



#27 Kommt jetzt die „Great Rotation“?

Dr. Jens Bies

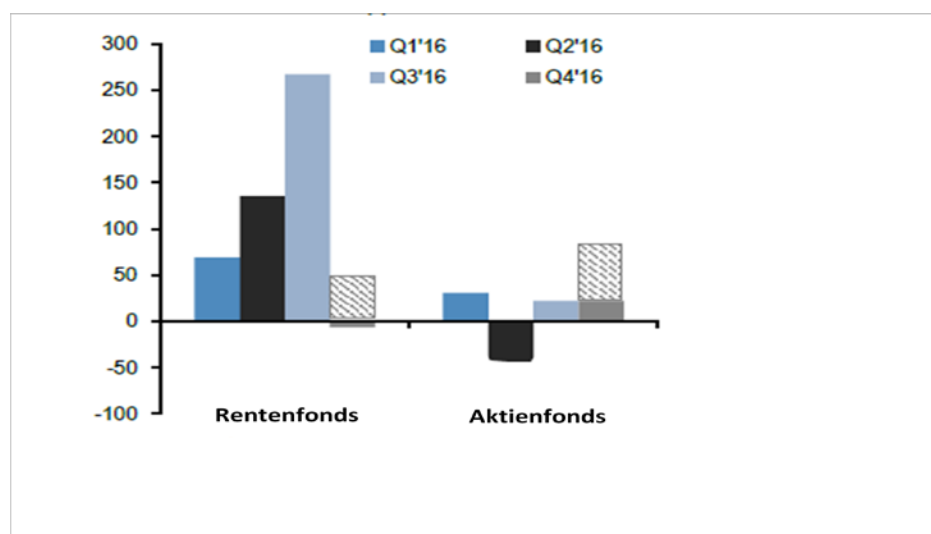
Guten Tag!

Seit vielen Jahren wird Sie immer wieder angekündigt, die „Great Rotation“, also die Umschichtung von Anleihen in Aktien. Anleger verkaufen Anleihen in der Erwartung weiterer Kursverluste und kaufen Aktien, um von der erhofften Fortsetzung der Aktienhausse zu profitieren. Der erstmalige Anstieg des Dow Jones Index, der die dreißig größten U.S.-Unternehmen abbildet, über 20.000 Punkte ist Ausdruck einer Erwartung, dass der twitternde Mann im Weißen Haus namens Donald Trump trotz verstörender Nachrichten über Protektionismus und Mauerbau am Ende jene Beschleunigung des Wirtschaftswachstums und der Inflation erzeugen wird, die schon seit Wochen an den Finanzmärkten vorweggenommen wird. Immerhin hat der Dow Jones seit der amerikanischen Präsidentschaftswahl am 08. November 2016 per Ende Februar ca. 14 Prozent zugelegt und ist von Rekordhoch zu Rekordhoch geklettert. Auch der S&P 500 Index, der die Wertentwicklung der 500 größten U.S.-Unternehmen abgreift, erklimmte neue Bestmarken und stieg im gleichen Zeitraum um knapp 11 Prozent. Einen spiegelbildlichen Verlauf hatten seither die Renditen von U.S. Staatsanleihen. Die Hoffnung auf positive Wachstums- und Inflationsimpulse mithilfe der Reformagenda (Steuerreform, Infrastrukturprogramm, Deregulierung) des neuen Präsidenten, die Aussicht auf weitere Zinserhöhungen der Fed und die Verkaufswelle am Rentenmarkt führte zu steigenden Renditen bei U.S. Anleihen. So zogen zehnjährige Staatsanleihenrenditen in diesem Zeitraum von 1,82 auf 2,39 Prozent an, ein Anstieg von immerhin 57 Basispunkten; vom historischen Tief am 08. Juli 2016 (1,36 Prozent) sogar mehr als ein Prozent. Diese Tatsachen lassen vermuten, dass sich etwas Größeres am Kapitalmarkt abzeichnet. Wenn dem so ist, lassen sich daraus Handlungsweisen ableiten und wenn ja, wie können Anleger diesem Thema begegnen?

Seit die großen Notenbanken der Welt die Zinsen auf null und in vielen Ländern Europas und Japan sogar in den Minusbereich gesenkt haben, höre ich, dass Aktien alternativlos sind. Die vergangenen Jahre haben aber gezeigt, dass dies nicht wirklich stimmt. Voraussetzung für ein Investment in einer Assetklasse sind positive Rendite-/Risikokennzahlen. Da die Volatilitäten an den Rentenmärkten seit Jahren niedrig sind und die Nettorenditen trotz niedriger Zinsniveaus aufgrund von anhaltenden Kursanstiegen zumeist positiv waren, hat bisher noch keine Rotation von Anleihen in Aktien stattgefunden. Sicherlich befinden wir uns in einem Umfeld negativer Realzinsen, d.h. die Inflation liegt oberhalb des Zinsniveaus. Dies ist allen voran in Deutschland der Fall, da die Inflation zuletzt deutlich angezogen ist, die Renditen aber auch aufgrund politischer Risiken kaum

mitgekommen sind. So hat sich die negative Realverzinsung in diesem Jahr noch verstärkt. Die Alternativlosigkeit der Aktie ist also mittlerweile so groß wie selten zuvor, so richtig zu spüren ist es aber noch nicht. Seit Jahren hatten Experten immer wieder steigende Renditen prognostiziert, doch es passierte das Umgekehrte. So ist es nicht verwunderlich, dass auch in 2016 ca. 400 Mrd. USD mehr in Bondfonds als in Aktienfonds flossen.¹ Folglich müssen also die Erwartungen für positive Nettoerrenditen am Rentenmarkt abnehmen, um nachhaltige Rotationsbewegungen auszulösen. Ein erstes Signal für eine eventuell einsetzende Rotationsbewegung fand aufgrund der U.S. Präsidentschaftswahl im vierten Quartal letzten Jahres statt. Seit langer Zeit flossen deutlich mehr Gelder in Aktienfonds (90 Mrd. USD) als in Rentenfonds (40 Mrd. USD). Das sieht man auch an der bereits dargestellten Preisbewegung seit Trumps Wahlsieg. Diese führte dazu, dass seit der U.S.-Präsidentschaftswahl die absolute Marktkapitalisierung der Weltbörsen am Aktienmarkt um 5,5 Billionen USD, also um knapp 9 Prozent, gewachsen ist, während der Wert an den globalen Rentenmärkten im gleichen Zeitraum deutlich fiel. Auch wenn die Zahlen der ersten beiden Monate eher dafür sprechen, dass sich keine nachhaltige globale „Great Rotation“-Bewegung entwickelt, könnten sich speziell in den Vereinigten Staaten angesichts verbesserter Wachstums- und Inflationserwartungen sowie vergleichsweise geringer regulatorischer Vorschriften, nachhaltige Verschiebungen bei den Kapitalströmen ergeben.

Diagramm 1: Kapitalströme von Bond- und Aktienfonds in 2016 [Mrd. USD]



Quelle: JPM RESEARCH (2017): Flows & Liquidity, S. 2, vom 11.01.2017.

In Europa hingegen dürften Anleihen weiterhin gut unterstützt bleiben. Ein Grund für die anhaltend hohe Nachfrage nach Anleihen ist der, dass viele institutionelle Investoren ihre Risikovorgaben befolgen müssen und daher nur begrenzt in Aktien investieren dürfen. Die hohen regulatorischen Auflagen verhindern sozusagen den vornehmlich ökonomisch geprägten Gedanken einer Rotationsbewegung von Kapitalströmen. Zudem tritt die EZB mindestens bis Ende 2017 als unterstützender Nachfrager auf, auch wenn sie zuletzt angekündigt hat, ihre Anleihenkäufe auf Monatsbasis um 20 Mrd. EUR zu reduzieren.

¹ JPM RESEARCH (2017): Flows & Liquidity, S. 2, vom 06.01.2017.

Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass Kapitalströme entweder durch eine Veränderung der Risikoeinschätzung oder durch langfristige Rahmenbedingungen, wie regulatorische Veränderungen, beeinflusst werden. Verändern sich Risikoeinschätzungen, münden diese nur bedingt in assetklassenübergreifenden Kapitalströmen. Sie finden aber sehr wohl innerhalb von Assetklassen statt. In den letzten Jahren hat man z.B. gesehen, dass Aktien- und Rentenmärkte als Ausdruck gesunkener Risikoprämien in beiden Märkten infolge der geldpolitischen Omnipotenz eher positiv korreliert waren. Diese Tatsache hat auch dazu geführt, dass passive im Vergleich zu aktiven Investmentansätzen eine besonders starke Performance generiert haben. Selbstverständlich können steigende Risikoprämien in einem Markt mit fallenden Risikoprämien in einem anderen Markt koinzidieren, was formal ein Anzeichen einer Rotationsbewegung wäre. Rein statistisch sind diese Anzeichen aber eher zufällig.² Auslöser dieser Bewegung sind zumeist andere Treiber. So ist anzunehmen, dass die Rally an den Aktienmärkten seit November 2016 mit dem Trump-Sieg zwar den gleichen Auslöser hatte, aber die unterliegenden Treiber sind nicht zwangsläufig die gleichen.

Das Reflationsmomentum hat kürzlich ein wenig abgenommen. Zweifel über Trumps ökonomischer Reformagenda und zunehmende politische Baustellen in Europa sind als Gründe anzuführen. Aber auch die Tatsache, dass sowohl das technische Bild als auch das Sentiment vieler Aktienindizes in den Vereinigten Staaten als überkauft einzuschätzen ist. Auch im Rentenmarkt haben sich viele (zumeist spekulative) Investoren nach der Trump-Wahl zum Verkauf von Rentenpapieren entschieden, so dass die extreme Positionierung mittlerweile, speziell in den USA, dazu führt, dass der Markt seit einigen Wochen seitwärts tendiert.

Diagramm 2: Futures-Positionierung von Asset Managern und Leveraged Funds seit 2012 [Kontraktanzahl in Tsd.]



Quelle: SG RESEARCH (2017): Multi Asset Snapshot vom 15.02.2017, S. 2.

² CITIBANK RESEARCH (2017): The Great Rotation? There's no such thing, aus Global Strategy & Macro Weekly, vom 09.01.2017.

Nichtsdestotrotz lässt sich seit längerer Zeit eine Zweiteilung des Marktes feststellen. Gemäß den Daten der amerikanischen Aufsichtsbehörde CFTC³, die freitags immer die Positionierungen der börsengehandelten Derivate veröffentlicht, zeichnen gerade Futures auf fünfjährige U.S. Staatsanleihen, die als Ankerpunkt der Zinsstrukturkurve dienen, dieses differenzierte Bild. Asset Manager sind extrem positiv gestimmt, während Leveraged Funds, wie z.B. Hedge Funds, extrem negativ positioniert sind (siehe Diagramm 2). Das lässt vermuten, dass gerade konservativere Anleger, wie Asset Manager, noch nicht so recht an den Reflations-Nexus glauben, während spekulative Anleger, wie Leveraged Funds, frühzeitig auf den Reflationstrend aufgesprungen sind. Auffällig ist in diesem Zusammenhang, dass die konservative Einstellung vieler Investoren sich nicht nur in immer noch erhöhten Rentenquoten äußert, sondern auch in hohen Cash-Quoten. Dies lässt vermuten, dass die Abnahme des Reflationsmomentums nur von kurzer Dauer sein könnte.

Darüber hinaus übertreffen eine Vielzahl ökonomischer Daten die Erwartungen, so dass die makroökonomischen Überraschungen, sog. „Surprises“, auf Höchstständen notieren. Interessanterweise aber nicht nur in den Vereinigten Staaten, sondern auch in Europa sowie einer Vielzahl von Schwellenländern. Auch die globalen Einkaufsmanagerindizes tendieren seit Monaten wieder aufwärts und sind mittlerweile wieder deutlich im expansiven Bereich. Zudem normalisieren sich die Inflationserwartungen seit Sommer letzten Jahres, angetrieben von saisonalen Effekten, einer deutlichen Erholung am Rohstoffmarkt sowie zunehmenden Lohndrucks, allen voran in den Vereinigten Staaten. Auch in Europa sind die Teuerungsraten so hoch wie lange nicht mehr, auch wenn die Kerninflationsrate immer noch deutlich unterhalb der von der EZB anvisierten 2%-Marke ist.

Diagramm 3: Relation expansiver vs. restriktiver fiskalpolitischer Newsflow seit 2006



Quelle: SG RESEARCH (2017): Multi Asset Snapshot vom 15.02.2017, S. 2.

³ Die Commodity Futures Trading Commission (Abkürzung: CFTC) mit Sitz in Washington, D.C. ist eine unabhängige Behörde der Vereinigten Staaten und reguliert die Futures- und Optionsmärkte in den USA.

Die Fiskalpolitik sollte den positiven Wachstums- und Inflationsausblick ebenfalls unterstützen. Das gilt nicht nur für die USA, wo Trump mit dem republikanisch dominierten Kongress bereits eine expansive Fiskalpolitik angekündigt hat, sondern auch in Kontinentaleuropa, wo angesichts des diesjährigen Wahlkalenders der Anstieg der populistischen Rhetorik eine weitere Entfernung von der Austeritätspolitik bedeuten dürfte. In Diagramm 3 sieht man, dass sich der fiskalpolitische Newsflow schon seit einiger Zeit in eine expansive Richtung bewegt. Solange die Ängste über Deflation und sekuläre Stagnation abnehmen, wird die Politikrotation von restriktiver zu expansiver Fiskalpolitik, aber auch von expansiver zu restriktiver Geldpolitik aller Voraussicht nach dazu führen, dass die Inflations- und Wachstumszahlen weiter ansteigen. Diese Tatsache dürfte das spätestens seit Trump eingesetzte Reflationierungsmomentum zukünftig weiter anheizen. Stellt sich mithin die Frage, welche Assetklassen besonders stark profitieren bzw. welche Themen nun im Vordergrund stehen könnten?

Dazu dient die nachfolgende Tabelle, die die Situation nach der Finanzkrise 2009 bis 2016 vergleicht mit der aktuellen Situation einer Reflationierung.

Tabelle 1: Vergleich der Investmentthemen in 2009-2016 und 2016+

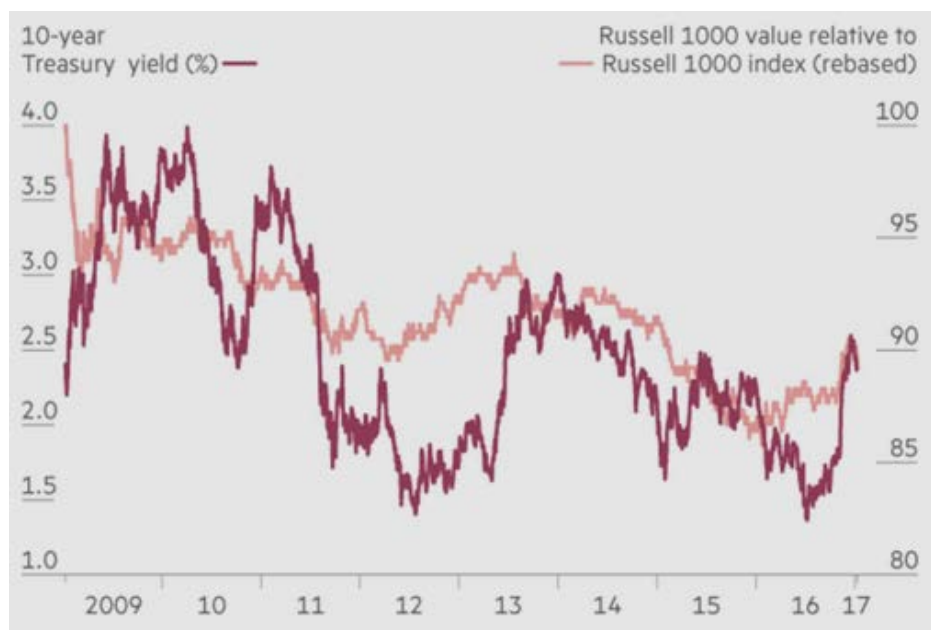
2009-2016	2016+
Sekuläre Stagnation	Konjunkturerholung
Deflation	Inflation
Zentralbank-Omnipotenz	Zentralbank-Impotenz
Nullzins-Geldpolitik	Fiskalpolitik-Expansion
Regulierung	Deregulierung
Finanzielle Repression	Große Rotation
Globalisierung	Protektionismus
Wachstum	Substanz
Technologie	Banken
Finanzvermögen	Realvermögen
Renten	Rohstoffe
Passives Management	Aktives Management

Quelle: Eigene Abbildung, Stand: 28.02.2017.

Dabei fällt auf, dass in einer Konjunkturerholung gekoppelt mit ansteigender Inflation besonders reale Vermögenswerte, wie z.B. Rohstoffe und in Teilen Aktien, profitieren dürften. Rentenpapiere sind in diesem Umfeld eher zu vermeiden. Besonders gefragt dürften im Aktienbereich allen voran Substanzwerte sein, die günstige Aktienbewertungen aufweisen und aufgrund materieller Vermögensgegenstände einen gewissen Inflationsschutz aufweisen. Auf sektoraler Ebene sollten gerade Banken von höheren Zinsniveaus und einer steileren Zinsstrukturkurve profitieren. Stark wachstumsorientierte Aktien, wie z.B. Technologiewerte, werden im neuen Umfeld eher Probleme bekommen, da ihre Bewertungen bereits sehr weit vorangeschritten sind und das Zinsumfeld sich zukünftig nachteilig für die Finanzierung des Kapitalbedarfs auswirken müsste. Diese Tatsache wird durch die Preisentwicklung der Sektoren unterstützt. Seit der U.S. Wahl haben besonders konjunktursensitive Sektoren, die vom künftigen Stimuluspaket profitieren könnten, wie Finanz- und Bauwerte, zugelegt, während defensive Sektoren, etwa Basiskonsumgüter und Versorger, verloren. Auch das positive konjunkturelle Umfeld unterstützt diese Entwicklungen.

Deshalb ist auf der Aktienseite bereits seit einigen Monaten eine Rotation beim Investmentstil zu erkennen. Die acht Jahre andauernde Underperformance von Substanzwerten scheint sich dem Ende zuzuneigen. Am nachfolgenden Diagramm 4 erkennt man, dass die positive Korrelation zwischen zehnjährigen U.S.-Staatsanleihenrenditen und dem Substanzwertesektor nicht zu leugnen ist. So hat die sektorale Outperformance der Substanzwerte begonnen, als die Renditen im letzten Jahr anfangen zu steigen. Da sich sowohl Staatsanleihenrenditen als auch die relative Performance von Substanzwerten in ausgeprägten Zyklen bewegen, ist bei einem Ende des Haussezyklus des Rentenmarktes mit einer anhaltenden Outperformance des Substanzwertesektors zu rechnen.

Diagramm 4: Substanzwerte vs. 10j.-Staatsanleihenrenditen seit 2009



Quelle: *Financial Times* (2017): *Value investing back in fashion amid Great Rotation*, vom 11.01.2017.

Wesentliche Ursachen für höhere Renditen und ein Ende des Bullenmarktes im Rentenmarkt sind v.a. zunehmender Lohndruck, was in einer Lohnkostenspirale zu inflationären Tendenzen führt und eine Verbesserung der Verfügbarkeit und Nachfrage nach Krediten, speziell beim Mittelstand und im Häusermarkt, nach sich zieht. Dann dürften Sparer, die sich seit Jahren mit negativen Realrenditen abfinden mussten, zukünftig wieder vom steigenden Zinsniveau profitieren. Das kann allerdings nur passieren, wenn sich die Zentralbanken nachhaltig aus dem Markt zurückziehen und die regulatorischen Vorschriften gelockert werden. Dieses Szenario ist zumindest in Europa noch nicht vorstellbar und zumindest für 2017 nicht in Erwägung zu ziehen. Von daher wird in Europa die „Great Rotation“ aller Voraussicht nach nicht stattfinden, die Zinsniveaus sollten sich jedoch der fundamentalen deutlich verbesserten Situation wieder annähern und vom in Teilen sehr niedrigen Niveau ausgehend, speziell in Deutschland und am langen Ende der Zinsstrukturkurve, wieder ansteigen. Für weiterhin vergleichsweise niedrige Renditen in Europa spricht auch der politische Wille der günstigen Schuldenfinanzierung, da viele Peripherie-Länder der Eurozone hoch verschuldet sind und sich einen raschen Anstieg der Refinanzierungskosten nicht leisten können (z.B. Italien oder Portugal).

Zukünftig dürften sich auch aktive Managementansätze wieder stärker durchsetzen, da der Einfluss der Zentralbanken geringer wird und Investoren dadurch gezwungen werden, wieder eine verstärkte Chance-/Risikobetrachtung sowohl innerhalb der Assetklassen als auch zwischen den einzelnen Assetklassen vorzunehmen. Die Tatsache, dass Anleger bezüglich eines Zinsanstiegs in Europa noch entspannt sind, ist meines Erachtens ein guter Nährboden für ein Auslaufen einer über dreißig Jahre andauernden Hausse am Rentenmarkt. Die Kursbewegungen müssen nur lang genug irrational sein, dann beginnen Investoren zu glauben, dass es immer so weitergeht.

Viele Anleger glauben nicht oder nicht mehr an die „Great Rotation“, doch die große Zurückhaltung hinsichtlich dieser Einschätzung muss gar nicht so schlecht sein. Bekanntlich passiert an der Börse oftmals das, mit dem die wenigsten rechnen. Demzufolge stehen die Chancen auf eine „Great Rotation“-Bewegung zumindest in den Vereinigten Staaten so gut, wie seit vielen Jahren nicht mehr. Selbst eine nicht ganz so große Rotationsbewegung hätte erhebliche Auswirkungen auf die Märkte, insbesondere auf den Aktienmarkt. Dieser hat sich trotz verhaltener Zuflüsse im letzten Jahr und vieler politischer Events erstaunlich gut gehalten. Sollten die Zuflüsse in Aktienfonds nun deutlich anziehen, dürfte die von der Bank of America-Merrill Lynch propagierte Ikarus-Prognose schneller in die Verlosung kommen als zunächst gedacht. Sie beschreibt einen letzten Kraftakt der Märkte, der den S&P 500 Aktienindex bis auf 2.500 Punkte tragen soll. Auch zehnjährige U.S. Staatsanleihen sollten sich ihrer Einschätzung nach der 3 Prozent-Marke annähern, bevor eine ausgeprägtere Korrektur für die Aktien- und Rentenmärkte erfolgt.⁴

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.

⁴ Der Ikarus-Mythos wird im Allgemeinen so gedeutet, dass der Absturz und Tod des Übermütigen die Strafe der Götter für seinen unverschämten Griff nach der Sonne ist. Er gilt seitdem als Synonym menschlicher Hybris.