

ANLAGEKOMMENTAR

Mai 2017

Animal Spirits

Seit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten sind nun schon über sechs Monate vergangen. Entgegen anfänglichen Ängsten, die Weltordnung werde über Nacht grundlegend umgestaltet, darf heute festgestellt werden, dass sich weit weniger getan hat, als viele befürchtet hatten. Zumindest sehr wenig Greifbares, wenn es um neue Gesetze, um laut angekündigte Reformvorhaben wie die Gesundheitsreform, die Steuergesetzgebung oder auch die Einwanderungsregulierung geht. Gleichzeitig aber haben sich gewisse makroökonomischen Vorlaufindikatoren von einem bereits ansehnlichen Niveau weiter verbessern können. Umfragen bei Unternehmen wie auch bei Konsumenten weisen ein Ausmass an Optimismus aus, das letztmals vor Jahren, wenn nicht Jahrzehnten erreicht worden war. Viel fach wird auch von sogenannten weichen Daten gesprochen, welche sich aktuell sehr vorteilhaft präsentieren, im Gegensatz zu den «harten» makroökonomischen Daten wie die Detailhandelsumsätze, die Industrieproduktion oder Unternehmensinvestitionen, die bislang (noch?) nicht signifikant über den Durchschnitt der letzten Jahre angestiegen sind.

Woran liegt dieser Unterschied? Welches sind die Einflussfaktoren für dieses Auseinandergehen zwischen Umfragen und konkreten Wirtschaftsdaten? Gerne wird dabei auf die «animal spirits», zu deutsch «Lebensgeister» oder «animalische Instinkte», verwiesen, welche dafür verantwortlich zeichnen. Diese, so die Argumentation, seien durch die Aussichten auf eine wirtschaftsfreundliche Politik der Trump-Administration neu geweckt worden und liessen sehr positive Wachstumserwartungen für die US-Wirtschaft zu. Es ist, nach

dieser Lesart, nur eine Zeitlang Geduld aufzubringen, bis die Realwirtschaft diesen neuen «Aufschwung in den Köpfen» (man erinnert sich an Plakate in der Schweiz Anfang der 1990er Jahre) vollzieht. Im Folgenden gehen wir rudimentär auf das Konzept der «animal spirits» ein, nehmen eine (vorläufige) Bewertung der Trump'schen Pläne (sowie ihrer Umsetzbarkeit im politischen System der USA) vor und fragen nach den möglichen Auswirkungen für Anleger.

Dass die Ökonomie nicht aus lauter rational denkenden Akteuren besteht, davon gehen wohl die meisten Menschen aus. Die Annahme der klassischen Schule der Ökonomie, dass der homo oeconomicus vollständig rational ist, hat verschiedene Kritiker auf den Plan gerufen, unter anderem auch die Vertreter eines jüngeren Zweigs der Volkswirtschaft, der Verhaltensökonomie. Zwei Ökonomen aus diesem Fachgebiet, George Akerlof und Robert Shiller, veröffentlichten 2009, im Nachgang der Finanzkrise, ein lesenswertes Buch über das Thema «animal spirits». Als einfachste Definition des Begriffs erachten sie alle nichtökonomischen Motive und irrationalen Verhaltensweisen, also allesamt Eigenschaften, die ein homo oeconomicus nicht besitzt. Eine weitere Umschreibung von «animal spirits» geben die beiden Nobelpreisträger wie folgt: Der Begriff beziehe sich auf ein ruheloses und inkonsistentes Element in der Volkswirtschaft, das auf dem Umgang mit Zweideutigkeit bzw. Unsicherheit beruht.

Unsicherheit über die Zukunft gehört zu den nicht abänderbaren Prinzipien unseres Lebens. Manchmal betrachten wir Menschen diese Unsicherheit als positiv, d. h. vielversprechend und anspornend,

manchmal auch als verstörend, angsteinflössend und demotivierend. Diese zwei Seiten der gleichen Medaille sind auch auf gesellschaftlicher bzw. volkswirtschaftlicher Ebene zu erkennen; Phasen von Ver- oder Zutrauen in die Zukunft wechseln sich ab mit denjenigen von Misstrauen und Schwarzseherei. Wie häufig wurden Wirtschaftsabschwünge der Vergangenheit durch einen «Vertrauensverlust» geprägt? Rhetorisch gefragt: Gab es Rezessionen, welche nicht in einem Klima verlorenen Vertrauens stattfanden? Shiller und Akerlof haben diesem Aspekt des Vertrauens bei den «animal spirits» noch vier weitere beigefügt, und zwar Gerechtigkeit, Korruption und antisoziales Verhalten, Geldillusion sowie die Bedeutung von Geschichten.

Das Problem der Messbarkeit all dieser Aspekte mag genannt werden. Für den vorliegenden Anlagekommentar stellt sich primär die Frage, ob anhand der Vorhaben der Trump-Administration «das Vertrauen» der Wirtschaftsakteure auf Jahre hinaus positiv stimuliert werden kann. Es erscheint offensichtlich, dass die Kursgewinne der letzten sechs Monate auf Erwartungen beruhen, die von einem Erfolg der Pläne Trumps ausgehen. Steuerensenkungen für Unternehmen unterstützen die Gewinne, was sich in einer niedrigeren Bewertung auf Ebene Kurs-Gewinn-Verhältnis niederschlägt und in einem zweiten Schritt zu höheren Investitionen führen könnte, da Letztere von den Gewinnen mitbeeinflusst werden. Tiefere Steuern für natürliche Personen führen zu einem Anstieg ihrer verfügbaren Einkommen. Damit könnte sich die Gesamtnachfrage erhöhen (und damit das Wirtschaftswachstum), sofern die Bürger die Steuerersparnisse nicht in Erwartung später wieder höherer Steuern einbehalten. Eine solche vollständige «ricardianische Äquivalenz» ist empirisch übrigens nicht nachgewiesen, möchten wir anfügen. Das höhere (erwartete) Wirtschaftswachstum schraubt dazu die Gewinnerwartungen der Unternehmen nochmals etwas nach oben, was wiederum die Börsenkurse unterstützt.

Die Kursanstiege der letzten Monate sind somit vollständig rational erklärbar. Oder doch nicht? Wir zweifeln daran, denn entgegen den

hochtrabenden Verlautbarungen ist es ein weiter Weg, bis ein Gesetz vom Kongress verabschiedet wird. Ein gutes Beispiel für die Absichtserklärungen mit bislang sehr wenig Substanz sind die Steuerensenkungspläne, welche Ende April anlässlich einer Pressekonferenz kundgetan wurden. Die den Journalisten ausgeteilten Unterlagen sprachen Bände: Es handelte sich um eine A4-Seite mit Aufzählungspunkten, insgesamt knapp 250 Worte. Ohne nun auf die einzelnen «Details» des Plans einzugehen, erscheint ein Durchwinken der Pläne im Kongress sehr unwahrscheinlich. Selbst wenn die Republikaner das Gesetzespaket durchbrächten, würde das Defizit in den nächsten zehn Jahren gemäss Schätzungen des überparteilichen Tax Policy Center um USD 9,4 Billionen und um USD 16,8 Billionen in der darauffolgenden Dekade ansteigen. Zum Vergleich: Die ausstehenden Schulden auf Bundesebene, d. h. ohne Staaten und Gemeinden, betragen per Ende 2016 USD 14,2 Billionen (Quelle: Congressional Budget Office). Während der Amtszeit von Präsident Obama agierten die Republikaner als Verfechter eines ausgeglichenen Budgets. Dass sie nun all ihre Prinzipien über Bord werfen, erachten wir als ausgeschlossen. Deshalb könnten die Steuerreformpläne – ähnlich wie die Gesundheitsreform Ende März – versanden oder zumindest stark verwässert werden.

Was bedeutet dies nun für die Finanzmärkte? Die erwartete Korrektur an den globalen Aktienmärkten, die nach sechs Monaten ohne Rückschlag von mehr als 2 % überfällig geworden ist, könnte aktuell stattfinden. Dass gerade jetzt die «animal spirits» plötzlich von Optimismus in Pessimismus umschlagen, erwarten wir hingegen nicht. Der begnadete Selbstdarsteller Trump wird es auch in den kommenden Monaten verstehen, das Publikum mit grossartig tönenden Ankündigungen bei Laune zu halten. Falls er sich nicht weiter in den Russlandkontakten seiner Administration verstrickt, besteht für die Aktienkurse noch Luft nach oben. Zudem gehen wir nicht davon aus, dass sich der fortgesetzte Konjunkturaufschwung in Europa durch politische Turbulenzen jenseits des grossen Teichs stoppen lässt. Die «animal spirits» diesseits des Atlantiks dürften sich also weiter von ihrer positiven Seite präsentieren.

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE: Diese Publikation ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Markt- und Anlagekommentare von Maerki Baumann & Co. AG (nachstehend MBC) sowie eine Einschätzung zu ausgewählten Finanzinstrumenten. Somit stellt diese Publikation kein Angebot für den Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Entscheidung, einer Empfehlung von MBC zu folgen, trifft allein der jeweilige Anleger, der die Risiken der von ihm getroffenen Entscheide zur Vermögensdisposition vollumfänglich übernimmt, auch wenn den Entscheiden eine Empfehlung von MBC zugrunde liegt. Anlagen in Finanzprodukte sollten erst nach sorgfältiger Lektüre der diesbezüglich geltenden rechtlichen Vorschriften, einschliesslich etwaiger Verkaufsbeschränkungen und der genannten Risikofaktoren, getätigt werden. Dieses Dokument enthält Angaben und Informationen aus Quellen, welche MBC als zuverlässig erachtet. Obwohl MBC sorgfältig geprüft hat, dass die Informationen in diesem Dokument zu dem Zeitpunkt, in welchem die Informationen zusammengestellt wurden, korrekt sind, kann MBC weder explizit noch implizit eine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich Korrektheit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen und Ansichten geben. Allfällige in diesem Dokument vertretene Ansichten reflektieren ausschliesslich diejenigen von MBC zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, Änderungen bleiben vorbehalten. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden möglicherweise bereits vor deren Publikation von MBC bzw. von deren Organen oder Mitarbeitern verwendet. Darüber hinaus stehen oder standen Organe oder Mitarbeiter von MBC möglicherweise in einer Beziehung irgendwelcher Art zu den in diesem Dokument erwähnten Unternehmen. MBC übernimmt keinerlei Haftung für den Inhalt dieses Dokuments und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen. Die Anleger sollten sich bewusst sein, dass sich die zukünftige Performance von Investitionen nicht aus der vergangenen Kursentwicklung ableiten lässt und sich der Anlagewert vergrössern, aber auch vermindern kann. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Wechselkurschwankungen, was sich auf die Performance auswirken kann. MBC erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung. Vor dem Kauf eines jeden in dieser Publikation enthaltenen Finanzinstruments ist daher bezüglich Eignung von solchen Anlagen zwingend eine unabhängige Rechts- oder Steuerberatung einzuholen, da die steuerlichen Behandlung stets von den persönlichen Verhältnissen abhängt und stetigen Änderungen unterworfen sein kann, zudem deckt diese Publikation eine Vielzahl von Ländern ab, weshalb es überwiegend wahrscheinlich ist, dass gewisse Produkte für den einzelnen Leser steuersuboptimal oder gar -schädlich sind. Zudem können sich die in dieser Publikation enthaltenen Angaben über die EU-Zinsbesteuerung sowie die Transparenz nach deutschem Steuerrecht stets verändern. MBC ist Inhaberin der Schweizerischen Bankbewilligung, die ihr durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) erteilt wurde. Gemäss dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen können im Konkursfall jeder Schweizer Bank einerseits sämtliche Depotwerte (Wertschriften, Edelmetalle etc.) ausgesondert werden und sind Einlagen, insbesondere Bankkontos bis zu CHF 100'000 durch die Einlagensicherung der Banken und Effektenhändler geschützt.

MAERKI BAUMANN & CO. AG

PRIVATBANK

REDAKTION

Daniel Egger, Chief Investment Officer

(Redaktionsschluss: 18. Mai 2017)

ZÜRICH

Dreikönigstrasse 6

CH-8002 Zürich

Telefon +41 44 286 25 25

info@maerki-baumann.ch

www.maerki-baumann.ch