

Konsequenzen des US-Wahlausgangs

In den vergangenen Ausgaben habe ich mich intensiv mit den Preisrisiken nach einer republikanischen Amtsübernahme in den USA auseinandergesetzt. Die Überlegung war: Im Falle eines Machtwechsels ist mit einer Zäsur in der Geldpolitik zu rechnen, was die Preise an den Kapitalmärkten global durcheinander gewürfelt hätte.

Mit der Wiederwahl Obamas materialisierten diese Risiken glücklicherweise nicht. Im Ergebnis sollten jetzt die Preistrends fortgesetzt werden.

Was aber sind die Preistrends?

Ein Blick auf den 3000 US-Werte (ca. 95 % der Marktkapitalisierung aller US-Aktiengesellschaften) umfassenden *Russell 3000*-Index zeigt einen volatilen Aufwärtstrend, dessen untere Begrenzung gerade getestet wird.

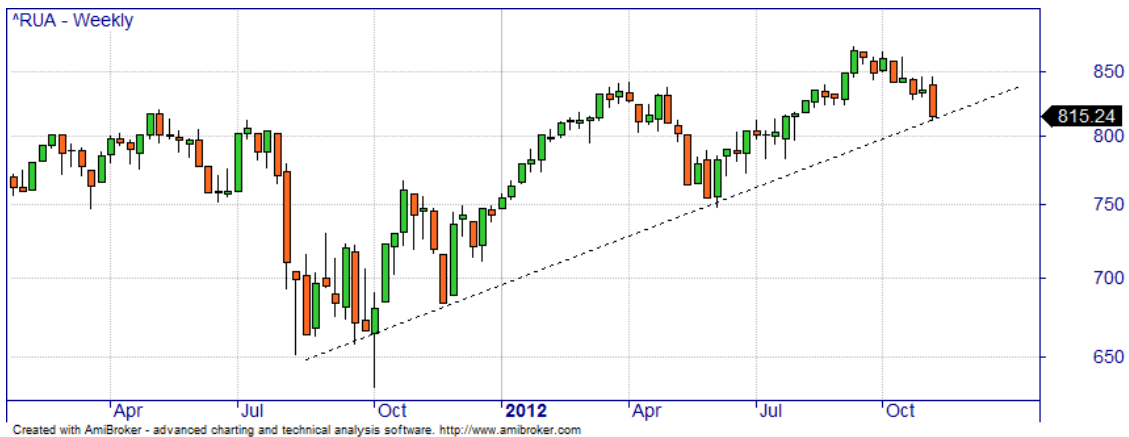
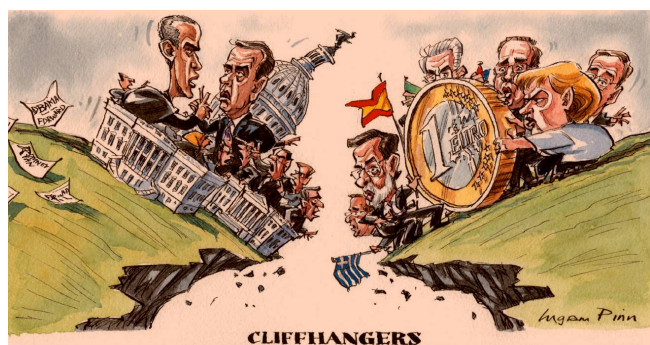


Abbildung 1: Preisverlauf des Russell 3000

Die Wiederwahl Obamas wurde zwar in der US-Zivilgesellschaft gefeiert. An den Finanzmärkten verstärkten sich hingegen die Abgaben. Technologiewerte und Aktien des US-Mittelstands standen auf den Verkaufslisten. Die zugehörigen Indizes (*Nasdaq* und *Russell 2000*) generierten inzwischen strategische Verkaufssignale. Weitere Abgaben bei den Standardwerten (*S & P 500*) führen auch dort zu negativen Preissignalen.

Die Marktteilnehmer setzen sich intensiv mit den Risiken der erwarteten Steuererhöhungen in den USA auseinander. Die nebenstehende Karrikatur ist der Wochenendausgabe der FT entnommen. Sie bringt die Ängste der Akteure auf den Punkt. In Europa ist die griechische Frage immer noch nicht endgültig gelöst und mit Frankreich materialisiert gerade ein neuer potenzieller »Brandherd«. In den USA gehen die Demokraten zwar gestärkt aus den Wahlen hervor. Die Republikaner können aber weiterhin alles blockieren, was sich der (verhasste) Präsident ausdenkt.



Die Situation erinnert an die letzte Steuererhöhung in den USA: Im August 1993 setzte *Bill Clinton* gegen den erbitterten Widerstand aller Republikaner und auch konservativer Demokraten den *Omnibus Budget Reconciliation Act* durch. Danach mussten ab 1994 die reichsten 1,2% US-Amerikaner zwischen 36 und 39,6% Einkommenssteuer zahlen. Kapitalerträge wurden mit 28% besteuert, Unternehmensgewinne mit 35%. Zusätzlich stiegen die Abgaben für Mineralöl um 4,3ct. pro Gallon.

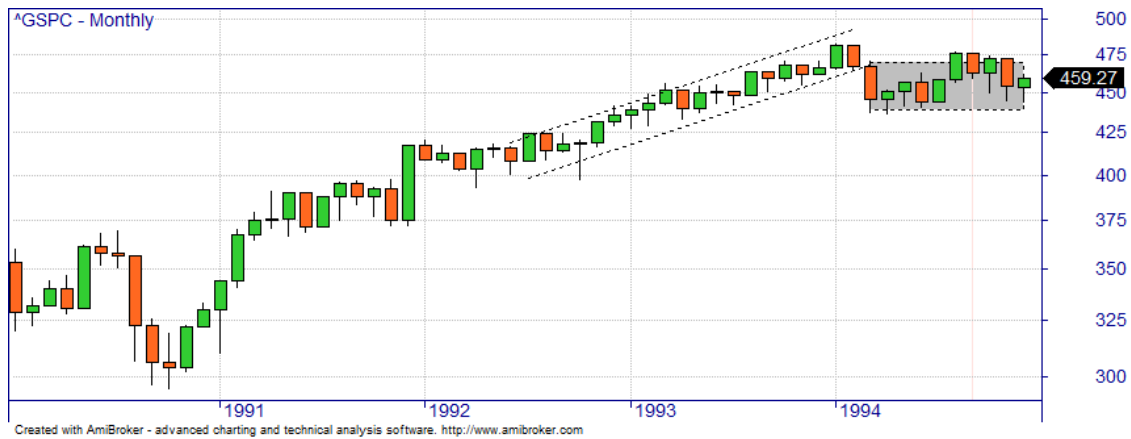


Abbildung 2: Preisverlauf des S & P 500 nach den Steuererhöhungen zum Jahreswechsel 1993/94

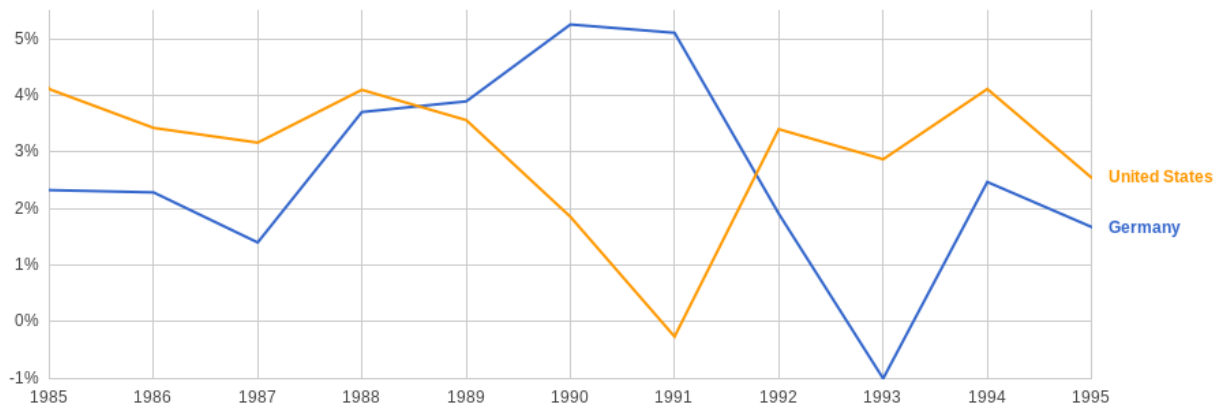


Abbildung 3: Wirtschaftswachstum in Deutschland und den USA bis 1995

1993 betrug das jährliche Wachstum der US-Ökonomie 3%. Das Wachstum schwächte sich 1994 nicht ab. Im Gegenteil: Zum Jahreswechsel 1994/95 stellte man überrascht fest, dass die Wirtschaft (gemessen am GDP) trotz höherer Abgaben und trotz angehobener Leitzinsen um 4% gewachsen war (Abb. 3).

Die Aktienmärkte stagnierten hingegen. (Der Anlass des »Sell Off« im Februar/März 1994 ist eine unerwartete Zinserhöhung im Februar, die die Anleiherenditen plötzlich um 2% ansteigen ließ. In der Folge korrigierten auch die Preise für Aktien.)

Die Ursache der Stagnation war bereits damals das politische Patt zwischen den Kammern des US-Parlaments. Damals wie heute ist der Senat »blau«(demokratisch) und das Repräsentantenhaus ist »rot«(republikanisch). Damals wie heute prägen Personen mit extremen Vorstellungen das Repräsentantenhaus. Anstatt, wie im Rest der Welt, einen gemeinsamen Weg mit möglichst wenigen Verlierern zu suchen, versuchen viele Parlamentarier ihre Vorstellungen ohne Abstriche durchzusetzen. Dies hat seine Ursache weniger in der ausufernden Lobby-Arbeit der Unternehmen als in der immer stärkeren Einflußnahme von »Aktivisten« aus den Regionen.

Die Tea-Party hat beispielsweise bereits in der ersten Nachwahlwoche alle republikanischen Abgeordneten im Repräsentantenhaus »gegrillt«. Diese mussten sich mit einer Schar von Wählern zusammensetzen, die von den Führern der Tea-Party-Bewegung speziell darin gebrieft wurden, den »Repräsentanten« die gewünschte Geisteshaltung nahezubringen. Zwar gibt es auch in den USA kein Imperatives Mandat. Das hindert radikale Splitterbewegungen nicht daran, organisierten Druck auszuüben.

Fazit. Die aktuellen Rahmenumstände sind teilweise mit denen 1993 vergleichbar. Analog zu Clinton wird auch Obama letztlich seine Steuererhöhungen durchsetzen. Ebenso wie heute, sind die Aktienpreise bis 1994 kräftig angestiegen. 1994 selbst gaben die Notierungen zwischen Februar und April um 11 % nach und pendelten danach für 12 Monate in der Preisspanne des Monats März. Die Wahrscheinlichkeit einer Wiederholung dieses Preisverlaufs ist hoch.

Auch die europäischen Aktienpreise tendierten trotz wieder einträglichem Wirtschaftswachstum 1994 negativ. Der *EuroStoxx* sank im Zeitraum Februar 1994 – April 1995 um 15 %, der *DAX* im gleichen Zeitraum um 20 %. Da sich bis heute nichts an den Korrelationen zwischen den nordamerikanischen und europäischen Aktienmärkten verändert hat, sind die Perspektiven für die Aktienpreise hierzulande kurzfristig maximal neutral.

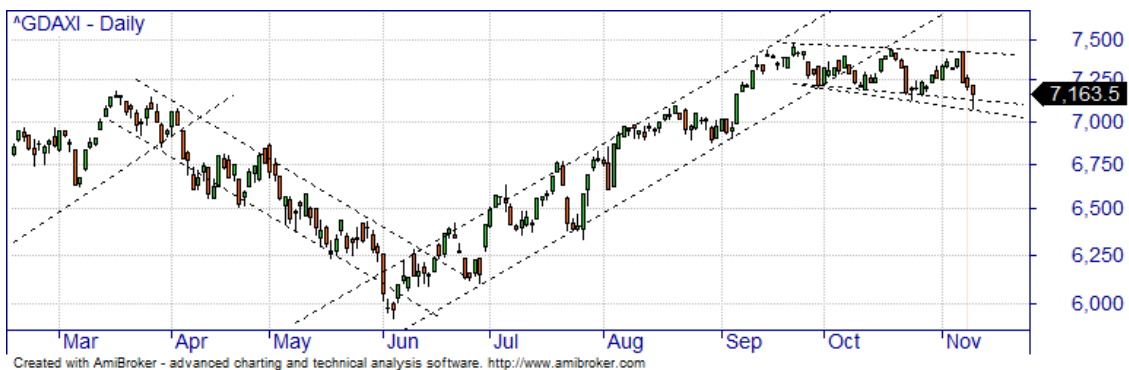


Abbildung 4: Preisverlauf des DAX

Der am Freitag zur Unterseite geöffnete Trendkanal der Seitwärtsphase seit September (Abb. 4) ist ein Warnsignal für weitere Preisrückgänge bei den deutschen Standardtiteln.

Andererseits ... gibt es gewichtige Gründe, keine nachhaltig größeren Preisabschläge zu antizipieren.

- 1994 wurde der Abverkauf durch Zinserhöhungen getriggert. Gerade dieses Szenario scheidet mit der Fortführung der expansiven Geldpolitik in den Industrieländern aus.
- Seit August 1993 war klar, dass die Steuern angehoben werden würden. Erst im Februar korrigierten die Aktienmärkte.
- Die aktuellen Flut- und Sturmkatastrophen zeigen den enormen Investitionsbedarf bei der US-Infrastruktur auf. Im Niedrig-Zins-Umfeld sind kaum Substitutionsprozesse bei Investitionen zu erwarten, so dass ein ähnlicher Konjunkturschub wie in Japan nach dem Erdbeben 2011 zu erwarten ist.
- Die Renditen für Unternehmens- wie Staatsanleihen sind nochmals zurückgegangen. Die Assetklasse »Aktien« ist mangels Alternativen strukturell gestützt.

Die frischen Verlaufssignale an den Aktienmärkten hatten einen deutlichen Abbau der Aktienpositionen zur Folge. Insbesondere haben wir uns von europäischen und us-amerikanischen Einzeltiteln getrennt. Die Positionen in Asien wurden deutlich reduziert.

Damit verfügen wir jetzt erstmals seit Monaten wieder über Kapital für kurzfristige Engagements und ggf. strategische Neupositionierungen.

Mit Blick auf das Jahresendgeschäft schaue ich mir zunächst die Sektoren genauer an.