

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 25

- 20 Klaus Schwab: «Sorgen um Frankreich»
- 21 Chinas Schattenbankensystem wächst
- 21 Japans riskantes Experiment
- 22 Gute Gründe für eine Dollarerholung

## Aktien vor struktureller Hausse

Vor dem Trendwechsel lauert aber eine letzte zyklische Korrektur – Abseitsstehen der Investoren spricht für Dividendenpapiere

## Das Ende des New Normal

Spekulationen zur grossen Wende

GREGOR MAST

**E**in neues Schlagwort macht die Runde unter Anlagestrategen und Investoren: The Great Rotation. Gemeint ist die für viele Auguren überfällige Umschichtung von überteuerten Anleihen in Aktien. Jahrelang haben sich Investoren angesichts der herrschenden Unsicherheit in «sicheren» Häfen wie Staatsanleihen versteckt und «riskante» Anlagen wie Aktien gemieden. Seit ein paar Monaten mehren sich nun aber die Anzeichen einer Trendumkehr. Gemäss dem US-Fondsdatenanbieter EPFR verzeichneten Aktienfonds in der ersten Januarwoche den höchsten Zufluss seit fünf Jahren.

Ist das der Beginn der Trendwende an den Anleihen- und den Aktienmärkten? Die Zeit wäre reif. Die Zinsen als sicher eingestufte Staaten kennen seit 1981 nur eine Richtung – nach unten. Weil sinkende Renditen steigende Anleihenpreise bedeuten, jährt sich die Hausse an den Obligationenmärkten heuer zum 32. Mal.

Anders ist das Bild an den westlichen Aktienmärkten. Zwar begann die Hausse ebenfalls zu Beginn der Achtzigerjahre. Allerdings kam der Preisauftrieb um die Jahrtausendwende ins Stocken. Seit dreizehn Jahren tendieren der amerikanische S&P 500 und andere Börsen seitwärts – unterbrochen von mehrjährigen zyklischen Hausen und Baisse.

### Wie Baisse enden

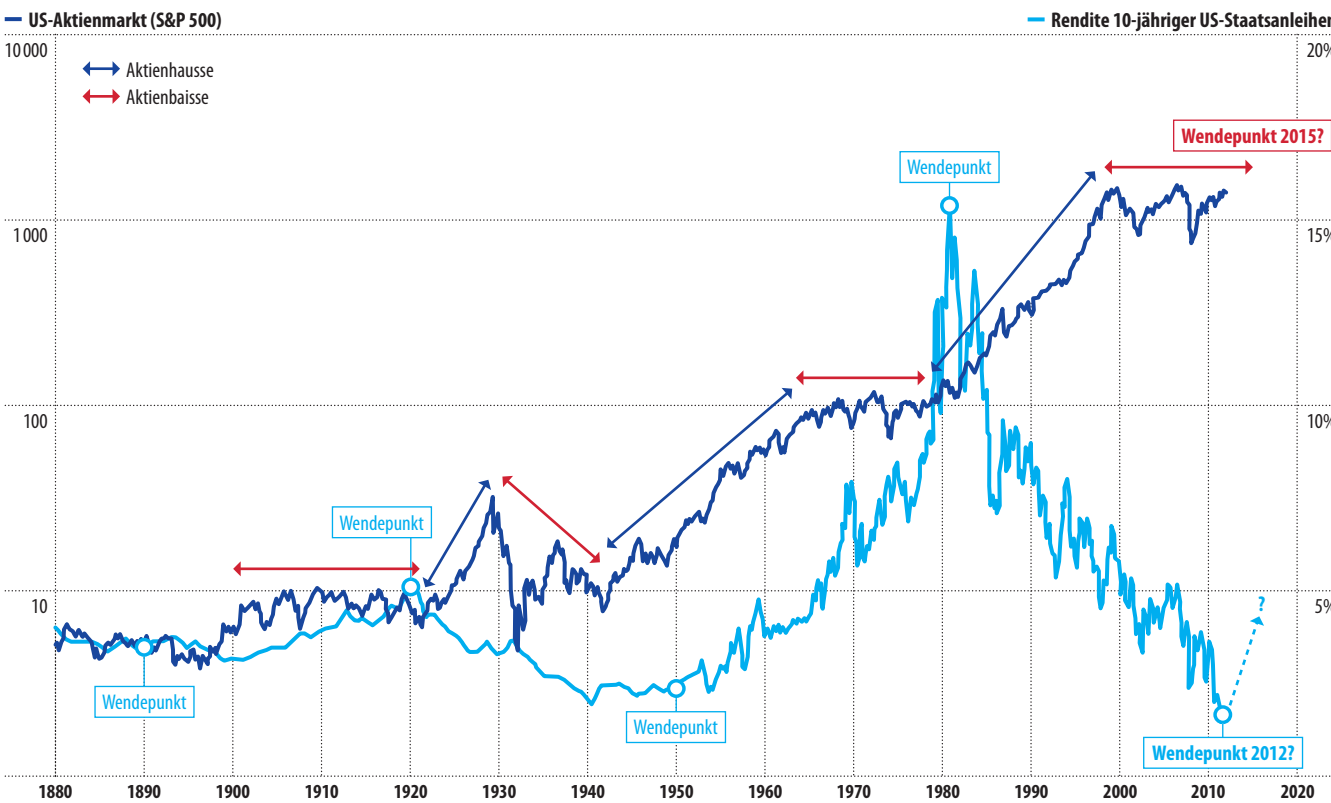
Diese scheinbar zufälligen Bewegungen folgen bei genauerer Betrachtung einem bestimmten Muster – im Finanzmarktjargon auch Zyklus genannt. Dabei beschreiben die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen einen der stabilsten Zyklen der Finanzmärkte. Seit dem Jahr 1800 wechseln sie etwa alle dreissig Jahre Renditehochs und -tiefs ab. Falls sich die Geschichte wiederholt, müsste das Zinsstief demnach erreicht sein.

Auch die Aktienmärkte weisen Zyklen auf. Strukturelle Hausen und Baisse – wie seit dem Jahr 2000 – dauern in der Regel fünfzehn bis zwanzig Jahre. Die gegenwärtige Baisse dürfte sich deshalb bereits in einem reiferen Stadium befinden. Wie die grosse Grafik zeigt, führten zudem alle Zinswenden im letzten Jahrhundert zu einer lang anhaltenden Hausse an den Aktienmärkten. Sollte die Zinswende wirklich bevorstehen, könnten die Aktienmärkte von Umschichtungen profitieren.

Diese Beobachtungen führen zur Frage, wie denn strukturelle Baisse an den Aktienmärkten enden. Die wichtigsten Voraussetzungen sind das Abseitsstehen breiter Anlegerkreise sowie durch dieses Desinteresse verursachte günstige Bewertungen. Beides kann gemessen werden.

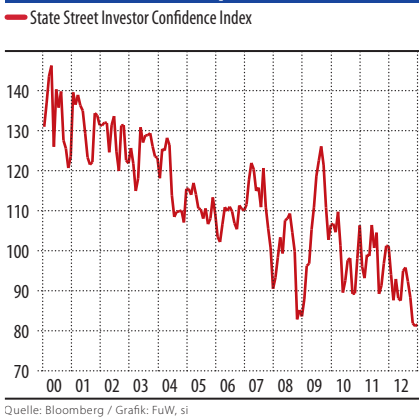
Rückschlüsse auf die Positionierung der Anleger erlaubt etwa der State Street Investor Confidence Index, der auf den Transaktionen Tausender institutioneller

### Zinswenden führten im letzten Jahrhundert immer zu Aktienhausse



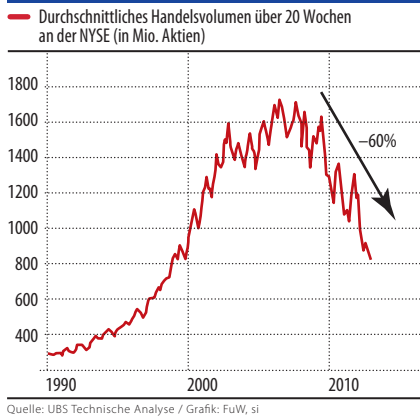
Quelle: Yale School of Management / Grafik: FuW, rm

### Investoren bleiben pessimistisch



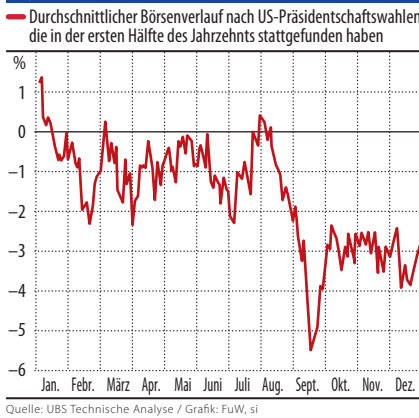
Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, si

### Handelsvolumen kollabiert



Quelle: UBS Technische Analyse / Grafik: FuW, si

### Zyklus spricht für schwaches Jahr



Quelle: UBS Technische Analyse / Grafik: FuW, si

Anleger wie Versicherungen, Pensionskassen und Anlagefonds beruht. Seit dem Beginn der Baisse im Jahr 2000 haben diese Investoren ihre Portfolios stetig defensiver ausgerichtet (vgl. Grafik 1). Bestätigt wird dieser Befund durch die Aktienquoten der Lebensversicherer, die sich seit dem Höhepunkt der TMT-Blase zurückgebildet haben. Auch die Retailinvestoren stehen abseits, wie die Fondsabflüsse der letzten Jahre suggerieren.

Ein weiteres Indiz liefern die an den Börsen gehandelten Volumina. Die letztjährige Hausse wurde nicht von einem anziehenden Umsatz begleitet, was gewisse Kreise als Schwäche deuten. Man kann es aber auch anders auslegen: Die Investoren glänzen weiterhin durch Abwesenheit.

Michael Riesner, Leiter Technische Analyse UBS Investment Bank Schweiz, hat die wichtigen Wendepunkte im letzten

Jahrhundert untersucht und festgestellt, dass die Volumen vor Ende einer strukturellen Baisse um bis zu 90% eingebrochen sind. Gegenwärtig beträgt dieser Rückgang 60% (vgl. Grafik 2).

### Scharfe Korrektur erwartet

Eine weitere Beobachtung Riesners trübt die Vorfreude. Bisher ging jeder strukturellen Hausse ein zyklischer Bärenmarkt voraus, bei dem die Volumina komplett ausgetrocknet sind – sozusagen als Zeichen des ultimativen Desinteresses. Das Börsentief von 2009 führte aber zu hohen Abgaben, und auch die weniger heftigen Korrekturen von 2011 und 2012 waren noch von steigenden Volumina begleitet. Die finale Kapitulation steht also noch aus.

Als zusätzliches Argument führt Riesner zwei weitere bekannte Börsenzyklen

ins Feld: den US-Präsidenten- und den Dekadenzyklus. Die Wahrscheinlichkeit einer Korrektur von über 20% beträgt in den zwei Jahren nach der Wahl des US-Präsidenten hohe 73%. Zudem neigen die Börsen in den ersten Jahren einer neuen Dekade zur Schwäche, bevor sie in der zweiten Dekadenhälfte haussieren. Kein Wunder, dass Präsidentschaftswahlen in der ersten Hälfte des Jahrzehnts zu einem enttäuschenden Börsenverlauf führten (vgl. Grafik 3). 2013 ist ein solches Jahr.

Auch die Bewertungen des US-Aktienmarktes sprechen vorläufig gegen eine strukturelle Hausse. Gemäss Russell Napier's Buch «Anatomy of the Bear» fiel das zyklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis bei sämtlichen Wendepunkten in den einstelligen Bereich. Gegenwärtig beträgt es 21 – vor der grossen Party könnte es nochmals richtig ungemütlich werden.

Die neue Normalität könnte bald vorbei sein, sagte Mohamed El-Erian von Pimco vergangene Woche in einem Interview im US-Fernsehen. Im Jahr 2009 prägte der CEO des grössten Anleihenvermögensverwalters den Begriff «New Normal». Dieser Zustand mit wenig Wirtschaftswachstum, hoher Arbeitslosigkeit und extrem niedrigen Zinsen würde drei bis fünf Jahre dauern. Das Schlagwort war ähnlich populär wie das des «Great Deleveraging», des Entschuldungsprozesses der Banken und Privathaushalte, der den Wirtschaftsverlauf in den Jahren nach der Finanzkrise bestimmen sollte.

Vier Jahre danach ist die Frage nach dem Ende des New Normal berechtigt. Seit der Prognose 2009 sei viel passiert, stellte El-Erian fest. «Die neue Normalität ermöglichte den Gesundungsprozess bei den Unternehmen und auf dem Immobilienmarkt. Genau so kommen wir aus dieser Phase mit wenig Wachstum heraus, sagte er auf dem US-Fernseher der CNBC.» Das Ende der mageren Jahre mochte El-Erian jedoch noch nicht ausrufen. Er blieb bei der vagen Äusserung, wonach die neue Normalität bald zu Ende sein könnte.

Bereits kursiert unter Ökonomen ein neuer Begriff, der die Wende zum Besseren nach dem New Normal bezeichnet: The Big Turn. Zum optimistischen Lager gehört auch die Ökonomin Aneta Markowska von Société Générale. Laut Markowska könnte der Wendepunkt in den USA früher erreicht sein als bisher gedacht. «Trotz der höheren Steuern ist zu erwarten, dass das US-BIP im ersten Quartal 2013 dank der Investitionen und dem Aussenhandel mit einer Jahresrate von fast 3% wachsen wird,» schreibt sie in einem Kundenbrief. Deshalb habe Société Générale die Prognose für die Zinsen zehnjähriger Treasuries auf 2,2% per Ende März und auf 2,75% per Jahresende angehoben. Aktuell rentieren sie 1,85%.

El-Erian ist da skeptischer, als es seine Aussage zum Ende des New Normal vermuten lässt. Auf die Frage, ob es danach denn besser oder gar noch schlechter komme, krebst er zurück: «Gleichzeitig zur Verbesserung bei den Unternehmen und dem US-Häusermarkt ist das politische Umfeld komplexer und anspruchsvoller geworden, sowohl in den USA als auch international. Ein Beispiel sei die harsche Reaktion Deutschlands auf die Bestrebungen Japans, die Währung zu schwächen. «Es besteht die Gefahr eines Währungskriegs.» Die Verteilung des möglichen Ausgangs ist laut Pimco bimodal. Es gibt also nur zwei extreme Varianten. «Die erste Variante ist die, die wir alle wollen. Dieses Szenario bedeutet, dass die Arbeitslosigkeit zurückgeht und wir die Schuldenkrise dank mehr Wachstum hinter uns bringen.» Das wäre der Big Turn. Das Negativszenario sei, dass Europa die Krise nicht meistert. Zudem könnte die Situation im Nahen Osten eskalieren. **PR**

# FUW.CH

KOSTENLOS FÜR ALLE ZEITUNGSABONNENTEN

Jetzt tagesaktuell



Anzeigen

Co-Investing mit Schweizer Family-Office

SWISS ROCK



«KLOPFEN SIE UNS AUF IHRE SCHULTER.»

Swiss Rock Anlagefonds, Bankenunabhängige Fondsgesellschaft, www.swiss-rock.ch, Tel. +41 44 268 18 68