

Börsenzyklus und Zinsen

Es ist trivial: Börsenkurse sind unzertrennbar verbunden mit dem Auf und Ab der Wirtschaft. Nur, wie ist die Kausalität? Welches sind die einflussnehmenden Parameter?

Wirtschafts-Forschungsinstitute, Brokerhäuser und Banken versuchen seit Jahrzehnten, mit Hilfe komplexer multi-dimensionaler Modelle und der Einbeziehung von leistungsstarken Grossrechnern Zusammenhänge aufzudecken, die sie in die Lage versetzen sollen, zuverlässige Zukunftsprognosen zu erstellen. Die eingespeisten Parameter sind nahezu grenzenlos und umfassen historische statistische Erhebungen aus allen Bereichen der Volkswirtschaft, des Arbeitsmarktes, der Geldmengenpolitik, des Devisenmarktes, der öffentlichen Haushalte, ja sogar Stimmungs-Barometer der Unternehmer und Verbraucher.

Mit mässigem bis kläglichem Erfolg!

Beat Thoma, Fisch Asset Management, hat am 31.01.2002 einen Beitrag im Web des Technical Investor's (technical-investor.de) veröffentlicht, in dem vorgeschlagen wird, das Zusammenspiel auf lediglich zwei Grössen zu reduzieren: die Zinsentwicklung und die Börse selbst. Alles andere habe sekundären Charakter, resultiere oftmals in Überlagerungseffekten und somit Informationsauslöschung und dürfe daher vernachlässigt werden.

Abbildung BZ1 fasst schematisch das Prinzip zusammen: Start sei im Quadranten C mit der Bewegung in Pfeilrichtung, der klassische Beginn einer Baisse: die Zinsen steigen und die Börse fällt. Nach Thoma werden nun die vier Phasen [C, D, A, B] des Börsenzyklus nacheinander durchlaufen:

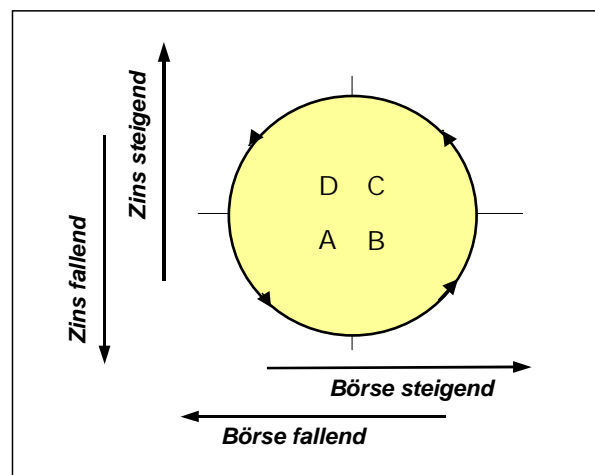


Abbildung BZ1: Der Börsenzyklus

In der nächsten Phase D fallen Zinsen und Börsenkurse. Obwohl dies nicht die gängige Lehrbuch- und Analystenmeinung ist, tritt diese Phase historisch mit Regelmäßigkeit immer wieder auf (siehe der japanische Markt in den 90-er Jahren). Der danach folgende Abschnitt A des Börsenzyklus korrespondiert wieder mit einer weit verbreiteten Weisheit über den Start einer Hausse: Zinsen runter – Börsen rauf. Die Hausse wird schliesslich beschleunigt in Phase B fortgesetzt, obwohl die Zinsen bereits wieder deutlich zu steigen beginnen. Mit Phase B schliesst sich der Kreis, und der Börsenzyklus beginnt von neuem. Soweit die These von Thoma.

Zur Überprüfung dieser These wurde der US-Markt (Börsenindex Standard & Poor's 500 zusammen mit dem Zinssatz der 10-jährigen Treasuries) im Zeitraum der Jahre 1956 bis 2000 untersucht. Grund für die Auswahl des amerikanischen Marktes war die leichte Verfügbarkeit der Daten auf den Webseiten von Yahoo bzw. der Federal Reserve Bank. Die Verläufe der beiden monatlich vorliegenden Datensätze wurde geglättet mit Hilfe eines zentrierten 9-monatigen gleitenden Durchschnitts. Danach erfolgte die Aufteilung in die oben definierten Phasen A, B, C und D gemäß der folgenden Tabelle:

Phase	Veränderung der	Börsenkurse	Marktzinsen
A		steigend	fallend
B		steigend	steigend
C		fallend	steigend
D		fallend	fallend

Der betrachtete Zeitraum 1956 bis 2000 erscheint sehr wohl repräsentativ für die Vielfalt der Markt- und Börsenbedingungen. In diesem Zeitraum traten vier Rezessionen auf (1969/70, 1974/75, 1980/82, 1990/91), es erfolgte ein Börsencrash 1987, und zwischen 1982 bis 2000 fand eine lange Haussephase statt. Auch ist die Übertragbarkeit der amerikanischen auf die deutschen Bedingungen recht gut, weil sich im allgemeinen sowohl die Volkswirtschaften wie auch die Börsen diesseits und jenseits des Atlantik wegen der engen Verzahnung sehr kongruent bewegen. Wäre die allgemeine Verfügbarkeit der notwendigen statistischen Daten in Deutschland und Europa ebenso unproblematisch wie bei den US-Daten, so könnte mit geringem Aufwand eine ähnliche Untersuchung wie diese gemacht werden.

Die Ergebnisse sind in Abbildung BZ2 dargestellt. Sie zeigt die Abfolge der Phasen im untersuchten Zeitfenster von insgesamt 526 Monaten mit den jeweiligen Phasendauern. Die folgende Tabelle fasst einige charakteristische Merkmale der vier unterschiedlichen Phasen zusammen:

Phase	A	B	C	D
Auftrittshäufigkeit	18	24	16	11
Auftrittshäufigkeit (Prozent)	26	35	23	16
mittlere Auftritts-dauer (Monate)	10,2	8,5	6,4	3,4
Schwankung 1 σ (Monate)	9,8	6,0	5,8	2,3
Schwankung 1 σ (Prozent)	96	71	91	70
längste Auftritts-dauer (Monate)	38	25	23	7
kürzeste Auftritts-dauer (Monate)	1	2	1	1
Auftrittsgesamtdauer (Monate)	183	203	103	37
Auftrittsgesamtdauer (Prozent)	35	38	20	7

Diese Tabelle wird wie folgt interpretiert:

- Am häufigsten trat Phase B auf – steigende Börse bei steigenden Zinsen – mit einer mittleren Dauer von 8,5 Monaten (1 σ Schwankung: 2,5 bis 14,5 Monate). Obwohl nach Lehrbuchmeinung steigende Zinsen Gift für die Börse sind, war nicht nur die Auftrittshäufigkeit der Phase B im betrachteten Zeitraum am größten, sie hatte auch die längste Auftrittsgesamtdauer mit 38% der untersuchten 526 Monate.
- Am zweithäufigsten trat die gemäß Lehrmeinung ideale Börsenbedingungen schaffende Phase A auf – steigende Börse bei fallenden Zinsen. Ihre mittlere Dauer war mit 10,2

Monaten am längsten von allen vier Phasen, sie hatte jedoch auch die größte Schwankungsbreite (1 σ : 1 bis 21 Monate).

- Deutlich geringer trat die Phase C auf – fallende Börsenkurse bei steigenden Zinsen – mit einer mittleren Dauer von 6,4 Monaten (1 σ -Schwankungsbreite: 1 bis 12 Monate).
- Phase D – fallende Börsenkurse bei fallenden Zinsen – war am wenigsten prominent mit 16% der Auftrittshäufigkeit und nur 7% der Auftrittsgesamtdauer während der betrachteten 526 Monate.

Nun zur Abfolge der einzelnen Phasen hintereinander, wie bei Thoma postuliert:

Die weitaus überwiegenden Phasenabfolgen (etwa 72% der Auftrittsgesamtdauer) waren, wie in Abbildung BZ2 dargestellt, die Kombinationen [A, B]; [A, B, C]; und [A, B, C, D]. Auf die Abfolgen [B, C, D]; [B, C] und [C, D] entfielen 79 Monate Dauer (= 15%) und auf einzelne, nicht in die alphabetische Sequenz einordenbare Zyklusphasen 68 Monate Dauer (= 13%). Die folgende Tabelle fasst die wesentlichen Merkmale der erwähnten drei hauptsächlich Phasenabfolgen zusammen:

Phasenabfolge	A, B, C, D	A, B, C	A, B
Auftrittshäufigkeit	5	9	15
mittlere Auftrittsdauer (Monate)	29,2	28,0	19,7
Schwankung 1 σ (Monate)	9,1	10,9	11,4
Schwankung 1 σ (Prozent)	31	39	58
längste Auftrittsdauer (Monate)	44	44	43
kürzeste Auftrittsdauer (Monate)	19	13	3
Auftrittsgesamtdauer (Monate)	136	252	296
Auftrittsgesamtdauer (Prozent)	26	48	56

Das Auftreten der Abfolge [A, B] ist markant und geschah im Durchschnitt etwa alle 3 Jahre mit einer mittleren Dauer von nahezu 20 Monaten. In 6 von 10 Fällen wurde diese Sequenz gefolgt von der Phase C und in 33% von den Phasen C und D.

Die These von Thoma, dass der Börsenzyklus [A, B, C, D] eine „erstaunliche Zuverlässigkeit“ habe, muss daher vor dem Hintergrund der untersuchten US-Marktdaten der Jahre 1956 bis 2000 qualifiziert werden. Die Häufigkeit und Stabilität der Phasenabfolgen [A, B] bzw. [A, B, C] ist dennoch bemerkenswert.

So kam es nach einer Phase fallender Zinsen und steigender Börse (Phase A) im untersuchten Zeitfenster nie zu einer sofortigen Trendwende und darauf folgender Baisse am Aktienmarkt (Phase C). Vielmehr wurde grundsätzlich zuerst eine Periode steigender Zinsen bei weiterhin steigenden Kursen durchlaufen (Phase B), die immerhin im Mittel 8,5 Monate dauerte, bis sich schliesslich der Markt wendete. Thoma erwähnt, dass gerade diese Phasenabfolge vielfach die spektakulärsten Gewinne beschert.

Auch erfahrene Anleger missachten diesen statistisch ziemlich gesicherten Zusammenhang und steigen im Aufschwung zu früh aus. Umgekehrt ist es gefährlich, bei Beginn der Zinssenkung nach einem Abschwung sofort zu kaufen. Oft fällt der Aktienmarkt trotz sinkender Zinsen weiter (Phase D) oder läuft zumindest eine Zeit lang seitwärts.

Wenn diesem Modell des Börsenzyklus eine Prognosefähigkeit unterstellt wird, wo würden wir dann im Februar 2002 stehen und wie sähe die Zukunft aus? Siehe hierzu Abbildung BZ3, deren Zeitfenster wegen der 9-monatigen zentrierten Datenglättung im September 2001 endet.

Wie allgemein bekannt, befindet sich die US-Wirtschaft etwa seit dem April 2001 trotz massiver Zinssenkungen seitens der Federal Reserve in einer Rezession. In Abbildung BZ3 ist dies zu ersehen an der Dominanz der Phase D – fallende Börsenkurse trotz fallender Zinsen. In der Tat zeigt das vorliegende Börsenzyklus-Modell bereits erste Kursschwächen im Sommer 2000. Ein Hinweis auf den antizipatorischen Charakter der Börse bzw. des vorliegenden Zyklusmodells?

Die bisherige Länge der Phase D seit Mitte des Jahres 2000 liegt bereits weit über dem maximalen Wert, den die obigen Erkenntnisse der Jahre 1956 bis 2000 vermittelt haben. Von daher müsste die Phase A eigentlich anbrechen. In der Tat zeigt Abbildung BZ3, dass bereits zwei Mal ein kurzes Aufflackern der Phasen A und B zu beobachten war. Vermutlich haben:

- das jähe und spektakuläre Platzen der Technologie-Werte, und
- mehr noch die Ereignisse des 11. September 2001

eine Unruhe in die Statistik hineingetragen.

Tatsächlich sind die Börsenkurse in den USA im Zeitraum 09/2001 bis 12/2001 trotz fallender Zinsen gestiegen (Hinweis auf Phase A). Auch lässt die Federal Reserve erkennen, dass sie sich mit weiteren Zinssenkungen in 2002 zurückhalten wird. Vielmehr ist die Markterwartung auf einen Anstieg der Zinsen in den USA gerichtet. Also eine baldige Phase B?*

Dr. Norbert Voss
Waldpromenade 36
D-82131 Gauting
Deutschland

*Obiger Artikel wurde von Herrn Dr. Norbert Voss im Februar 2002 geschrieben. Wie am Schluss des Artikels erwähnt, ergab sich zu jenem Zeitpunkt einen Zyklusstand in Phase A (kurz vor Beginn von Phase B). Zu erwarten war daher ein Anstieg der Börsen für das zweite und dritte Quartal 2002. Der Leser des Artikels prüfe, ob dies Prognose aus damaliger Sicht eingetroffen ist.

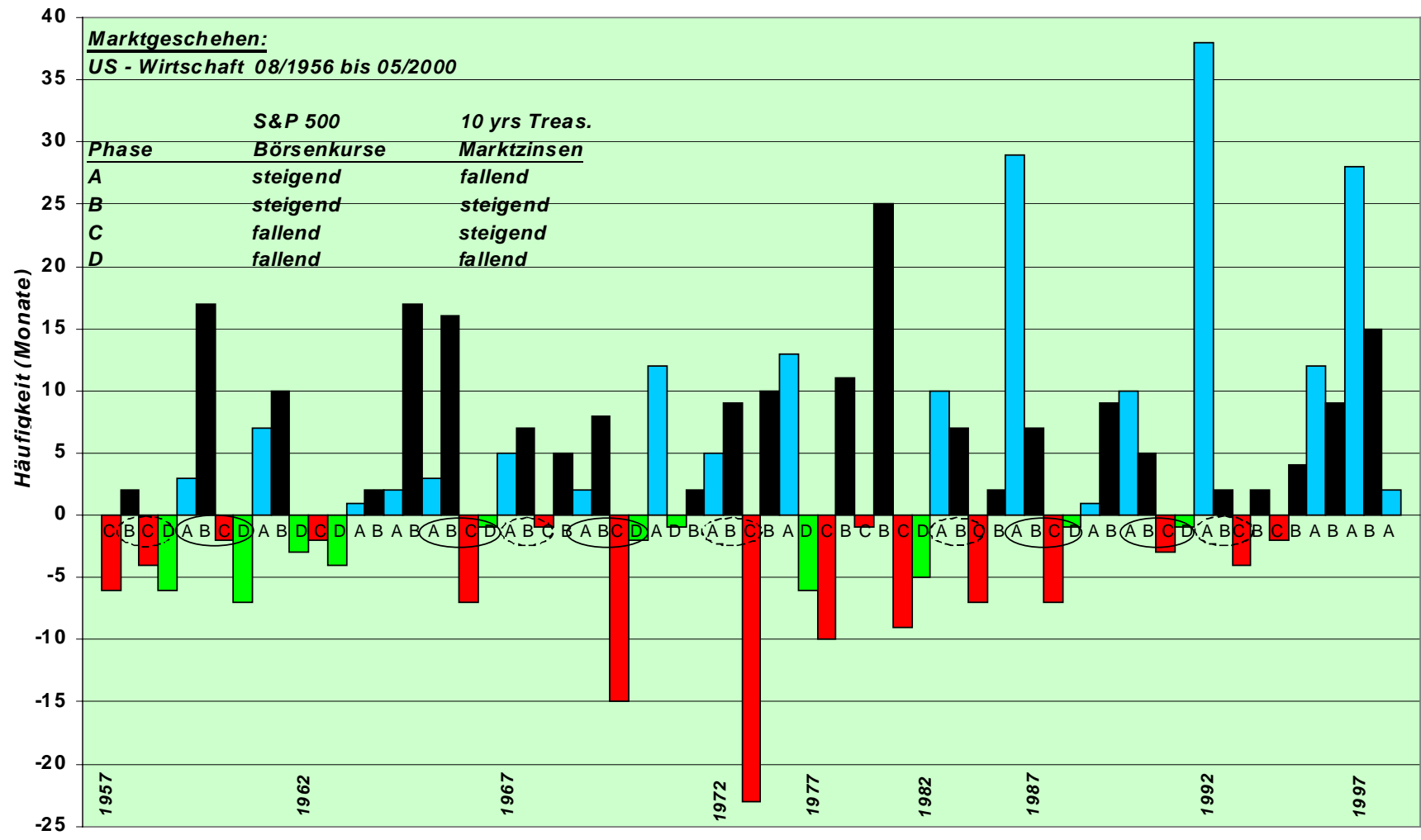


Abbildung BZ2: Die Phasenabfolge der Börsenzyklen für den US-Markt in den Jahren 1956 bis 2000

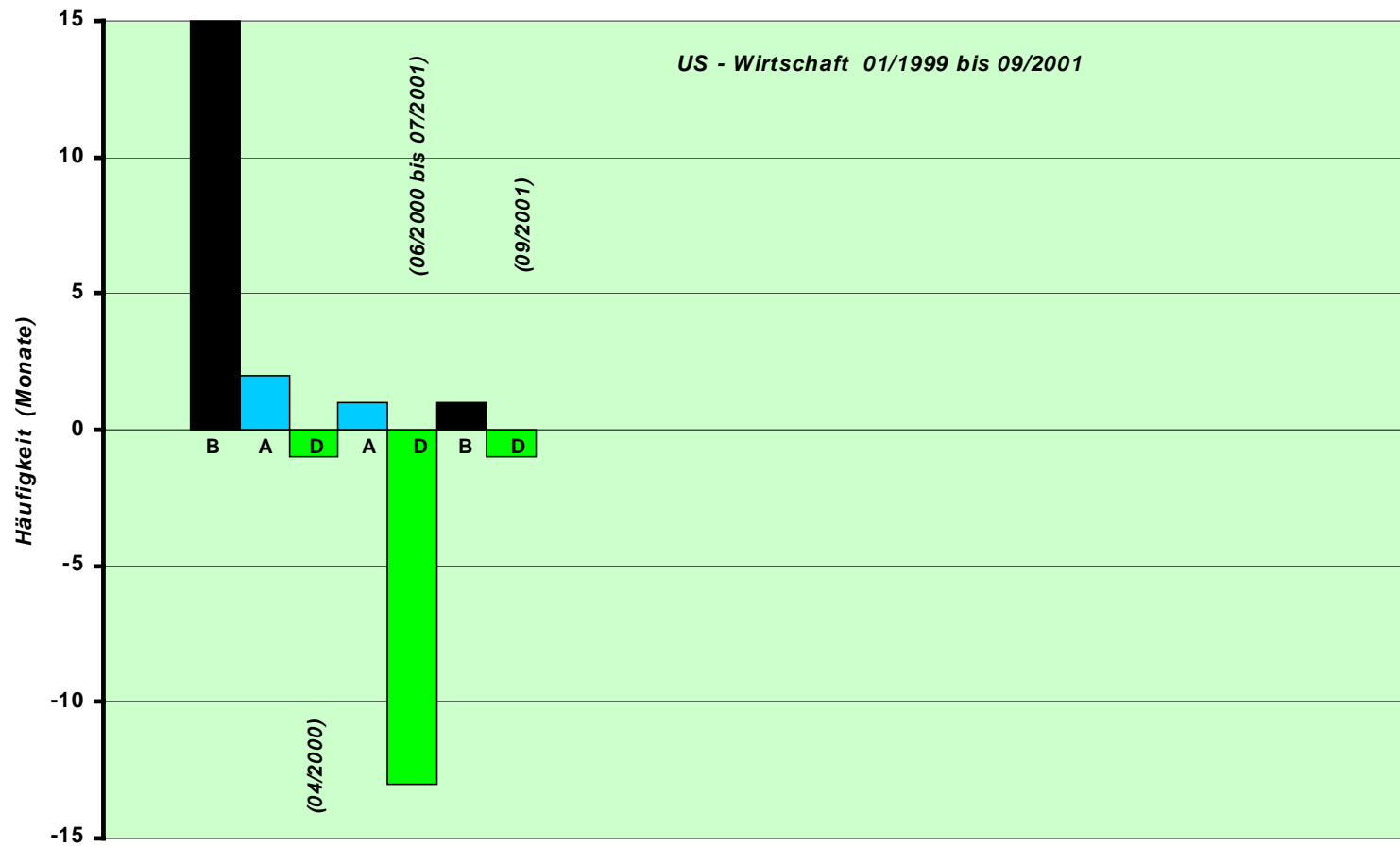


Abbildung BZ3: Die Phasenabfolge der Börsenzyklen für den US-Markt in der neuerlichen Zeit (01/1999 bis 09/2001)