vorhangs hatten weniger Glück. Ihnen bescherte die Planwirtschaft nur eine lang anhaltende realwirtschaftliche Bearmarketrally, auf die Jahrzehnte später ein weiterer Totalzusammenbruch folgte. Da den Aktienmärkten, die schon von den Sozialisten der braunen Couleur de facto abgeschafft wurden, auch bei den roten Sozialisten das Existenzrecht abgesprochen wurde, gibt es leider keinen Chart dieser vielleicht wildesten Achterbahnfahrt der Menschheitsgeschichte.

Folglich müssen wir uns mit der etwas milder ausgefallenen Variante zufrieden geben, das heißt mit der Entwicklung des amerikanischen Aktienmarkts während dieser aufregenden Zeiten. Dabei dürfen wir nicht vergessen, dass die USA als der ganz große Gewinner aus dem Zweiten Weltkrieg hervorgegangen sind.

## DIE WELTWIRTSCHAFTSKRISE AUS SICHT DES AKTIENMÄRKTE

Wie Sie sicherlich wissen, begann die Weltwirtschaftskrise mit einem Paukenschlag. Im Herbst 1929 platzte die damalige Aktienblase mit einem fulminanten Crash. Innerhalb weniger Wochen halbierten sich die Aktienkurse. Im Anschluss an diesen heftigen Kurssturz kam es zu einer Bearmarketrally. Im Lauf dieser Gegenbewegung, die rund sechs Monate dauerte, stiegen die Kurse um rund 50% und machten damit etwa die Hälfte der vorangegangenen Verluste wieder wett.

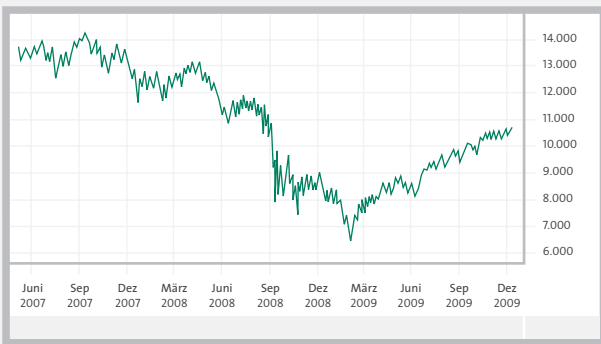
Diesen Crash und die anschließende Gegenbewegung können Sie sich auf dem folgenden Chart anschauen. Nicht sehen können sie den dramatischen Stimmungsumschwung, der mit dieser Rally einherging. Wie üblich führten auch damals steigende Kurse zu ausgeprägtem Optimismus. Wie üblich waren die meisten Experten im Frühjahr 1930 der Meinung, die Krise sei vorüber, ein neuer Aufschwung habe begonnen. Genau wie heute wurde diese Expertenrunde übrigens von Männern dominiert, die den Crash nicht hatten kommen sehen und die Spekulationsblase der späten 1920er nicht erkennen konnten.



Dow Jones Industrial Average, 1929 bis 1930

Nach dem Crash kam es zu einer ausgeprägten Zwischenerholung. *Quelle: Bloomberg*

Schauen Sie sich nun im Vergleich dazu den nächsten Chart an. Er zeigt den Verlauf des Dow seit seinem Hoch im Oktober 2007. Wenn man diesen Chart etwas stauchen würde, wäre die Ähnlichkeit der beiden Kursverläufe noch frappierender.



Dow Jones Industrial Average, 2007 bis 2010

Nach dem Crash kam es zu einer ausgeprägten Zwischenerholung. *Quelle: Bloomberg*

Aufgrund der immer noch so deutlichen fundamentalen Überbewertung und der durch den hemmungslosen Einsatz der Gelddruckmaschine natürlich nicht gelösten Probleme halte ich die Wahrscheinlichkeit für groß, dass es sich auch bei der Entwicklung der vergangenen Monate nur um eine Gegenbewegung an den Aktienmärkten und um eine Zwischenerholung der Wirtschaft handeln wird.

Wie weiter oben ausgeführt, erwarte ich allerdings eine Fortsetzung der Rally bis Mitte dieses Jahres. Erst danach rechne ich mit dem Beginn des nächsten Aktes der großen Krise, die 2007 begonnen hat und auf monumentale geldpolitische Fehler der Herren Greenspan, Bernanke et al. zurückgeführt werden muss.

Das laufende Jahr wird vermutlich ein ganz entscheidendes sein für den Fortgang des Finanzmarkt- und Wirtschaftskrimis, den ich in meinem gemeinsam mit Roland Leuschel verfassten Buch „Das Greenspan Dossier. Wie die US-Notenbank das Weltwährungssystem gefährdet“ bereits im Jahr 2004 ausführlich beschrieben und analysiert habe. In unserem Ende vergangenen Jahres er-

schienenen Buch „Die Inflationsfalle. Retten Sie Ihr Vermögen“ haben wir dann eine Art Fortsetzung und Aktualisierung dieser spannenden Geschichte vorgelegt. Sowohl die Finanzmarkt- und Wirtschaftsgeschichte als auch geldtheoretische Überlegungen zwingen uns leider dazu, eine Fortsetzung der Krise und ein böses Ende des geld- und fiskalpolitischen Experiments zu prognostizieren, das von Alan Greenspan begonnen wurde und von seinem Nachfolger Ben Bernanke beherzt weitergeführt wird.

Der nächste Chart zeigt Ihnen die Entwicklung des Dow Jones Industrial Average im Anschluss an die oben beschriebene Gegenbewegung des Jahres 1930. Vom Endpunkt dieser Erholung fiel der Index innerhalb von nur zwei Jahren um 80%. Damit war am US-Aktienmarkt der Tiefpunkt dieser dramatischen Episode erreicht. Das Ende des langfristigen Abwärtstrends muss man aber sicherlich auf das Jahr 1942 datieren, als deutlich wurde, dass die Nazis untergehen und die USA der große Kriegsgewinner sein würden.

Mit nur 13 Jahren fiel dieser langfristige Bärenmarkt vergleichsweise kurz aus. Allerdings mündete er in einen verheerenden Weltkrieg, der die Entwicklung sicherlich beschleunigte.



Dow Jones Industrial Average, 1929 bis 1942

Finden Sie die oben gezeigte Zwischenerholung auf diesem längerfristigen Chart wieder? *Quelle: Bloomberg*

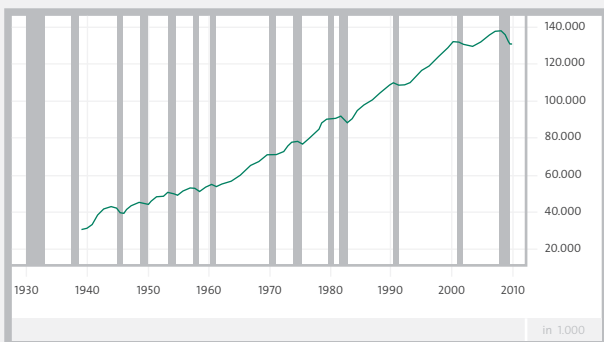
## EIN LANGFRISTIGER ABWÄRTSTREND AM US-ARBEITSMARKT

Einige der wichtigsten ungelösten Probleme habe ich Ihnen in den vergangenen Wochen und Monaten bereits skizziert. Insbesondere dürfte die Baisse an den Immobilienmärkten noch immer nicht ausgestanden sein, weder bei den Gewerbeimmobilien noch bei den Wohnimmobilien. Mit dieser Einschätzung geht meine Prognose einer weiteren Bankenkrise einher, da in den Bankbilanzen vermutlich noch hunderte von Milliarden Dollar, Euro, Yen und Yuan fauler Kredite schlummern.

Heute möchte ich lediglich auf den amerikanischen Arbeitsmarkt eingehen, in dem ich eine gewichtige Stütze meiner Prognose einer Fortsetzung der Krise und der langfristigen Baisse an den Aktienmärkten sehe. Ein echter Wirtschaftsaufschwung geht immer Hand in Hand mit zunehmender Beschäftigung. Das heißt, selbst wenn das statistische Konstrukt „Bruttoinlandsprodukt“

wächst, aber keine neuen Arbeitsplätze entstehen, dann ist der solchermaßen gekennzeichnete Aufschwung nur eine Schimäre, die uns mehr über statistische Methoden lehrt als über wirtschaftliche Realitäten.

Schauen Sie sich bitte meinen nächsten Chart an, der die Anzahl der US-Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft im Zeitablauf darstellt. Wie Sie sehen können, ist während der jüngsten Rezession etwas Außergewöhnliches geschehen. Erstmals seit Beginn dieser Zeitreihe im Jahr 1940 wurden während der jüngsten Rezession alle im vorangegangenen Aufschwung geschaffenen Arbeitsplätze wieder abgebaut. Damit befindet sich der Arbeitsmarkt in einer ähnlichen Situation wie der Aktienmarkt, nämlich auf demselben Niveau wie vor zehn Jahren. In einem Land, dessen Bevölkerung jedes Jahr um 1,1% oder 3,2 Millionen Menschen wächst, gibt es heute genauso viele Arbeitsplätze wie vor einer Dekade. Das ist ein niederschmetternder Befund, der für jeden, der es sehen möchte, deutlich macht, wie verheerend das Ergebnis des großen Experiments des Dr. Greenspan letztlich ausgefallen wird. Ich sehe wenig Hoffnung auf einen besseren Ausgang der durch Bernanke, Geithner und Co. betriebenen Fortsetzung dieses Experiments.



Anzahl der angestellt Beschäftigten in den USA, 1940 bis 2010

In der jüngsten Rezession gingen erstmals alle Arbeitsplätze wieder verloren, die im vorangegangenen Aufschwung geschaffen wurden. Die schattierten Flächen kennzeichnen Rezessionen. Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Die offizielle und immer wieder zu lesende Arbeitslosenquote in den USA beträgt 10%. Es gibt aber noch eine andere, ebenfalls offizielle Version der Arbeitslosenquote, in deren Ermittlung auch solche Schicksale aufgenommen werden, die aufgrund von Aussichtslosigkeit damit aufgehört haben, einen neuen Job zu suchen, oder die nur einen Teilzeitjob gefunden haben, obwohl sie eine volle Stelle suchen. Diese Arbeitslosenquote beläuft sich auf 17,3%. Das ist natürlich eine Größenordnung, die besser zu dem Begriff „Depression“ passt als zu „Rezession“.

## PAUL KRUGMAN ÜBER DAS PROBLEM MIT DER ARBEITSLOSIGKEIT

Der Nobelpreisträger Paul Krugman ist gewissermaßen der Popstar unter den Ökonomen. Zwar hat auch er die große Krise nicht kommen sehen, aber das hindert ihn natürlich ebenso wenig wie seine zahlreichen ebenso blinden Kollegen im In- und Ausland daran, Vorschläge zur Problemlösung zu unterbreiten. Er hat kürzlich die realistische Schätzung vorgelegt, dass

für eine Rückkehr zu dem, was Ökonomen Vollbeschäftigung zu nennen pflegen, in den kommenden fünf Jahren jeden Monat 300.000 Jobs geschaffen werden müssen. Im Dezember 2009 gingen übrigens 85.000 Jobs verloren.

Letzteres ist übrigens vollkommen ungewöhnlich. Früher erfolgte die Wende zum Besseren am Arbeitsmarkt unmittelbar nach dem Ende einer Rezession, es wurden also gleich am Beginn eines Aufschwungs neue Arbeitsplätze geschaffen. Diese Diskrepanz deutet darauf hin, dass entweder die Rezession doch noch nicht vorüber, oder dass wir es mit etwas Anderem zu tun haben als einer Rezession, das heißt mit einer Depression, die gerade eine kleine Zwischenerholung erlebt.

Krugmans Vorschlag zur staatlich verabreichten Lösung der gegenwärtigen Misere ist übrigens nicht gerade originell. Er predigt eine beherzte Fortsetzung der inflationären Geldpolitik. Konkret fordert er eine weitere Ausweitung der Bilanzsumme der US-Notenbank und zwar um stattliche zwei Billionen Dollar, was einer Verdopplung der Bilanzsumme entspricht.

Dieser Ratschlag legt die Vermutung nahe, dass Krugman an die sogenannte Phillips-Kurve glaubt. Diese geht von einem inversen Zusammenhang zwischen der Arbeitslosigkeit und der Inflationsrate aus. In den 70er Jahren war sie überaus populär. Der damalige Bundeskanzler Helmut Schmidt rechtfertigte die inflationäre Politik jener Ära mit dem berühmt gewordenen Ausspruch, ihm seien ein paar Prozentpunkte Inflation allemal lieber als ein paar Prozentpunkte Arbeitslosigkeit. Letztlich durfte er sich über Beides freuen.

Ob Krugman, Bernanke, Geithner, Obama und wie sie alle heißen jemals der Gedanken gekommen sein mag, dass die gleiche Politik zu ähnlichen Ergebnissen führen könnte? Geldpolitik ist das Problem für dessen Lösung sie sich ausgibt. Mehr denn je gilt dieses herrliche Bonmot, das selbstverständlich auch auf andere Bereiche der Politik zutrifft.

## DER MANN DES JAHRES 2009 BEFEUERT DIE KRISENSPIRALE

Der amerikanische Notenbankpräsident Ben Bernanke wurde vom „Time Magazine“ zum „Mann des Jahres 2009“ gekürt. Ist es nicht erstaunlich, wie weit man es heutzutage in Amerika mit dem Drucken von Geld bringen kann? Da werden sich Leonard Tsumba und Gideon Gono sicherlich – und völlig zu Recht – übergangen fühlen. Die beiden simbabwischen Zentralbanker haben schließlich schon viel früher als Herr Bernanke die Vorzüge der Gelddruckmaschine entdeckt.

Ich empfehle den Journalisten des „Time Magazine“ eine Lustreise ins landschaftlich so herrliche Simbabwe, um vor Ort die Folgen einer hemmungslos inflationären Politik zu bewundern. Aber sie können natürlich auch gemütlich zu Hause bleiben und abwarten bis sich ähnliche Wirkungen auch dort eingestellt haben werden.

### DIE KRISE IST DAS ERGEBNIS UNSERIÖSER GELD- UND FISKAL-POLITIK

Damit bin ich bereits beim wichtigsten Punkt im analytischen Umgang mit der Wirtschafts- und Finanzkrise der vergangenen beiden Jahre angekommen. Denn die Wahl Bernankes zum „Mann des Jahres“ bringt die weiterhin fatal falsche Wahrnehmung der Krisenursache in der Öffentlichkeit deutlich zum Ausdruck.

Diese Krise ist ausdrücklich kein Marktversagen, sondern das genaue Gegenteil davon. Diese Krise ist das Ergebnis eines monumentalen geldpolitischen Versagens. Wieso?

Mittlerweile herrscht weitgehend Einigkeit über den Auslöser der Krise. Selbst das Heer der Ökonomen, die von der Krise völlig überrascht wurden, sowie die Bernankes dieser Welt, die nicht in der Lage waren, die größte Immobilienblase aller Zeiten zu erkennen, sind mittlerweile zu der Einsicht gelangt, dass das Platzen ebendieser Immobilienblase der Auslöser der großen Krise war. Ende der Analyse.

Man glaubt es kaum, aber an dieser Stelle hört die Analyse der Mainstream-Ökonomen tatsächlich auf. Sie stellen sich nicht die eigentlich offensichtliche Frage nach den Ursachen der Immobilienblase. Warum auch, die Antwort ist schließlich längst bekannt. Allerdings passt sie so gar nicht in die von Keynes' geprägte Welt der meisten Ökonomen, Politiker und Notenbanker. Sie lautet folgendermaßen:

Die notwendige – aber nicht hinreichende – Bedingung für das Entstehen von Spekulationsblasen ist überreichliches Geld- und Kreditmengenwachstum.

Wie Sie wissen, sind heutzutage die Notenbanken mit der Verwaltung des staatlichen Geldmonopols beauftragt. Sie sind verantwortlich für das Geld- und Kreditmengenwachstum, „Geldmengensteuerung“ ist ihr ureigenstes „Geschäft“. Folglich sind sie ohne Wenn und Aber die Hauptverantwortlichen für die Entstehung von Spekulationsblasen. Und damit selbstverständlich auch für die verheerenden Folgen ihres unvermeidlichen Platzens.

### BERNANKE GEHÖRT ZU DEN BRANDSTIFTERN, NICHT ZU DEN „RETTERN DER WELT“

Ben Bernanke gehört also zu den Vätern der großen Krise. Er ist nicht etwa der „Retter der Welt“, zu dem das „Time Magazine“ ihn stilisieren möchte, sondern einer der kurzsichtigen geldpolitischen Täter, deren Entscheidungen den Weg in die Krise erst ebneten.

In meinem gemeinsam mit Roland Leuschel im Jahr 2004 verfassten Buch „Das Greenspan Dossier. Wie die US-Notenbank das Weltwährungssystem gefährdet“ haben wir dieses Zusammenhänge ausführlich dargestellt. Wir nannten die damalige Geldpolitik „das große Experiment des Dr. Greenspan“ und prognostizierten ziemlich genau das schauerliche Ergebnis, das Sie in den vergangenen beiden Jahren bestaunen durften.

Jetzt wird als Antwort auf die große Krise dieselbe Politik gemacht, die zu ebendieser Krise geführt hat. Dieselbe Politik, allerdings in einem noch sehr viel größeren Ausmaß. Was liegt da näher als die Vermutung, dass dieses große Experiment ein noch schauerlicheres Ergebnis liefern wird?

### STATT LÖSUNGEN WERDEN SÜNDEBÖCKE PRÄSENTIERT

Wer künftige Krisen dieser Art tatsächlich verhindern möchte, müsste radikale geldpolitische Reformen fordern. Er müsste die Rückkehr zu einem seriösen, nicht beliebig vermehrbaren Geld und die Abkehr vom Teildeckungsbankwesen vorantreiben, das es dem von der Zentralbank abhängigen Bankenkartell erlaubt, mehr Geld auszuleihen als es zur Verfügung hat.

Davon hören wir in der aktuellen öffentlichen Diskussion leider nichts. Stattdessen werden Sündenböcke präsentiert: verantwortungslose Spekulanten, böse Hedgefonds, gierige Banker, dumme Analysten, verschlafene Bürokraten in den Aufsichtsämtern und schließlich die Marktwirtschaft, der Kapitalismus, der Liberalismus in toto. Ich möchte hier die teilweise absurde Vorstellung, die zahlreiche dieser Sündenböcke während des Entstehens der Immobilienblase gespielt haben, nicht schön oder klein reden. Ganz im Gegenteil. Je nach persönlichem Naturell war es durchaus frustrierend oder belustigend, die teilweise überaus peinlichen Taten und Reden von Mitgliedern dieser Sündenbockgruppe zu beobachten. Aber das ändert nichts an der Tatsache, dass sie alle diese traurige Rolle nur auf dem Hintergrund einer sich entwickelnden Spekulationsblase spielen konnten. Sie waren nur Mitläufer, deren Taten ohne die geldpolitische Wegbereitung nicht möglich gewesen wären. Viele haben sich in dieser Zeit die Taschen gefüllt, andere haben sich nur lächerlich gemacht. Manchen ist beides gelungen. Das alles macht sie aber nicht zu Verantwortlichen der Krise.

### LÜGEN, LÜGEN, LÜGEN

Aus analytischer Sicht ist die Sachlage also eigentlich ganz klar. Dennoch ist der Unsinn des Marktversagens und die Exkulpiierung der eigentlichen Täter, das heißt der Notenbanker, die in Politik und Medien fast ausnahmslos vertretene Grundhaltung im Umgang mit der Krise. Dazu fällt mir eigentlich nur ein alter Politikerwitz ein, der die Situation bestens auf den Punkt bringt: Wenn der Tag der Wahrheit kommt, dann hilft nur eins: lügen, lügen, lügen.

Nach diesem Motto wurde die öffentliche Diskussion über die Ursachen der aktuellen Wirtschafts- und Finanzkrise von Anfang an geführt. Und nach diesem Motto werden natürlich auch die Maßnahmen beschlossen, die angeblich eine Wiederholung der Katastrophe verhindern sollen.

### DIE TRAURIGE ROLLE DER MAINSTREAM-ÖKONOMEN

Eine besonders traurige Rolle spielen dabei die Vertreter der Mainstream-Wirtschaftswissenschaften, insbesondere natürlich die sogenannten Koryphäen aus dem Bereich der Politikberatung im weitesten Sinne. An einem einfachen Beispiel kann man das jedem auch nur halbwegs gebildeten Menschen bestens veranschaulichen.

Stellen Sie sich vor, wir hätten es nicht mit Wirtschaftswissenschaftlern zu tun, sondern mit echten Wissenschaftlern, zum Beispiel mit Astronomen. Stellen Sie sich vor, diese Astronomen verwendeten bis auf ganz wenige Ausnahmen dieselben Modelle und Theorien und würden dafür auch öffentlich anerkannt, gar ausgezeichnet.

Nun kommt es plötzlich zu einer totalen Sonnenfinsternis. Kein einziger dieser erlauchten Astronomen-Gruppe hat dieses Ereignis vorausgesagt. Man sieht und staunt, ist aber Profi genug, um sich sehr schnell wieder zu fassen und zu sammeln. Kaum ist das geschehen, wird man in einem ersten Schritt nicht müde zu erklären, warum es unmöglich gewesen sei, diese Sonnenfinsternis vorherzusagen – obwohl es ein paar Astronomen gab, denen genau das gelungen ist, die allerdings nicht der allgemein akzeptierten Theorie anhängen und deshalb ignoriert werden können.

Doch damit nicht genug. Nachdem der Öffentlichkeit ausreichend intensiv und auf allen Kanälen erklärt wurde, warum die Sonnenfinsternis nicht prognostiziert werden konnte, wird die nächste Stufe der Rakete dreister Chuzpe gezündet: In einem zweiten Schritt schlagen die Experten der traurigen Gestalt zahlreiche Maßnahmen vor. Maßnahmen, mit denen zukünftige Sonnenfinsternisse verhindert werden sollen.

Das, meine Damen und Herren, ist das traurige Bild, das die zeitgenössische Mainstream-Wirtschaftswissenschaften hier abgeben, zumindest in meiner Wahrnehmung. Diese Vorgehensweise ist natürlich nicht nur unredlich. Sie ist auch in höchstem Maße unwissenschaftlich. Wieso?

## WAS MODELLE LEISTEN MÜSSEN

Der Forschungsgegenstand der Wissenschaftstheorie ist die Wissenschaft selbst, die wissenschaftliche Methode. Die Wissenschaftstheorie kommt zu dem Ergebnis, dass Modelle und Theorien, die wissenschaftlichen Standards genügen wollen, dreierlei leisten müssen:

- 1 Sie müssen die Welt beschreiben können, über die sie Aussagen machen wollen. Diese Forderung ist einfach zu erfüllen, das gelingt den meisten Menschen. In den modernen Wirtschaftswissenschaften wird allerdings allzu häufig über eine Welt geredet, die mit der Realität kaum etwas gemein hat.
- 2 Sie müssen die beschriebene Welt erklären können. Das ist schon etwas schwieriger, denn diese Erklärungen müssen sich an die Regeln der Logik halten, wenn sie nicht ganz schnell als offensichtlich falsch entlarvt werden sollen. Die Mainstream-Wirtschaftswissenschaften mit ihrem hohen Grad an Mathematisierung erfüllen diese Bedingung mit Bravour.
- 3 Schließlich müssen Modelle Prognosen ermöglichen, deren Qualität sich an der Realität messen lassen muss. An diesem Schnittpunkt von Theorie an der Praxis wird Wissenschaft erst richtig interessant. Hier muss sie sich bewähren. Schafft sie das nicht, treffen die Prognosen also nicht ein, dann bleibt dem redlichen Wissenschaftler eigentlich nur eine Wahl: er muss das Modell verwerfen und sich ein neues ausdenken.

An diesem Punkt sind meiner Meinung nach die Mainstream-Wirtschaftswissenschaften wieder einmal angekommen, und das mit lautem Getöse und bestens sichtbar für Jedermann, der es sehen möchte. Und wie lautet die Reaktion der Betroffenen? Allüberall schallt uns der neue alte Schlachtruf entgegen, ein beherztes „Weiter so!“

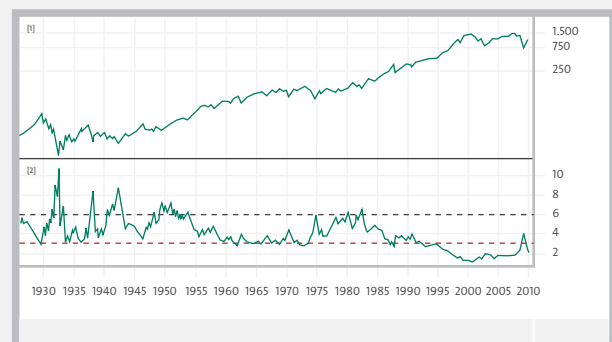
Nun haben der „Mann des Jahres“ und seine zahlreichen Mitstreiter weltweit die Politik des „Weiter so“ in bisher noch nicht dagewesenem Maße umgesetzt. Sie alle werden nicht nur Zeugen eines riesigen wirtschaftspolitischen Experiments, nein, Sie dürfen sich sogar glücklich schätzen, als Versuchskaninchen missbraucht zu werden. Schließlich geht es bei alle dem um Ihr Geld, um Ihren Wohlstand – oder den Ihrer Kinder und Kindeskinde.

Ich gehe aufgrund der von mir bereits für die Prognose der großen Krise der vergangenen beiden Jahre verwendeten Theorien und Modelle davon aus, dass dieses Experiment ein böses Ende nehmen wird. Vollkommen ohne Not, aber ausschließlich an kurzfristigen Effekten orientiert, hat sich die (Geld)Politik in eine selbst gebaute Inflationsfalle begeben, in eine Krisenspirale. Je länger damit gewartet wird, die eigentlichen Probleme einer überschuldeten Gesellschaft in Angriff zu nehmen, und je stärker weiter inflationiert wird, desto größer wird die unvermeidliche Anpassungskrise letztlich ausfallen. Simbabwe, wir kommen!

## DAS GESAMTMODELL

Die wichtigsten Einflussfaktoren auf das Börsengeschehen lassen sich in drei große Gruppen gliedern. **Erstens** die fundamentale Bewertung des Aktienmarktes, **zweitens** die monetären Rahmenbedingungen und **drittens** die Sentimentindikatoren. Im Rahmen unseres Gesamtmodells zur Beurteilung der Börsenaussichten verwenden wir zahlreiche Indikatoren aus diesen drei Gruppen. Im Folgenden geben wir Ihnen eine kurze Zusammenfassung unserer Ergebnisse.

Die **fundamentale Bewertung** der US-Aktienmärkte ist sehr hoch. Auf Seite vier bin ich anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses bereits auf dieses Thema eingegangen. Andere traditionelle Kennzahlen der Fundamentalanalyse bestätigen dieses Ergebnis. Der folgende Chart illustriert Ihnen diese Aussage anhand der Dividendenrendite.



S&P 500 Index und Dividendenrendite, 1926 bis 2010

Die Dividendenrendite amerikanischer Aktien ist erneut auf extrem niedrige Niveaus gefallen. Quelle: [www.decisionpoint.com](http://www.decisionpoint.com)

[1] S&P 500 Large Cap Index (Monthly) [2] SPX Yield (Monthly)

Die fundamentale Bewertung eignet sich leider nicht für kurz- oder mittelfristige Prognosen. Sie lassen lediglich Aussagen über die langfristige Attraktivität zu, also über Zeiträume von 7 bis 10 Jahre. Und diese Aussage lautet heute wie schon so oft in den vergangenen 10 bis 15 Jahren, dass Aktien hoch riskant und langfristig unattraktiv sind.

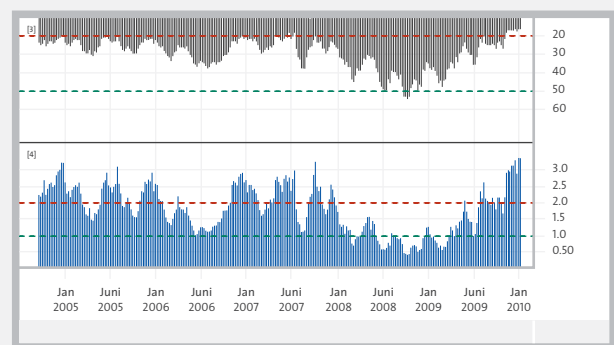
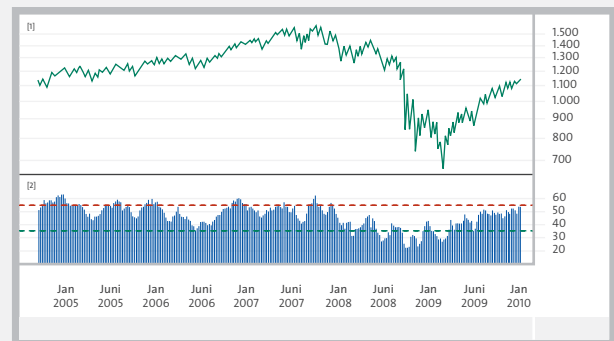
Überbewertete Märkte können lange überbewertet bleiben und – wie Ende der 90er Jahre – historisch einmalige Extremwerte erreichen. In diesen Phasen wird die Geduld der Anleger, die sich ausschließlich an fundamentalen Kennzahlen orientieren, auf eine harte Probe gestellt. Eine ausschließliche Orientierung an Bewertungskennzahlen reicht also nicht aus, um an der Börse erfolgreich zu sein. Es sei denn, man ist bereit, den Märkten 10 oder sogar 20 Jahre lang den Rücken zu kehren. Nun hat die Finanzmarktgeschichte aber gezeigt, dass es auch in Zeiten exzessiver Überbewertung gewisser Auslöser bedarf, um den unausweichlichen Korrekturprozess einzuleiten. Gewöhnlich spielen in diesem Zusammenhang die monetären Rahmenbedingungen eine herausragende Rolle.

Bei den **monetären Rahmenbedingungen** sehe ich bereits erste deutliche Warnsignale. Im Jahresvergleich wächst die amerikanische Geldmenge M-1 um sehr inflationäre 13,5% und im annualisierten 6-Monatsvergleich um 11,4%. Im annualisierten 3-Monatsvergleich beträgt das Geldmengenwachstum allerdings „nur“ noch 5,8%. Ein deutlich restriktiveres Bild zeigt sich allerdings bei anders abgegrenzten Geldmengenaggregaten. MZM und M-2 wachen im Jahresvergleich um 7,3% bzw. um 6,0%, im annualisierten 6-Monatsvergleich schrumpft MZM um 0,2%, während M-2 um 1,1% wächst. Und im annualisierten 3-Monatsvergleich steigt MZM noch um 0,5% und M-2 um 0,2%.

Die Rally an den Aktienmärkten war und ist zu einem großen Teil das Ergebnis der extrem aggressiven Geldpolitik. Aufgrund der prekären realwirtschaftlichen Situation halte ich die Wahrscheinlichkeit für überaus groß, dass sowohl die Finanzmärkte als auch die Realwirtschaft einer weniger expansiven Geldpolitik nichts entgegen zu setzen haben. Aufgrund der langen Verzögerung, mit der geldpolitische Veränderungen wirksam werden, überwiegt derzeit sicherlich noch der Einfluss der im Jahresvergleich sichtbaren extrem laxen Geldpolitik, die als panikartige Antwort auf die Krise umgesetzt wurde. Dieser inflationäre Rückenwind wird in den kommenden Quartalen vermehrt fehlen.

Die **Sentimentindikatoren** zeigen eine geradezu sensationelle Rückkehr des Börsenoptimismus' an. Beispielsweise ist der Anteil der bearishen US-Börsenbriefe bereits seit acht Wochen auf ein Extremniveau von aktuell nur 15,9% gefallen, während die Anzahl der bullischen Börsenbriefe auf 53,3% gestiegen ist. Damit übersteigt die Anzahl der Bullen die der Bären um das Dreifache. Wie Sie im untenstehenden Chart sehen können, kam es in der Vergangenheit nach solchen Extremwerten relativ zügig zumindest zu einer gewissen Korrektur.

Das Verhalten des Optionsmarktspekulanten zeigt ebenfalls ein sehr hohes Maß an Börsenoptimismus. Der 10-Tage-Durchschnitt der NYSE Put-Call-Ratio ist auf 0,75 gefallen; bei den Aktienoptionen – also ohne Berücksichtigung der Indexoptionen – beläuft sich diese Kennzahl sogar nur auf 0,55. Auch diese Indikatoren deuten auf eine größere Korrektur hin.



S&P 500 Index und Investor Intelligence Sentimentindikator, 2004 bis 2010

Die Sentimentindikatoren deuten auf eine Korrektur hin. Quelle: [www.decisionpoint.com](http://www.decisionpoint.com)

[1] S&P 500 Large Cap Index (Weekly) [2] Investors Intelligence Bulls (Weekly) [3] Investors Intelligence Bears (Weekly) [4] Investors Intelligence Bulls/Investors Intelligence Bears (Weekly)

## FAZIT: DER MITTELFRISTIGE AUFWÄRTSTREND IST INTAKT

Die monetären Indikatoren sowie die realwirtschaftlichen Frühindikatoren zeigen derzeit noch keine akute Gefahr an. Auch die mittelfristigen Trendindikatoren wie beispielsweise die 200-Tage-Durchschnittslinien, die Advance-Decline-Statistiken oder die Statistik der Anzahl der Aktien, die 52-Wochen-Hochs bzw. -Tiefs erreichen, sprechen noch nicht für ein Ende der seit März 2009 laufenden Erholung.

Allerdings sind die Aktienmärkte eindeutig überbewertet und technisch überkauft, und sie zeigen ein deutliches Bild von Überoptimismus. Das ist eine Konstellation, die für eine bald einsetzende Korrektur spricht. Diese Korrektur sollte sich aber mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit als kurzfristige Kaufgelegenheit herausstellen, auf die neue Jahreshochs folgen werden.



#### CLAUS VOGT

Jahrgang 1963, absolvierte ein BWL-Studium an der Universität Frankfurt am Main. Bereits während seines Studiums, das er 1990 als Dipl.-Kaufmann beendete, stand die Börse im Mittelpunkt seines Interesses. Sein beruflicher Werdegang führte ihn zu zwei internationalen Großbanken, bevor er im Jahr 2000 als Leiter Research zur Berliner Effektenbank kam.

Im März 2004 erschien sein gemeinsam mit Roland Leuschel verfasstes Buch: „Das Greenspan Dossier. Wie die US-Notenbank das Weltwährungssystem gefährdet, oder: Inflation um jeden Preis.“ Im September 2009 ließ das Autorenteam gewissermaßen eine Fortsetzung auf dieses weitsichtige Buch folgen, in dem die große Krise der Jahre 2007-2009 erstaunlich präzise vorhergesagt wurde. Der Titel des neuen Werks lautet „Die Inflationsfalle“.

#### KLAUS-GERD KLEVERSAAT

Telefon +49 (0)30.89021-320 . Telefax +49 (0)30.89021-321 . E-Mail [kleversa@effektenbank.de](mailto:kleversa@effektenbank.de)

#### JENS HOLZNAGEL

Telefon +49 (0)30.89021-366 . Telefax +49 (0)30.89021-321 . E-Mail [jholznagel@effektenbank.de](mailto:jholznagel@effektenbank.de)

#### KRISTIAN ROHMICH

Telefon +49 (0)30.89021-406 . Telefax +49 (0)30.89021-321 . E-Mail [krohlich@effektenbank.de](mailto:krohlich@effektenbank.de)

#### INGRID KREBS

Telefon +49 (0)30.89021-374 . Telefax +49 (0)30.89021-321 . E-Mail [ikrebs@effektenbank.de](mailto:ikrebs@effektenbank.de)

#### MARCELLO MIGLIACCIO

Telefon +49 (0)30.89021-367 . Telefax +49 (0)30.89021-321 . E-Mail [mmigliaccio@effektenbank.de](mailto:mmigliaccio@effektenbank.de)

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

Berliner Effektenbank . Niederlassung der quirin bank AG . Kurfürstendamm 119 . 10711 Berlin  
Telefon +49 (0)30 89021-372 . Telefax +49 (0)30 89021-196 . E-Mail [info@effektenbank.de](mailto:info@effektenbank.de) . Internet [www.effektenbank.de](http://www.effektenbank.de)

## RESEARCH/REDAKTION

Claus Vogt . Telefon +49 (0)30 89021-355 . Telefax +49 (0)30 89021-369 . E-Mail [cvogt@effektenbank.de](mailto:cvogt@effektenbank.de)

Die Informationen der Marktanalyse stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Gewähr übernommen. In der Chartanalyse wurden Kurse bis zum 14.01.2010 berücksichtigt. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen beruhen auf der aktuellen Einschätzung des Verfassers und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Berliner Effektenbank dar. Diese können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die ausgearbeitete Marktanalyse dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

Gedruckt auf Papier aus nachhaltiger Forstwirtschaft und chlorinfreiem Zellstoff. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck oder Vervielfältigung nur mit Genehmigung des Herausgebers.