

Politische Unwägbarkeiten nehmen zu

8. Februar 2017
Do Investment AG

Dieser Marktkommentar ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch vorgesehen. Weder der Marktkommentar noch Teile daraus dürfen ohne vorherige Erlaubnis reproduziert oder veröffentlicht werden. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen keinerlei Haftungsobligo.

Politische Unwägbarkeiten nehmen zu

München, den 8. Februar 2017

Die konjunkturelle Entwicklung überrascht zuletzt positiv und die globalen Frühindikatoren, gemessen an den Einkaufsmanagerindizes, deuten in nahezu allen Regionen auf eine globale, breit aufgestellte Wachstumsbeschleunigung in 2017 hin. Das ist konjunkturell positiv. Gleichzeitig beobachten wir zunehmende politische Unwägbarkeiten, die im Verlauf des Jahres 2017 Belastungsfaktoren darstellen könnten.

USA: Präsident Donald Trump bereits nach kurzer Zeit in der Breite unbeliebt

Seit 20. Januar 2017 offiziell im Amt als US-Präsident vereidigt, verblüfft Donald Trump mit einer enormen „Arbeitsgeschwindigkeit“. Er nutzt dabei auch das Mittel der präsidentialen Anordnung, sogenannte „Executive Orders“ (Dekrete), mit welchem der US-Präsident rechtlich bindend seine Exekutivgewalt ausübt und viele seiner im Wahlkampf versprochenen Maßnahmen umsetzt. In den ersten zwölf Tagen im Amt (20.-31. Januar 2017) erließ Trump bereits sieben Dekrete. Sein Vorgänger Barack Obama erließ in seinen ersten zwölf Tagen übrigens mit neun Dekreten noch mehr. In den ersten sieben Trump-Dekreten geht es um

- die Abschaffung von „Obamacare“ (Krankenversicherung),
- den Bau einer Mauer entlang der Grenze zu Mexiko (rund 3.000 km lang),
- den Rückzug der USA aus dem transpazifischen Freihandelsabkommen TTP,
- die Beförderung zweier Ölpipeline-Projekte,
- einem Einstellungsstopp für alle Behörden und das Einfrieren der Bezüge aller Bundesbeamten,
- die Beschleunigung von Umweltverträglichkeitsprüfungen bei Infrastrukturvorhaben, schnellere Genehmigungen für den Bau von Fabriken und
- den Auftrag zu einer Überprüfung des Dodd-Frank-Gesetzes (Abbau von Regulatorik und Hemmnissen im Finanzwesen).

Für viel Aufregung sorgte schließlich das vom US-amerikanischen Präsidenten Donald Trump verhängte Einreiseverbot für Bürger aus sieben mehrheitlich muslimischen Ländern (Syrien, Irak, Jemen, Somalia, Iran, Libyen und Sudan). Dies sorgte für Proteste von US-Bürgern und nur kurz darauf stoppte ein Bundesrichter in Seattle, James Robarts, das Verbot. Silicon Valley sieht sich selbst als Magnet für die Besten der Welt, egal von wo sie stammen. Die größte Firma der Welt, Apple, wurde von Steve Jobs gegründet und dieser ist der Sohn eines Syrers. Mehr als die Hälfte der 20 größten US-Technologiekonzernen wurde von Ausländern gegründet. Einige der US-Technologieunternehmen haben als Reaktion auf Trumps Einreisestopp angekündigt, Betroffene finanziell zu unterstützen (z.B. Google und Uber) – der Widerstand wächst. Öffentliche Aussagen verdeutlichen die Züge der neuen „America-First“-Politik. Peter Navarro, der Leiter des neu geschaffenen „Nationalen Handelsrats“ erklärte vor der Presse, das Defizit im US-Außenhandel (die US-Importe sind größer als die US-Exporte) verringern zu wollen. Navarro rügte Deutschland für unfaire Handelspraktiken (Deutschland ist Export-Weltmeister) und sprach von einem unterbewerteten Euro. Die Rede ist auch von einem 35-Prozent-Einfuhrzoll für Firmen, die überwiegend außerhalb der USA produzieren. Mehr Protektionismus und weniger Handel dürften die logische Folge sein. Insgesamt fragen wir uns, ob in den USA ein Autokrat wie Putin in Russland, Erdoğan in der Türkei oder Orbán in Ungarn heranwächst. Nur acht Tage nach Trumps-Amtseinführung ergab eine Gallup-Umfrage, dass eine Mehrheit der US-Amerikaner Donald Trump ablehnt. Normalerweise gibt es derartige negative Umfrageergebnisse zu einem amtierenden Präsidenten erst nach langer Amtsdauer.

Frankreich: Wahlen werfen ihre (düsteren) Schatten voraus

Jüngste Umfragen sehen für die erste Runde der Präsidentschaftswahl am 23. April 2017 Marine Le Pen (Chefin der rechtsextremen Front National) ein paar Prozentpunkte vor Emmanuel Macron (unabhängig), François Fillon (Republikaner) und Benoît Hamon (Sozialistische Partei). Noch zu Jahresanfang wären solche Umfragewerte unmöglich gewesen. Der konservative Politiker François Fillon lag noch zu Jahresbeginn bei Umfragewerten von über 60% - für den Wirtschaftsliberalen und Verfechter traditioneller Werte schien der Weg zum Élyséepalast geebnet. Dann stolperte Fillon jedoch über die Job-Affäre um die angebliche Scheinbeschäftigung seiner Frau Penelope im Parlament. Die Wochenzeitung „Le Canard Enchaîné“ hatte enthüllt, dass Fillon als Abgeordneter seine Frau jahrelang als parlamentarische Mitarbeiterin beschäftigt hatte. Gewinnt Le Pen die Wahl, strebt sie ein Referendum über den Verbleib in der Europäischen Union an. Auch möchte Le Pen sich aus der Nato zurückziehen und die 2001 abgeschaffte Wehrpflicht wieder einführen. Sie ist weiterhin gegen Freihandelsabkommen wie Ceta und TTIP. Französische Unternehmen sollen unter ihrer Führung vor ausländischer Konkurrenz geschützt und bei öffentlichen Aufträgen bevorzugt werden. Importierte Waren und Dienstleistungen will sie mit einer Sonderabgabe von 3% belegen. Mit dem jüngsten Erstarken von Marine Le Pen in den Umfragen steigt die Wahrscheinlichkeit für einen Austritt Frankreich aus dem Euro („Frexit“). Marktteilnehmer berücksichtigen zunehmend dieses Risiko, auch wenn es immer noch als ein Extremereignis gilt. Die aktuelle zehnjährige französische Staatsanleihe verlor in diesem Jahr 3,7% ihres Wertes (Stand: 03.02.2017). Der Renditeunterschied (Spread) zwischen zehnjährigen deutschen und französischen Staatsanleihen stieg zum 6. Februar 2017 auf 77 Basispunkte – dem höchsten Stand seit 2012. Noch Ende 2016 lag der Spread bei 48 Basispunkten; Mitte Juli 2016 sogar nur bei 21 Basispunkten.

Niederlande: „Holland-Trump“

Für die Parlamentswahl am 15. März 2017 sehen Umfragen die „Freiheitspartei“ (PVV) Geert Wilders an führender Position. Der niederländische Rechtspopulist Geert Wilders, nach Marine Le Pen bekanntestes Gesicht der EU-Gegner, zeichnet ein düsteres Bild von Europa und spricht von „Massakern“, „Verbrechen, Banden und Drogen“. Wilders sagt auch, Frauen hätten inzwischen „Angst, ihr blondes Haar zu zeigen“. Auch kopierte Wilders das Wahlkampfmotto des neuen US-Präsidenten: Er twitterte „WeWillMakeOurCountriesGreatAgain“ („Wir werden unsere Länder wieder großartig machen“). Der US-amerikanische Fernsehsender CNN bezeichnete Wilders als „Holland-Trump“. Sein Parteiprogramm, welches eine DIN-A4-Seite umfasst, fordert die Schließung aller Moscheen und Islamschulen und ein „Verbot des Korans“. Nach dem Terroranschlag in Berlin twitterte Wilders ungeniert das Bild einer blutverschmierten Bundeskanzlerin Angela Merkel, die seiner Ansicht nach für den Anschlag verantwortlich ist.

Was machen die Kapitalmärkte?

Auf der Aktienseite zeigt sich offensichtliche Lethargie. In den USA weist der Aktienindex S&P 500 seit nunmehr 35 Handelstagen (15.12.2016 bis 06.02.2017) Tagesschwankungen von unter 1% auf. Das gab es seit mindestens 1970 nicht einmal und spiegelt eine Art „Scheintod“ des US-Aktienmarktes wider. Der weltweite Aktienindex MSCI World liegt dieses Jahr in Euro gemessen bei lediglich +0,9% (Stand 03.02.2017). Auffällig ist die abermalige Outperformance von US-Aktien (S&P 500: +2,6%) gegenüber Euro-Aktien (Euro Stoxx 50: -0,5%). Per Saldo ist im Bereich der Aktien mit einigen Ausreißern (z.B. Goldminenaktien: +16%) wenig von der „Trump-Euphorie“ übrig geblieben. Auf der Rentenseite fällt die Bilanz bitter aus. Mit Staatsanleihen der Eurozone erlitten Anleger seit Jahresbeginn -2,2% Verlust, mit deutschen Staatsanleihen immerhin „nur“ -0,6% (Stand: 03.02.2017). Im Euroraum meldet sich aufgrund des Basiseffekts beim Öl die Inflation zurück, was Anleiherenditen steigen und Anleihekurse fallen lässt. Die Inflation in der Eurozone betrug im Januar 2017 bereits 1,8%. Damit ist die Inflation in nur neun Monaten von einem Deflationswert von -0,2% um beachtliche 2,0% angestiegen.

Wie geht es an den Finanzmärkten weiter?

US-Präsident Donald Trumps bisher getroffene Maßnahmen sind in unseren Augen nicht geeignet, den anfänglichen Wachstumsoptimismus neu zu beleben. Während Trumps handels- und migrationspolitische Entscheidungen weltweit Verunsicherung schüren, warten wir weiterhin auf Details seiner expansiv ausgerichteten wirtschaftspolitischen Agenda (Investitionsprogramm und Steuerreform). Es stellt sich stets die Frage, was der Markt bereits einpreist. Die Aktienbewertung auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses für das Jahr 2017 liegt für den DAX bei etwa 13,5, beim Euro Stoxx 50 (Europa) bei etwa 13,9. Der S&P 500 weist ein KGV von 17,7 auf. Alle diese Bewertungsmultiplikatoren sind erstens am oberen Rand des Bewertungsbandes der letzten Jahre und basieren zweitens auf optimistischen Gewinnprognosen seitens der Analysten. Seit mehreren Monaten erleben die Finanzmärkte keinen klassischen „Risk off“ – also fallende Vermögenspreise bei risikobehafteten Vermögenswerten (z.B. Aktien, Hochzinsanleihen). Aus unserer Sicht bestehen auf dem aktuellen Bewertungsniveau bei Aktien deutlich mehr Abwärtsrisiken als Aufwärtsschancen. Risiken sehen wir weiterhin an den Anleihemärkten. Eine zehnjährige Rendite von Bundesanleihen von aktuell unter 0,4% spiegelt nur unzureichend die aktuelle Inflationsrate von 1,8% in der Eurozone und das aktuelle Wachstum von etwa 1,5% wider. Weiter steigende Renditen dürften weiterhin Druck auf den Anleihekursen in Deutschland und der Eurozone ausüben.

Wie sind wir im Do – Absolute Return aufgestellt und was haben wir zuletzt unternommen?

Im **Do – Absolute Return** haben wir seit längerer Zeit eine negative Duration auf Portfolioebene. Unser erklärtes Ziel ist es, von einem Renditeanstieg aktiv zu profitieren. Wir sahen Ende des vergangenen Jahres im französischen Staatsanleihemarkt eine Asymmetrie (kaum Chancen, aber viele Risiken). Nach der Wahl von Donald Trump im November 2016 beobachteten wir bereits eine erste negative Kursreaktion bei französischen Staatsanleihen und wir entschlossen uns, zügig auf den an Fahrt gewinnenden Zug aufzuspringen. Aus diesem Grund entschlossen wir uns Anfang Dezember 2016 dazu, unsere negative Durations-Einstellung zukünftig nicht mehr über deutsche, sondern über französische Staatsanleihen abzubilden (technische Umsetzung über den Verkauf des OAT-Future). Die deutliche Schwäche bei französischen Staatsanleihen seit Jahresanfang half in den letzten Wochen der Performance des Fonds. Aber wir hatten auch Gegenwind zu verzeichnen. Unser US-Dollarbestand hat uns im Januar 2017 Performance gekostet. Die mangelnde Performance des Dollars im ersten Monat des Jahres (2,3% Abwertung gegenüber dem Euro) ist unseres Erachtens nach einerseits auf kritische Währungskommentare der US-Regierung zurückzuführen, andererseits auf die bislang geringe Bereitschaft der Fed, auf die aufkeimenden Inflationsrisiken mit baldigen Zinserhöhungen zu reagieren. Wir meinen jedoch, dass es insbesondere aus Carry-Gesichtspunkten (höherer Zinsertrag) weiter Sinn ergibt, erhöhte US-Dollarbestände zu halten. Wir halten daher an unserem US-Exposure von etwa 20% fest. Auf der Aktienseite sind wir in den letzten Wochen vermehrt vom Gas gegangen. Seit Dezember 2016 haben wir keine Zukäufe mehr getätigt und dafür die Aktien von Rio Tinto, Philips, Verizon und BASF aufgrund Verkaufssignalen seitens der technischen Analyse vollständig veräußert. Wir verfolgen damit aktuell eine defensive Investitionspolitik und schöpfen auf der Aktienseite unser Risikobudget nicht aus. Wir erachten es als sinnvoll, Pulver trocken zu halten, um im Falle eines klassischen „Risk Off“ sich dann ergebene Investitionsoportunitäten wahrzunehmen. Hauptziel des Fonds bleibt es, größere Verluste an den Kapitalmärkten durch eine breite Diversifikation und eine konservative Anlagepolitik zu vermeiden.

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Marktkommentar zusammengefassten Börsen- und Wirtschaftsdaten, Kurse, Indices, Preise, Nachrichten und allgemeine Marktinformationen dienen zur Information und stellen keine Anlageberatung, keine steuerliche Beratung, kein Angebot, keine Empfehlung und keine Aufforderung zum Treffen von Anlageentscheidungen oder zum Tätigen von Geschäften in Finanzinstrumenten, wie zum Beispiel den Erwerb oder die Veräußerung von Investmentanteilen oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine für die Tätigkeit von Investitionen geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Die Informationen, die für diesen Bericht verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.