

Newsletter Juni 2018

Ereignis und Prozess

Vor einem Jahr betrug der Zins für zehnjährige Staatsanleihen der USA 2.2%. Der S&P 500 notierte auf 2'430.06 Punkten, der Nasdaq 100 auf 5'816.51. Bis zum 17. Mai 2018 stieg der Zins für Zehnjährige auf 3.11%. In der gleichen Zeit legten S&P 500 und Nasdaq 100 beachtenswert zu: der S&P 500 um 11.9%, der Nasdaq 100 gar um 18.6%. Mittlerweile hat sich der Zinssatz für zehnjährige auf 2.9% reduziert, der S&P 500 steht um 12.6% höher als vor Jahresfrist, der Nasdaq 100 um 21.5%.

Die Zinsen sind gestiegen. Die Aktienkurse auch. Heisst das, dass Zinsen für Aktienkurse keine Relevanz haben – oder nicht mehr haben? Keinesfalls. Es heisst aber sehr wohl dass die Gleichung „steigende Zinsen = fallende Aktienkurse“ zu kurz greift. Nicht nur jetzt, sondern oft.

Gibt es Gründe dafür, dass Aktienmärkte auf Zinssteigerungen unterschiedlich reagieren? Ja, die Marktverfassung ist der Grund. Damit ist der Schritt vom Ereignis (Zinssteigerung) zum Prozess angesprochen: Wie prozessiert der Markt Meldungen über Ereignisse? Diese Frage hat mich viele Jahre herumgetrieben. Die Neugier nahm weiter zu als ich 1993 einen Beitrag in der ersten Ausgabe von „Advances in Behavioral Finance“ fand, der belegte, dass schwerwiegende Ereignisse, die überraschend eintrafen, wie zum Beispiel die Kuba-Krise 1962, den Kursverlauf nur marginal beeinflussten während andere, die zwar auch überraschend eintrafen, deren Wirkung jedoch aus institutionenökonomischen Gründen abschätzbar war, wie zum Beispiel der Herzinfarkt vom Präsident Eisenhower, Kurschocks auslösten. Da Kursprognosen nicht möglich sind, stellte ich mir die Frage, welchen echten Mehrwert Finanzanalyse erbringen könne. Mir schien, dass ein Mehrwert darin bestehen würde, wenn eine Mustervorhersage dahingehend getroffen werden könnte, wie Aktienmärkte auf Ereignisse – positive wie negative – reagieren werden. Die Lösung sah ich nach langem Suchen im Kelley-Würfel, einem Modell aus der Sozialpsychologie, mit welchem versucht wird, die Reaktion auf Ereignisse auf eine von drei Möglichkeiten zuzuordnen: auf Objekte (in unserem Fall die Börse selbst. Stichwort: „La hausse amène la hausse“), Umstände (in unserem Fall: die Wirtschaft, das heisst Zinsen, Konjunktur, Unternehmensgewinne, institutionenökonomische Belange) oder Personen (in unserem Fall: Unternehmen). In Phasen der Objektattribution sind primär Momentummodelle anwendbar, in Phasen der Umständeattribution kann zwischen passivem oder indexnahem Anlegen unter Einsatz der relativen Stärke gewählt werden, während die Phasen der Personenattribution das El Dorado der Value-Investoren darstellt. In allen Phasen ist die Veränderungsrate der relativen Stärke das zentrale Untersuchungselement, weil nur dadurch

verstanden werden kann, in welcher Phase sich nicht nur Gesamtmärkte, sondern auch globale und regionale Sektoren und Industrien befinden.

An dieser Stelle sei kurz auf das Selbstverständnis der Sozialpsychologie eingegangen, die ich für die Börse als besonders relevant erachte und die für mich unverständlicherweise von Behavioral Finance gar nicht abgedeckt wird. Die Sozialpsychologie basiert auf der Annahme, dass Systeme Situationen schaffen, die wiederum individuelle Verhaltensreaktionen auslösen. Daher fragt die Sozialpsychologie: In welchem Ausmass können die Handlungen eines Individuums auf Variablen und Umweltfaktoren zurückgeführt werden, die eine Situation definieren und welche in der Lage sind, den Einfluss persönlicher Eigenschaften, wie kognitive Fähigkeiten, einzuschränken oder auszuschalten. Howard Gardner, der berühmte Psychologieprofessor an der Harvard Universität, spricht von Kräften „die stärker sind als wir selbst, unsere Gedanken und unser Verhalten beherrschen – und die stärkste dieser Kräfte ist die Macht der sozialen Situation“. Der Stanford Professor Philip Zimbardo hat mit berühmt gewordenen Experimenten, wie zum Beispiel das Stanford Gefängnis Experiment, gezeigt, wie schwach der eigene Wille in sozial dominierenden Situationen in aller Regel ist.

Das erste aus dem Kelley-Würfel abgeleitete Modell kam im November 1993 zum Einsatz. Derzeit liegt die achte Generation vor. Das Modell wurde und wird weiterhin durch Erkenntnisgewinne aus seiner mittlerweile 25-jährigen Anwendung fortentwickelt. Das Ergebnis der Analyse wird auf eine einfache Tabelle reduziert:

Marktstruktur		Symptome	Konsequenzen	Nachricht		Preisreaktion
A	Homogen positiv	Indizes in primären Aufwärtstrends bestätigt durch zunehmende Marktbreite und steigendes Momentum	Gelegentliche Preisschocks dauern Tage bis Wochen, danach setzt sich der primäre Aufwärtstrend fort	gut	schlecht	positiv keine, oder nur temporär
B	Heterogen positiv	Indizes in primären Aufwärtstrends, schrumpfende Marktbreite und negative Momentumdivergenzen	Trendumkehr nach a) Akzeleration des Aufwärtstrends oder b) zeitraubender trendloser Volatilität	gut	schlecht	keine negativ
C	Transitionsphase	Seitwärtsverlauf der Indizes resultierend aus signifikant divergierenden Trends einzelner Aktien	Random walk	gut	schlecht	unvorhersehbar unvorhersehbar
D	Homogen negativ	Indizes in primären Abwärtstrends bestätigt durch schrumpfende Marktbreite und fallendes Momentum	Gelegentliche Rallies dauern Tage bis Wochen, brechen unvermittelt ab und münden in Fortsetzung des Abwärtstrends	gut	schlecht	keine negativ
E	Heterogen negativ	Indizes in primären Abwärtstrends, zunehmende Marktbreite und positive Momentumdivergenzen	Trendumkehr nach c) Akzeleration des Abwärtstrends oder d) zeitraubender trendloser Volatilität	gut	schlecht	positiv anfangs negativ, dann Erholung und neutraler bis positiver Schluss

Als Zinsen und Aktienkurse in den USA stiegen, lag Struktur A an den Aktienmärkten vor. So war es jeweils von November 1993 bis Dezember 1994, Oktober 1998 bis Januar 2000, Juni 2003 bis Juni 2007, März 2009 (Übergang von E auf A) bis April 2010, Oktober 2010 bis Februar 2011, Juli 2012 bis Januar 2014.

Die aktuelle Verfassung der US-Börse ist B. Wir müssen uns folglich darauf gefasst machen, dass negative Ereignisse, wie zum Beispiel unerwartet schnell steigende US-Zinsen, von der US-Börse ungnädig aufgenommen werden würden. Die Betonung liegt nicht auf steigende Zinsen, sondern auf „unerwartet schnell steigende“ Zinsen. Wie würde die Börse ganz konkret signalisieren, dass das Ereignis negativ aufgenommen werden würde? Dazu verweise ich auf die Spalte „Konsequenzen“ in der oben gezeigten Tabelle. Was wir derzeit erleben ist ansatzweise das Vorhandensein von a (Akzeleration des Aufwärtstrends) einiger Aktien in einigen Sektoren, an vorderster Front Information Technology, was gelegentlich zu b (zeitraubende trendlose Volatilität) im S&P 500 führen wird. Wenn das geschieht, wissen wir was geläutet hat: Unerwartete Ereignisse, darunter unerwartet schnell steigende Zinsen, aber auch andere, werden nicht nur vorübergehende Schocks auslösen, sondern eine Trendwende. Bis es soweit ist würden steigende Zinsen Kursschocks auslösen, wie im Februar dieses Jahres, die Teil jenes Prozesses sein würden, die ich mit dem Begriff „zeitraubende trendlose Volatilität“ abdecke.

Sie sehen also, dass eine Kette von Abläufen den Marktprozess kennzeichnen muss bevor ein Ereignis wie schnelle Zinsveränderungen einen Index wie den S&P 500 von Hausse auf Baisse zwingen kann. Ereignisse sind schnell, Prozesse gehen langsam vonstatten. Ereignisse und Prozesse so abzugleichen, dass sie eine Signalrelevanz erhalten, ist die faszinierende Kunst der technischen Analyse.

Unifinanz Trust reg.
Alfons Cortés
Senior Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

