

Aktives Wellenreiten

Börsenzyklen, Timing und Wandelanleihen

Von [Beat Thoma](#), Fisch Asset Management

Erschienen im Magazin INVEST «Anlagefonds 2001» der [«Finanz und Wirtschaft»](#), April 2001

Ein erstaunlich zuverlässiges Börsenzyklusmodell beruht auf dem Zusammenspiel von nur zwei Grössen - der Zinsentwicklung und der Börse selbst. Fast alles andere hat sekundären Charakter und darf vernachlässigt werden. Denn der Einbezug weiterer Variablen wie Geldmengenveränderung, Markt- und Konsumentenstimmung, Inflation, Sparverhalten, Budgetdefizite oder Devisenmärkte resultiert oft in Überlagerungseffekten und damit Informationsauslöschung.

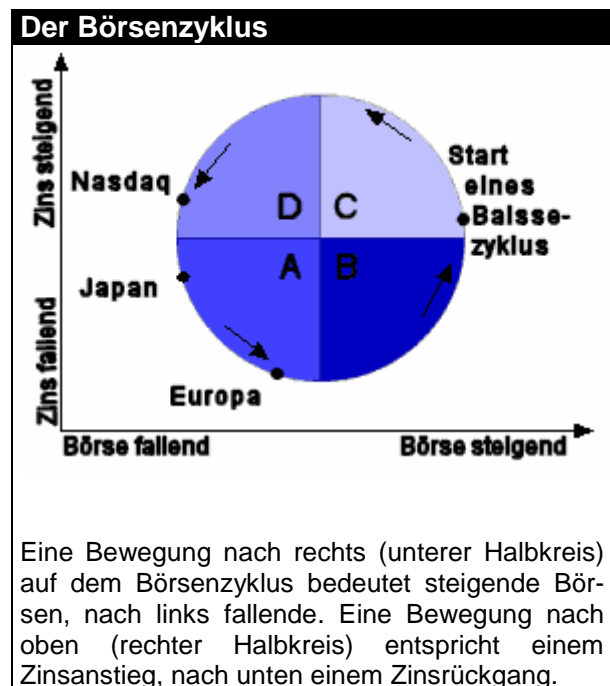
Entsprechend kläglich sind deshalb die Resultate ausgeklügelter Mehrvariablenmodelle, selbst wenn sie mit Hilfe von Grossrechnern produziert werden. Dieser elementare Zusammenhang sollte nicht nur für die allgemeine Anlagestrategie beachtet werden, sondern kann insbesondere mit dem interessanten Instrument der Wandelanleihe optimal genutzt werden.

Die Abbildung fasst bereits alles Wesentliche des Zins-Börsen-Zyklusmodells zusammen. Der Ansatz ist einfach und übersichtlich. Zudem belegt die empirische Überprüfung die hohe Zuverlässigkeit einer Standortbestimmung in der jeweils aktuellen Börsenkonstellation. Die aus diesem Modell resultierenden Zusammenhänge werden erstaunlicherweise von einer überwältigenden Mehrheit der Börsenteilnehmer und Spekulanten immer wieder missachtet.

Der langfristige Börsenzyklus

Wir starten im Punkt S und bewegen uns in Pfeilrichtung. Es werden nach und nach die vier Phasen C, D, A, B des langfristigen Börsenzyklus durchlaufen. Startpunkt S bzw. Phase C repräsentieren dabei den klassischen Beginn einer Baisse: Der Punkt wandert nach oben (die Zinsen steigen) und gleichzeitig nach links (die Börse fällt). Das entspricht der Erfahrung vieler Anleger und deckt sich mit gängigen Lehrbuch- bzw. Analystenmeinungen. Anders Phase D: fallende Zinsen und trotzdem fallende Börsen (Punkt nach links und nach unten). Historisch kann diese Phase in regelmässigen Abständen immer wieder beobachtet werden.

Das prominenteste, jedoch keineswegs einzige Exempel einer solchen Konstellation war bis vor kurzem in Japan mit rekordtiefen Zinsen und dennoch fallendem Aktienmarkt anzutreffen. Der danach folgende Abschnitt A des Börsenzyklus korrespondiert wieder mit einer verbreiteten Weisheit: Zinsen runter - Börse rauf. Damit startet eine neue Hausse, die sich schliesslich beschleunigt in Phase B fortsetzt, obwohl jetzt die Zinsen bereits wieder deutlich zu steigen beginnen. Mit Phase B schliesst sich der Kreis, und der Zyklus beginnt von neuem.



Die Folgen

Das einfache Grundprinzip dieses Börsenzyklusmodells lässt sich noch wesentlich verfeinern, da jede der vier Phasen durch typische sekundäre Merkmale wie Konjunkturverlauf, Anlegerstimmung, markttechnische Divergenzen und vieles mehr gekennzeichnet ist. Für eine eingehendere Diskussion fehlt an dieser Stelle der Platz. Details sowie eine mathematische Begründung für die Entstehung von Börsenzyklen können in dem vom Autor dieses Artikels verfassten Buch «Dynamische Prozesse in der Ökonomie und an den Finanzmärkten», Verlag Oldenburg, nachgelesen werden.

Wo stehen wir heute (April 2001)?

- **Europa** Ende Phase A (weitere Kurssteigerungen ohne allzu grosse Zinssenkungsfantasie)
- **USA** Ende Phase D (insbesondere der Nasdaq weist eine ausgeprägte Zyklik auf)
- **Japan** Mitte Phase A (sehr grosses Kurspotenzial mit nur noch mässiger Zinssenkungsfantasie)

Einige interessante Folgerungen finden sich aber auch ohne weitere Vertiefung:

- **Erstens:** Die Abfolge der Phasen bzw. der Zyklus ist äusserst stabil. Beispielsweise kommt es nach einer Phase fallender Zinsen und steigender Börsen (Phase A) beinahe nie zu einer sofortigen Trendwende und darauf folgender Baisse am Aktienmarkt (Phase C). Im Zyklus gibt es sehr selten Sprünge. Vielmehr muss zuerst eine Periode steigender Zinsen und trotzdem fester Börsen (Phase B) während rund sechs bis zwölf Monaten durchlaufen werden, bis der Markt sich wendet. Gerade diese der Theorie widersprechende Kombination von steigenden Zinsen und trotzdem festen Börsen bringt sogar vielfach die spektakulärsten Gewinne. Markantes Beispiel liefert die jüngste Nasdaq-Hysterie, die erst nach mehr als zwölf Monaten markanter greenspanischen Zinserhöhungen endete. Auch erfahrene Anleger missachten aber vielfach diesen Zusammenhang und steigen im Aufschwung zu früh aus (um dann im dümmsten Moment einer allgemeinen Masseneuphorie an den Markt zurückzukehren). Umgekehrt ist es gefährlich, bei der ersten Zinssenkung nach einem Abschwung sofort zu kaufen. Meistens fällt der Aktienmarkt trotz sinkenden Zinsen markant weiter oder läuft zumindest eine Weile seitwärts.
- **Zweitens:** Der ganze Zyklus oder einzelne Phasen können unterschiedlich schnell durchlaufen werden. Auch hier existieren Mittelwerte und Zusatzindikatoren zur Tempomessung, die ebenfalls an dieser Stelle nicht umfassend erläutert werden können. Trotzdem lässt sich fast jede Börsenkonstellation auch ohne Zusatzinformationen im Zyklusdiagramm einordnen und so eine zuverlässige Standortbestimmung bzw. ein Fahrplan für die weiteren Ereignisse gewinnen.
- **Drittens:** Der Zyklus umfasst zwei Phasen gleichgerichteter (A,C), aber auch zwei Phasen entgegengesetzter Richtung (B,D) von Zinsen und Börsen. Daher ergibt sich in mathematischen Analysen vielfach kein direkter Zusammenhang der beiden Grössen (tiefe Korrelation), da sich die Phasen gewissermassen gegenseitig in der Statistik auslöschen. Information geht verloren. Aus der dynamischen Perspektive des Zyklusmodells erkennt man aber gerade das elementare, äusserst wirksame Zusammenspiel von Zins und Börse.
- **Viertens:** Der Einbezug weiterer Variablen bringt nur noch beschränkt eine höhere Prognosegenauigkeit. Die Gründe liegen in den Stabilitätseigenschaften gewisser zyklischer Phänomene sowie der Tatsache, dass sich andere Grössen wie die Geldmenge bereits über den Zins im Zyklusmodell manifestieren. Ungefähr so, wie ein Barometer mit einem einzigen Input (Luftdruck) viel über ein komplexes System wie das Wetter aussagt.

Wandelanleihen und der Börsenzyklus

Mit dem Modell lassen sich erstaunlich gute Resultate erzielen. Insbesondere schützt die erwähnte Stabilität der Phasenabfolge in der Regel vor unliebsamen Überraschungen bzw. ermöglicht, vorhandenes Potenzial besser auszunutzen.

Wandelanleihen gehören zu den interessantesten Wertpapierkategorien überhaupt. Bei gegebenem Risiko lässt sich ein Mehrertrag zwischen 50 und 300 Basispunkten zusätzlich erzielen. Insbesondere erwirbt man über Wandelanleihen ein Aktienexposure mit konkurrenzlosem Absicherungsmechanismus. Dabei handelt es sich aber nicht um Zauberei. Vielmehr finden sich wissenschaftlich, finanzmathematisch, psychologisch stichhaltige Begründungen für die Überschüsse. Genauere Zusammenhänge liefern zwei aufschlussreiche Studien von Goldman Sachs und Lehman Brothers.

Besondere Bedeutung erlangt nun der Einbezug des langfristigen Börsenzyklusmodells. Denn Wandelanleihen sind ein «Zwischenprodukt» aus einer Anleihe und einer Aktie bzw. einer Call-Option. Damit wirken die beiden Triebkräfte des Zyklus - Zins und Börse - unmittelbar auf die Bestandteile der Wandelanleihen, und es ergeben sich optimale Strategien für fast das gesamte Investorenspektrum.

Viel Aufwand und Know-how

Allerdings gilt es einiges zu beachten: Die einzelnen Phasen wirken teilweise entgegengesetzt auf die Bestandteile der Wandelanleihe. Beispielsweise steigen in Phase B (Ende der Hausse) die Zinsen bzw. es fallen die Anleihenpreise, während Aktien noch stark steigen. Das heisst, Wandelanleihen mit zu hohem Anleihenanteil (hohe Wandelprämie bzw. tiefes Delta) profitieren in dieser Phase weniger, da der Gewinn auf dem Aktienteil durch Verluste auf dem Anleihenteil teilweise kompensiert wird. Aggressivere Papiere (tiefe Prämie, weiter vom garantierten Rückzahlungspreis entfernt) sind die richtige Anlage in diesem Umfeld. In Phasen den A und C (Beginn des Aufschwungs bzw. Beginn der Baisse) laufen Anleihen- und Aktienmarkt gleichgerichtet. Hier ergeben sich die interessantesten bzw. gefährlichsten Konstellationen für Wandelinvestments. Bonitätsveränderungen (Änderungen des Credit spread) können die Effekte aus der Zyklusanalyse überlagern bzw. verstärken oder dämpfen. Hier gilt es somit, je nach dem Stand des Zyklus die geeigneten Schuldnerkategorien zu bevorzugen.

Was für Wandelanleihen spricht

Wandelanleihen sind Obligationen, die in einem festen Verhältnis in Aktien gewandelt werden können. In der Praxis bedeutet dies eine Mischung von Aktie und Anleihe (feste Rückzahlung, aber trotzdem Partizipation an einem Aufschwung am Aktienmarkt). Theoretisch werden Wandelanleihen als eine Kombination aus gewöhnlicher Anleihe und einer Kaufoption (Call) betrachtet und zerlegt in die Einzelteile bewertet. Allerdings kann die Kaufoption (Wandelrecht) im Gegensatz zu einer Optionsanleihe nicht getrennt gehandelt werden. Dies ist einer der Gründe für eine systematische Unterbewertung von Wandelrechten gegenüber frei handelbaren Optionen.

Für eine umfassende Analyse des Zusammenwirkens von Börsenzyklen mit dem Wandelanleihenuniversum gäbe es noch vieles anzumerken; beispielsweise den Einfluss von Volatilitätsschwankungen am Optionenmarkt. Es konnten in diesem Beitrag nur die wichtigsten Punkte angesprochen werden. Die Leser werden aber festgestellt haben, dass trotz Einfachheit des Konzepts die praktische Umsetzung verhältnismässig viel Aufwand und Know-how erfordert.

Private können aber trotzdem die hier skizzierten Zusammenhänge durch den Kauf ausgewählter Einzelpapiere gewinnbringend nutzen. Allerdings erschliesst sich das gesamte Spektrum einer optimalen Ausbeute nur in einem dynamisch verwalteten Fonds. Neben einem strikten Risikomanagement tragen die Erkenntnisse aus dem Börsenzyklusmodell massgeblich zur optimalen Titelselektion bei.

Nachtrag 25. Februar 2002

Der vorangegangene Artikel wurde im April 2001 geschrieben und veröffentlicht. Abgesehen vom Kasten zur damals aktuellen Lage gelten die im Artikel erwähnten Zusammenhänge auch heute und in Zukunft unverändert.

Interessant ist nun aber eine empirische Untersuchung des Zyklusmodells für den Zeitraum von 1956 bis 2002 in den USA. Diese Untersuchung wurde von Herrn **Dr. Norbert Voss, München** rund ein Jahr nach Erscheinen des Artikels durchgeführt. Mir Erlaubnis von Herrn Dr. Voss findet der Leser die erstaunlichen Resultate dieser Überprüfung im Anhang auf dieser Homepage (als eigenständiges PDF-File). Es scheint, dass die theoretisch zu erwartenden Resultate sehr gut durch die tatsächliche Börsen- und Zinsentwicklung bestätigt werden.