Nr. 5 · Mai 2017

MARKTKOMMENTAR

ETHENEA
managing the Ethna Funds

Viel Rauch um Nichts

In Amerika bestimmen Superlative, aber vor allem Konjunktive das politische Geschehen und erfreuen die Satiriker. Für die Kapitalmärkte führt trotzdem kein Weg daran vorbei, die immer wieder neuen Ankündigungen des 45. US-Präsidenten einzuordnen. Welchen Kurs werden sie einschlagen?

Was haben Cheech und Chong[1] mit Donald Trump gemeinsam? Viel Rauch um nichts. Während dies bei den beiden Ersteren auf einen Kultfilm der 1970er Jahre mit dem Schauspielerduo Cheech Marin und Tommy Chong in den Hauptrollen zu beziehen ist, geht es bei Donald Trump wohl eher um seine ursprünglich sehr vollmundigen Wahlkampfversprechen, von denen in den ersten 100 Tagen seiner Amtszeit nicht wirklich viel umgesetzt wurde. Abgesehen davon hat der 45. US-Präsident einen enormen Unterhaltungswert und liefert Satirikern und anderen Zeitgenossen Arbeitsmaterial in Hülle und Fülle. Man denke nur an die Geschichte der Flugzeugträger-Kampfgruppe, die angeblich als Drohgebärde in Richtung Nordkorea losgeschickt wurde, um dann Tage später vor Australien gesichtet zu werden. Dass Nordkoreas Kim Jong-un als Gegendrohung eine Rakete starten ließ, die bereits nach wenigen Metern explodierte, würde den Unterhaltungswert sogar noch steigern, sofern man eine Vorliebe für makabre Geschichten hat. In jedem Fall sind dies Gegebenheiten, die man sich kaum vorzustellen vermag und doch sind sie real.

Sie sind so real wie die Kapitalmärkte, deren Teilnehmer mit diesen zum Teil surrealen Informationen umgehen und sie verarbeiten müssen: Sei es nun die Reform des Gesundheitswesens, die Trump ankündigt und dann doch nicht durchsetzen kann, obwohl die Republikaner in beiden Häusern des Kongresses die Mehrheit halten; oder aber die erst kürzlich groß angekündigte Steuerreform, die scheinbar wenig Konkretes enthält, insbesondere auf der Seite der Gegenfinanzierung. Der Markt muss damit umgehen und die Instrumente neu bewerten, auch wenn es sich um wenig Erfolg versprechende Vorstöße handelt.

Die neuesten Überlegungen des US-Präsidenten, die großen Banken wieder in Investment- und Geschäftsbanken aufzuspalten – also den seit 1999 ausgesetzten Glass-Steagall Act wieder ins Leben zu rufen –, werden an der Wall Street sicherlich nicht für ungeteilte Begeisterung sorgen. Ebenso wird der Vorstoß, die Benzinsteuer zu erhöhen, um Infrastrukturprojekte in einer Größenordnung von bis zu einer Billion Dollar zu finanzieren, möglicherweise wenig Gegenliebe bei seinen Wählern und Parteifreunden hervorrufen. Besonders Trumps Wähler, die größtenteils aus sozial schwächeren Verhältnissen und ländlichen Gegenden stammen, dürften wenig Freude an dieser Idee haben, denn sie hätten die größte Belastung zu tragen.

[1] „Cheech und Chong sind ein Comedy- und Schauspielerduo, bestehend aus Cheech Marin und Tommy Chong, das in den 1970er- und 1980er-Jahren Hauptdarsteller einer Filmreihe war." 1978 ist der Film *Viel Rauch um Nichts* mit dem Duo erschienen. Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Cheech_und_Chong

Der Kapitalmarkt hat jedoch keine andere Wahl, als sich damit zu befassen. Letztendlich werden alle Szenarien mit Eintrittswahrscheinlichkeiten versehen und haben Einfluss auf die Preise der Kapitalmarktprodukte. Eine Erhöhung der Benzinsteuer würde beispielsweise inflationär wirken, auch wenn sie in erster Linie nur einen einmaligen Basiseffekt auf

> „Letztendlich werden alle Szenarien mit Eintrittswahrscheinlichkeiten versehen und haben Einfluss auf die Preise der Kapitalmarktprodukte."

die Preise haben würde. Ein Investitionsschub bei Infrastrukturprojekten könnte auch ein Revival der *Trumpflation* mit sich bringen.

Bis hierhin sind dies lediglich eine Menge Konjunktive. Was wir zu diesem Zeitpunkt allerdings mit Sicherheit wissen: die Wirtschaft in den USA dümpelt eher so dahin. Das Wachstum im ersten Quartal ist mit einer Veränderung von gerade einmal 0,175 % gegenüber dem Vorquartal bestenfalls als mau zu

> „Was wir zu diesem Zeitpunkt allerdings mit Sicherheit wissen: die Wirtschaft in den USA dümpelt eher so dahin."

bezeichnen. Die veröffentlichte Zahl belief sich tatsächlich auf 0,7 %, wobei dies auf die Annualisierung der Wachstumsrate zurückzuführen ist, was gelegentlich vergessen wird. Zum Vergleich: Für die Eurozone beläuft sich das Wachstum für das erste Quartal auf 0,5 %, was fast dreimal so hoch ist. Dass das US-Wachstum so schwach ausfiel, lag an der schwachen Konsumkomponente. Die Lagerbestände – eine Komponente, die in der Vergangenheit häufig deutlich revidiert wurde, auch des Öfteren nach unten – sind deutlich gestiegen.

Wir sollten also durchaus die Möglichkeit in Betracht ziehen, dass wir uns in einer Situation befinden könnten, in der die US-Notenbank die Zinsen anhebt, während das Wirtschaftswachstum schwach oder sogar rückläufig ist. Dies ist nur eine Möglichkeit. Sie ist aber mit einer ebenso hohen Eintrittswahrscheinlichkeit versehen, wie viele von Donald Trumps Plänen. Dieses Szenario hätte natürlich zur Folge, dass die Renditen in den USA deutlich unter Druck kämen, während ein Gelingen von Trumps Vorstößen das exakte Gegenteil bei der Renditeentwicklung zur Folge hätte.

In Europa nimmt das politische Risiko ab, das europäische Anlagen für Nichteuropäer unattraktiv gemacht hat. Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Marktkommentars scheint es eine ausgemachte Sache, dass Emmanuel Macron der nächste Präsident Frankreichs wird. Die AfD in Deutschland wiederum könnte an inneren Querelen in die gleiche Bedeutungslosigkeit versinken, in die die Piratenpartei bereits entschwunden ist.

Mit dem Rückgang des politischen Risikos steigt die Kraft der wirtschaftlichen Erholung in der Eurozone, die unser Head

> „Wir sollten also durchaus die Möglichkeit in Betracht ziehen, dass wir uns in einer Situation befinden könnten, in der die US-Notenbank die Zinsen anhebt, während das Wirtschaftswachstum schwach oder sogar rückläufig ist."

of Research Yves Longchamp auf den folgenden Seiten näher beleuchten wird.

Unter diesem Gesichtspunkt scheint der Zeitpunkt deutlicher Bewertungsanpassungen an den Märkten näher zu rücken: Die Renditedifferenz zwischen Bunds und US-Treasuries ist eindeutig zu groß und dürfte sich einengen. Die europäischen Aktienmärkte dürften den Bewertungsvorsprung der US-Märkte zumindest reduzieren. Der Euro dürfte gegenüber den anderen Währungen an Wert zulegen. Es ist vielleicht noch etwas zu früh für eine deutliche Positionierung in diese Richtungen, aber der Zeitpunkt scheint nah.

Aus diesem Grund scheint es uns weiterhin ratsam, vorsichtig und mit ruhiger Hand im Markt zu agieren.

Bis dahin werden wir die Rauchzeichen von Politik, Notenbanken und Wirtschaftsstatistikern weiter zu deuten versuchen und trotz des Rauches, der die Sicht einschränkt, für sicheres Agieren sorgen.

Im Hinblick auf Donald Trumps erratische Versuche, Politik zu betreiben, vertrauen wir weiterhin auf das stabile demokratische US-amerikanische System mit seinen *Checks and Balances*.

Auch die US-Medien scheinen ihren Frieden mit ihrem Präsidenten der *Fake News* und alternativen Fakten gemacht zu haben und stellen die Situation nun eher von der satirischen Seite dar. Vielleicht ist dies auch der richtige Weg mit der ungewissen Zukunft umzugehen.

Autoren >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG