



Aquila & Co. AG | 28. März 2017

Der Strand, die Eisverkäufer und die Übergewichtung europäischer Aktien

Der veränderte Wählerwille kann auch durch die etablierten Parteien repräsentiert werden, indem sich diese in Richtung der extremeren Parteien bewegen. Wir erwarten allenfalls in Italien extreme Wahlergebnisse, aber ebenfalls keinen Ausstieg aus dem Euroland. Die Ausstiegskosten wären zu hoch, so dass sich bei einem Plebiszit keine Mehrheit zum Ausstieg finden würde, auch nicht in Italien. Europäische Aktien sind aufgrund der übertriebenen Ängste der Finanzmarktkommentatoren und Anleger deutlich günstiger als US-Aktien und sollten übergewichtet werden.

Viele Marktteilnehmer haben Angst vor den anstehenden Wahlen in Frankreich und Deutschland. Auch Italien gibt Anlass zur Sorge. Die Hauptsorge gilt dabei aus anlagentechnischer Hinsicht der Befürchtung, dass nationalistische, eurokritische Parteien so stark an Bedeutung gewinnen, dass das Auseinanderbrechen der Währungsunion wahrscheinlicher wird. So könnte beispielsweise der von vielen als Antieuropäer und Globalisierungsgegner beschriebene Führer der „Fünf-Sterne-Bewegung“ Beppe Grillo im Falle von Neuwahlen in Italien gewinnen und ein Referendum über den Ausstieg Italiens aus der Währungsunion initiieren.

Die Prognose von Wahlergebnissen ist notorisch schwierig, selbst wenn Wahlforschungsinstitute gute Arbeit leisten und aktuelle Umfrageergebnisse durch „grosse“ Stichprobefragungen erarbeiten. Dies haben die Brexitabstimmung und die US-Präsidentenwahl klar gezeigt.

Wir wollen im Folgenden an einem ganz einfachen Modell darlegen, welcher Mechanismus dazu führen könnte, dass die etablierten Parteien doch nicht so viele Stimmen verlieren und gleichzeitig der „veränderte Wählerwille“ trotzdem in der Politik besser vertreten wird.

Stellen Sie sich vor, Sie liegen entspannt an einem Strand und wollen möglichst ohne sich zu bewegen Eis essen. Es gibt nur 2 Eisverkäufer die identisches Eis verkaufen. Die Eisverkäufer möchten möglichst viel Eis verkaufen, die Eiskäufer möchten möglichst wenig laufen und werden deshalb immer zum nächsten Eisstand laufen. Das einzige, worin sich die Eisverkäufer unterscheiden ist der Standort am Strand. Nehmen wir an, an jedem Strandabschnitt liegen *gleich viele* Sonnenanbeter ausser in der *Mitte des Strandes*, wo sich *etwas mehr Strandgeniesser* befinden. Im Gleichgewicht werden sich die beiden Eisverkäufer genau in der *gemässigten* Mitte des Strandes positionieren und genau gleichviel Eis verkaufen. Siehe Grafik 1.

Grafik 1: Die gemässigte Ausgangslage



Quelle: <http://www.die-ruegen.de/freizeit/badestrand-schaabe.cfm>

Die Sonnenanbeter, die genau in der Mitte des Strandes liegen sind sehr zufrieden, sie haben die beiden Eisverkäufer direkt vor der Nase. Die strandtechnisch betrachtet, am radikalen linken Rand liegenden Sonnenanbeter sind völlig unzufrieden, da sie soweit zur gemässigten Mitte des Strandes laufen müssen. Die am radikalen rechten Rand des Strandes sich Befindenden sind ebenfalls unglücklich, da sie weit zur gemässigten Mitte des Strandes laufen müssen.

Stellen Sie sich jetzt vor, dass viele Strandanbieter plötzlich den äussersten rechten Ecken des Strandes attraktiver finden, zum Beispiel weil die Liebhaber des Strandabschnittes „Extrem Links“ plötzlich nach „Extrem Rechts“ abwandern und einige aus der Mitte ebenfalls nach rechts drifteten. Es ist völlig klar, dass der Strand dann logischerweise so aussehen muss:

Grafik 2: Strand kurz nachdem die Radikalen die Position gewechselt haben...

Strandabschnitt Radikal Links



Strandabschnitt Radikal Rechts



<http://www.bing.com/images/search?view=detailV2&ccid=U0%2fG1pX5&id=06F53B73C9418F6E7E614F750393A275C92FC54B&q=verschmutzer+strand&simid=607986273231373008&selectedIndex=0&ajaxhist=0> und <http://www.bing.com/images/search?view=detailV2&ccid=WHS7GH4I&id=3C04CD18B0EC7D0792D0473E314A27BB6C33476F&q=vller+strand&simid=60804207728148432&selectedIndex=2&ajaxhist=0>

Der opportunistische Strandverkäufer 1 merkt sofort was los ist, packt seine Sachen und wandert von der Strandmitte nach rechts. Hinfort verkauft er deutlich mehr Eis als sein fundamentalistisch in der Mitte verankerter Konkurrent. Der opportunistische Strandverkäufer verliert zwar die Strandliebhaber Links und Mitte, aber das ist ihm völlig wurscht, da sein alleiniges Ziel (ohne Nebenbedingungen) darin besteht, möglichst viel Eis zu verkaufen.

Der zweite Eisverkäufer verkauft immer weniger Eis und steht deshalb kurz vor dem Ruin. Er bewegt seinen Verkaufsstand etwas weiter nach rechts und merkt sofort, dass er etwas mehr Eis verkauft. Da

er im Verlauf des Lebens gelernt hat, dass man aus Erfahrung lernen kann, bewegt er sich noch ein bisschen weiter Richtung rechts und noch ein Stück...

Was lernen wir?

Die Repositionierung der Strandliebhaber hat den Eisverkäufern eine Repositionierung ihrer Eisverkaufsstände aufgezwungen. Die Kräfte des Eismarktes liessen auch dem Eisverkäufer „Gemässigte Mitte“ gar keine andere Wahl zu, er wäre sonst bankrottgegangen. Er musste auch Eis an die Strandliebhaber „etwas weiter rechts“ verkaufen.

Wenn mehr Wähler extremere Positionen einnehmen, erzwingen Sie, dass ihre Positionen gehört werden und im politischen Entscheidungsprozess berücksichtigt werden. Dies geschieht nicht nur, in dem die extremeren Parteien gewählt werden, sondern dadurch, dass die gemässigten Parteien sich hinsichtlich ihres Wahlprogrammes und in der täglichen Realpolitik in Richtung des sich geänderten Wählerwillens bewegen. Deshalb wird sich die gesamte europäische Politik zwangsweise den Positionen der gemeinhin als populistisch bezeichneten Aufsteigerparteien annähern müssen, auch dann, wenn diese nicht direkt gewählt werden.

Die Wahl in Holland ist ein Beispiel obiger These. Ich zitiere Bobby Vedral (Goldman Sachs): *Dutch Lessons. What happened last week in the Netherlands was NOT a defeat of populism. What happened is that the Centre (PM Rutte) has taken notice and moved towards populists: (1) his harsh reaction to the Turkish protests including the use of riot police and water cannons - not a usual sight in Holland – won him votes as it allowed him to show decisiveness and backbone. (2) There is currently no major party in the Netherlands that doesn't think the EU needs reform. The good news is that Rutte-type "reactions" decrease the chances of the populist. The bad news is that this trend of "taking back control" increases the likelihood of "country first" politics in the Eurozone.* Zitiert aus GS Market Data-points 23.03.2017.

In Frankreich und Deutschland ist die Positionierung der Wähler zu wenig extrem, so dass bei dieser Wahlrunde noch keine wirkliche Gefahr für den Euro oder die EU besteht. Gefährlich könnte die Situation allenfalls dann werden, wenn die gemässigten Eisverkäufer ihre Eisstände an entvölkerten Stränden belassen, weil die Strandbewohner dann aus Protest, den eigentlich unbequemen Umweg zum extrem positionierten Eishändler machen. Dies mit dem Ziel, den in der Mitte positionierten Eishändler zu erziehen und zum Umzug zu bewegen. Diese Gefahr ist in Frankreich und Deutschland ebenfalls eher klein, da die etablierten Parteien sich bereits in Richtung des geänderten Wählerwillens bewegen, und sich die Wähler in der EU-Administration „noch akzeptabel repräsentiert fühlen“.

Gefährlich erscheint uns aber Italien zu sein. Dort hat die Anti-Establishment, Anti-Mitte Partei M5S eine reale Chance, die nächste Wahl zu gewinnen. Italien ist als drittgrösste Volkswirtschaft der Eurozone gross genug, um das Europrojekt ernsthaft zu gefährden. In Italien und Griechenland ist das Eisverkäuferproblem zudem komplizierter. Die Bewegung der italienischen und griechischen gemässigten Parteien in Richtung des geänderten Wählerwillens ist nicht ausreichend, um Protestwähler zu besänftigen. Das Problem ist, dass die griechische und italienische Bevölkerung ihre Interessen innerhalb der EU-Administration nicht hinreichend vertreten sieht. Deshalb ist der Wunsch gross, „denen da einen Denkart zu verpassen.“ Das beruhigende ist, dass Griechenland ökonomisch für den Fortbestand des Euros weitgehend unbedeutend ist, und die Italiener gemäss Umfragen mehrheitlich den Euro beibehalten wollen (obwohl Sie vielleicht mehrheitlich für Grillo stimmen werden). Intuitiv spürt die Mehrheit der italienischen Wähler, dass die gravierenden finanziellen und wirtschaftlichen Verwerfungen über Jahre hinaus die Vorteile des Ausstieges überwiegen würden: die Anleihenverzinsung würde sehr stark ansteigen. Die Kapitalflucht aus Italien würde sich beschleunigen. Das Bankensystem würde kollabieren, der Zugang zu den internationalen Finanzmärkten wäre nicht mehr gewährleistet, so dass Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden müssten. Eine Pleitewelle würde

über das Land hinwegfegen. Die unmittelbar einsetzende Abwertung der neu eingeführten Landeswährung würde zu einem erheblichen Verlust an Kaufkraft gegenüber dem Rest der Welt führen. Die Kinder und Enkel würden ja vielleicht profitieren, aber...

Uns erscheinen somit die Bedenken, dass das Euroland oder die EU „demnächst auseinanderfliegen“ die besonders in der angelsächsisch dominierten Finanzwelt vorherrschen zum jetzigen Zeitpunkt zu negativ zu sein.

Wie sieht eigentlich jetzt der Strand aus, nachdem sich beide Eisverkäufer in Richtung Radikal rechts bewegt haben?

Die Antwort liefert Grafik 3.

Grafik 3: ... und derselbe Strand einige Zeit später



<http://www.bing.com/images/search?view=detailV2&ccid=U0%2fG1pX5&id=06F53B73C9418F6E7E614F750393A275C92FC54B&q=verschmutzer+strand&simid=607986273231373008&selectedIndex=0&ajaxhist=0>
<http://www.bing.com/images/search?view=detailV2&ccid=WH57GH4I&id=3C04CD18B0EC7D0792D0473E314A27B86C33476F&q=viller+strand&simid=608042077728148432&selectedIndex=2&ajaxhist=0>
<http://www.bing.com/images/search?view=detailV2&ccid=he5JgISn&id=3311794460A584894044D640640DD7F41617483C&q=sch%3cb%20strander+welt+2016&simid=608049417837347627&selectedIndex=10&ajaxhist=0>

Und was machen wir jetzt mit der Anlagestrategie?

Falls die Ängste hinsichtlich eines vor der Tür stehenden Wahl- / Eurounfalls derzeit noch übertrieben sind, und die Finanzmarktcommentatoren, welche mehrheitlich eben nicht aus dem Euroland kommen, übertrieben euroskeptisch sind, spricht dies Argument jedenfalls nicht gegen Eurolandaktien. Ganz im Gegenteil, wenn diese Ängste sich in den aktuellen Bewertungen der Eurolandaktien in Form erheblicher Discounts widerspiegeln, drängt sich die Übergewichtung europäischer Aktien auf, insbesondere gegenüber den teuren US-Aktien. Genau dies ist derzeit klar der Fall, weswegen **Aquila europäische Aktien übergewichtet**.

Kontakt: Thomas Härter, Investment Office
 Tel.: +41 58 680 60 44