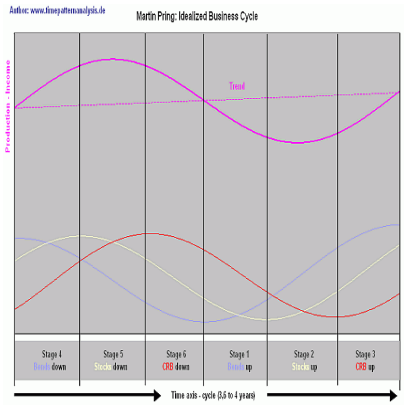


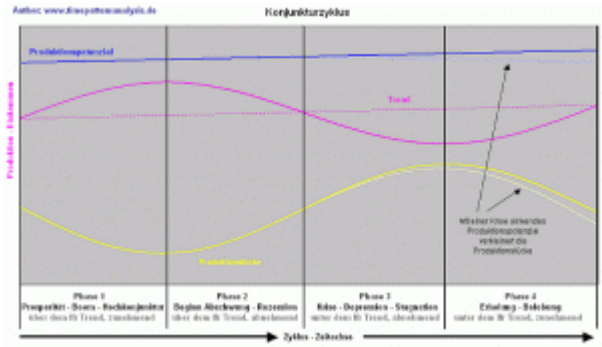
Konjunktur: Was sagt Pring?

Description

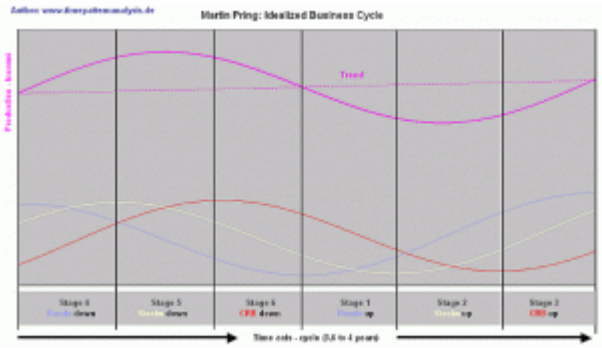
Immer wieder stellt sich die Frage, an welchem Punkt sich der Konjunkturzyklus gerade befindet. So will z.B. der mittel- bis langfristig ausgerichtete Aktien-Anleger daraus in der Regel ableiten, auf welche Sektoren er künftig verstärkt setzen soll. Wir wollen in einer Artikelfolge zunächst unterschiedliche Konzepte für eine Ortsbestimmung im Konjunkturzyklus untersuchen und dann entsprechende Anlagestrategien erörtern.

Grundsätzlich lassen sich zwei Ansätze unterscheiden, um zu bestimmen, in welchem Stadium des Konjunkturzyklus sich die Wirtschaft gerade befindet: Der eine geht von der Entwicklung der Finanzmärkte, bzw. von Preisen und Kursen aus, der andere hat Makrodaten zur Grundlage.

Der Konjunkturzyklus wird häufig entlang einer Zeitachse dargestellt: Die vier idealisierten Hauptphasen entsprechen den vier Phasen einer Schwingung, hier eines "Sinus" (siehe Chart!). Die Phase 1 wird in der angelsächsischen Literatur auch mit „Full Expansion“, Phase 2 mit „Early Recession“, Phase 3 mit „Full Recession“ und Phase 4 mit „Early Expansion“ bezeichnet. Statt „Expansion“ wird gelegentlich „Recovery“ verwendet.



Der bekannteste Ansatz, aus der Entwicklung von Kursen und Preisen auf den Konjunkturzyklus zu schließen, geht auf **Martin Pring** zurück. John J. Murphy, der "Vater der technischen Intermarket-Analyse", hat dieses Modell Anfang der 1990er Jahre aufgegriffen.

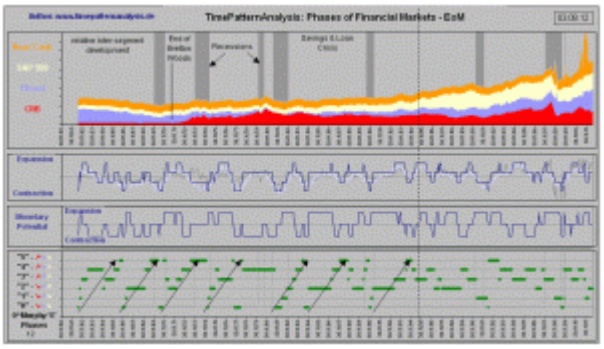


Das Modell untersucht die Kursentwicklung von drei Segmenten der Finanzmärkte, nämlich Bonds, Aktien und Rohstoffe, und beschreibt eine idealtypische Rotation zwischen ihnen. „An Hoch-, sowie an Tiefpunkten beginnen Anleihen als erste, Aktien als zweite und Rohstoffe als dritte zu drehen”, stellt Murphy fest. Jede Phase des Modells wird durch Drehung der Preisbewegung eines Sektors charakterisiert. Damit ergeben sich sechs Konjunkturphasen:

In Stufe 1 (Stage 1 – siehe Chart!) herrscht Rezession, der Rentenmarkt findet seinen Boden. Die Anleihekurse drehen nach oben, Aktienkurse und Rohstoffpreise fallen weiter. In Stufe 2 lässt die Dynamik des Konjunkturabschwungs nach, die makroökonomischen Frühindikatoren stabilisieren sich allmählich. Die Zinsen geben deutlich weiter nach (Bond-Kurse steigen). Der Aktienmarkt erreicht seinen Boden, die Kurse drehen nach oben (Vorlauf laut Modell drei bis vier Monate vor dem Wirtschafts-Tief). Die Rohstoffpreise setzen ihre Abwärtsbewegung fort. Die Stufe 3 bringt den Übergang in den Konjunkturaufschwung. Die Rohstoffpreise finden ihren Boden und schwenken in einen Aufwärtstrend ein. Die Aktienkurse legen weiter zu. Die Zinsen fallen, Anleihekurse steigen noch.

In Stufe 4, dem konjunkturellen Aufschwung (auch Start der obigen Phase 1, bzw. des ersten Quadranten), zieht die Inflationsrate an. Zu Beginn dieser Phase erreichen die Zinsen ihren Tiefstand (Bond-Kurse am Topp) und steigen dann an, i.d.R. begleitet von ersten Zinserhöhungen der Notenbanken. Die Anleihekurse fallen, die Aktienkurse legen weiter zu. Die wirtschaftliche Belebung zieht die Rohstoffpreise hoch. In Stufe 5 lässt die Dynamik des Aufschwungs nach. Die zunehmende Inflation führt zu weiteren Leitzinserhöhungen. Der Aktienmarkt erreicht seinen Gipfel und beginnt, zu kontrahieren. Rohstoffpreise und Zinsen steigen weiter, Anleihekurse fallen weiter. Die Stufe 6 bezeichnet den Übergang in die Rezession. Die Rohstoffpreise gehen auf Talfahrt. Die Anleihekurse fallen noch weiter (die Zinsen steigen), auch die Aktienkurse geben weiter nach: Alle drei Asset-Klassen befinden sich in einer Abwärtsbewegung.

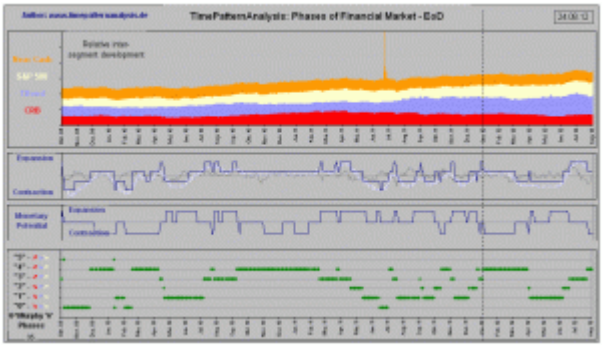
So elegant dieses Konzept von Pring auch daherkommt, es liefert seit Mitte der 1990er Jahre keine zufriedenstellenden Ergebnisse mehr. Im folgenden Monats-Chart (zeitlich nachlaufende Ergebnisse) werden im unteren Teil mit "grün" die jeweiligen Pring-Stufen angezeigt. Dabei ist Stufe 6 hier in Stufe 0 umbenannt worden. Man kann bis Mitte der 1990er Jahre eine einigermaßen regelmäßige Abfolge erkennen, verdeutlicht durch die schwarzen Pfeile, die die Konjunkturentwicklung in drei- bis vierjährigem Rhythmus zeigen. Nach 1995 sind solche Regelmäßigkeiten nicht mehr auszumachen.



Fazit 1: Das Pring-Modell liefert heutzutage keine zuverlässigen Aussagen über den Stand im Konjunkturzyklus.

Warum ist das so? Ich denke, das liegt an der zunehmend expansiven Geldpolitik der Notenbanken (Fed) mit den daraus folgenden Verzerrungen bei den Assetpreisen, einschließlich Kreditblasen und den Folgen. Ein halbwegs regelgerechter Konjunkturzyklus kann sich da nicht ausbilden, Phasen mit rückläufigem Wachstum werden mit schnellen, hohen Liquiditäts-Dosen übertüncht. Das wird auch aus der veränderten Verteilung der Stufen deutlich. Ab 1995 sind die Stufen 0 (6) und 5, aber auch 2 zeitlich unterrepräsentiert, die Stufen 1 und 3 sind überrepräsentiert, jeweils im Vergleich zur Zeit zwischen 1961 und 1994. Nach 1995 stiegen Rohstoffe in 68 % der Zeit, zwischen 1961 und 1995 war das in 60 % der Zeit so. Aktien (S&P 500 als Stellvertreter) sind nach 1995 in 80 % der Zeit gestiegen (zuvor 70 %). Anleihen (TBonds) legten nach 1995 in 61 % der Zeit zu (zuvor 49 %). (Die Zahlen beziehen sich auf den Zeitraum bis Frühjahr 2011.)

Das Pring-Modell auf Basis von Tages-Kursen liefert zwar eine zeitnahe Klassifizierung der aktuellen Situation in Stufe 4 (Aktien und CRB steigen, Bond-Kurse fallen), aber auch hier ist bis zurück zu Oktober 2009 kein stabiles zyklisches Abfolgemuster auszumachen. (Schüchterne Ansätze hierzu gab es zwischen April 2010 und März 2011.) Gut zu sehen immerhin in der "Gebirge"-Darstellung, wie sich der Finanzmarkt (S&P 500, CRB, TBonds) in den zurückliegenden Jahren aufgebläht hat.



Fazit 2: Da das Pring-Modell aktuell kaum in der Lage ist, eine stabile Abfolge von Phasen im Konjunkturzyklus zu bestimmen, liefert es auch keine zuverlässige Basis für längerfristig angelegte Investitionskonzepte, die auf Sektor- oder Segment-Rotation basieren.

Im nächsten Artikel: Makrodaten als Grundlage für die Ortsbestimmung im Konjunkturzyklus.