



Trump – Ernüchterung macht sich breit

Description

So allmählich zieht Ernüchterung ein hinsichtlich der kurzfristigen Aussichten der Trumponomics. Hatte Trump noch vor kurzem gesagt, seine umfassende und (natürlich) phänomenale Steuerreform werde in wenigen Wochen konkretisiert („Believe me!“), so schraubt sein Finanzminister die Erwartungen nun deutlich zurück.

[Steven Mnuchin](#) kündigte an, die Steuerreform werde noch vor der Sommerpause umgesetzt, also bis August. Der frühere Goldman-Sachs-Banker bekräftigte, die Regierung stehe zu ihren Plänen, in diesem Rahmen beschäftige man sich auch mit Fragen von Grenzsteuern. Trump hatte Unternehmen, die Arbeitsplätze ins Ausland verlagern, immer wieder hohe Grenzsteuern oder Importzölle angedroht.

Dabei geht es auch um einen Plan führender Republikaner im Kongress mit der Bezeichnung „Border Tax Adjustments“ (BTA). Danach könnten US-Unternehmen ihre Ausfuhren in andere Länder von der eigenen Besteuerungsgrundlage abziehen und damit ihre Unternehmenssteuern verringern. Umgekehrt wird ihnen das mit importierten Waren und Dienstleistungen künftig verwehrt. Exporte würden dadurch attraktiver. Die Kosten eines importierten Gutes würden höher als die eines äquivalenten, in den USA hergestellten. Importe würden unattraktiver.

Mit BTA verringern sich in Kombination mit insgesamt niedrigeren Unternehmenssteuern die Anreize für US-Konzerne, Hauptsitz oder Produktion ins Ausland zu verlagern. Dadurch könnte sich das Handelsbilanzdefizit der USA deutlich verringern, das für 2016 auf etwa 500 Mrd. Dollar zu beziffern ist. Mit BTA ergeben sich aber tendenziell höhere Verbraucherpreise, das ist der Grund, warum große Einzelhändler, die alle stark importorientiert sind, gegen diesen Plan opponieren. Umstritten ist auch, ob BTA mit den bestehenden Regeln der WTO vereinbar ist.

BTA würde den Dollar unter Aufwertungsdruck bringen und damit durch BTA induzierten Exportanreizen zuwiderlaufen. Trump hatte neulich wiederholt, dass ein noch stärkerer Dollar nicht in seinem Interesse ist: „It’s killing us.“ Zudem wäre von steigenden Verbraucherpreisen die Haupt-Wählerschaft von Trump besonders betroffen.

Insgesamt sind die Folgen schwer vorhersehbar, auch weil unklar ist, wie andere Länder darauf reagieren. Und ob durch BTA der Wohlstand der Amerikaner langfristig steigt, d.h. sie sich im Durchschnitt real mehr leisten können werden, ist angesichts der Preisaufrichts-Tendenzen fraglich.

Mnuchin dämpfte auch Hoffnungen, die wirtschaftliche Entwicklung könnte sich rasch merklich beschleunigen. Das könne womöglich bis zum kommenden Jahr dauern, sagte er. Er hält aber daran fest, dass die USA wieder zu einem Wachstum von drei Prozent oder sogar mehr zurückfinden können. 2016 lag das [BIP-Wachstum bei 1,6%](#), das ist der geringste Zuwachs in fünf Jahren. Das wird auch dem festen Dollar zugeschrieben. In der kommenden Woche gibt es übrigens die zweite Schätzung des US-BIP von Q4/2016.

Auch die Fed gießt Wasser in den Euphorie-Wein. So war im Protokoll der jüngsten FOMC-Sitzung zu lesen, dass einige Teilnehmer in der Steigerung der Aktienkurse unrealistische Erwartungen in die Trumpschen Pläne widergespiegelt sehen. Daher wurde auch festgestellt, dass die geringe Volatilität an den Finanzmärkten inkonsistent zur politischen Unsicherheit ist. Einige Beobachter nahmen das an den Finanz-Märkten als Hinweis, dass umfangreiche Infrastruktur-Anreize und Steuersenkungen für das laufende Jahr nicht zu erwarten sind. Daraus wiederum wurde abgeleitet, dass eine aggressivere Gangart bei der Geldpolitik wohl weniger wahrscheinlich ist.

Trump zwitscherte am 16. Februar, die hohen Aktienkurse spiegeln Vertrauen und Optimismus wider – und das sogar vor der Konkretisierung der Steuerpläne. Mal sehen, was er am 28. Februar so von sich gibt – siehe unten!

Auch Larry Summers tritt auf die Bremse. Es sei zwar gut, wenn Leute aus der Wirtschaft in die Regierung kämen. Sie achten darauf, die Geschäftsstimmung hoch zu halten, was wiederum die billigste Form staatlicher Anreize sei. Aber er kritisiert Äußerungen hinsichtlich der Bankenregulierung aus Kreisen der Regierung. So hatte Gary Cohn, früher Nummer zwei bei Goldman Sachs und jetzt Vorsitzender des nationalen wirtschaftlichen Beraterstabes NEC, die Kosten der Bankenregulierung auf mehrere hundert Milliarden Dollar jährlich beziffert. Summers gibt zwar zu, dass Belastungen bestehen; aber die Aussage Cohns würde bedeuten, dass die Profite des US-Bankensystems ohne Regulierung mehr als doppelt so hoch wären. Im zurückliegenden Jahr hatten sie bei 170 Mrd. Dollar gelegen.

Er geht auch gegen Cohns Argument an, Banken seien so gut kapitalisiert, dass man sich keine Sorgen machen müsse, 2008 könnte sich wiederholen. Summers schreibt, Bear Stearns und Lehman Brothers hätten seinerzeit Kapitalpuffer gehabt, die nach Fed- und Basel-Anforderungen das Label „wohl-kapitalisiert“ verdient haben. Kurze Zeit später waren sie pleite. Das Verhältnis von Marktkapitalisierung und (Risiko-adjustierten) Assets bei den größten US-Banken ist nach Zahlen per Ende 2015 nicht sehr viel besser als nach der Finanzkrise und es liegt klar unter den Werten von vor 2008 (Quelle: [„Have big banks gotten safer?“](#))

Table 5. Price-to-Book Ratio, Price-to-Tangible-Book Ratio, Ratio of Market Value of Equity/Total Assets, and Ratio of Market Value of Equity/Risk-Adjusted Assets

Panel A: Big 6

Bank	Pre-crisis average				Post-crisis average				Recent (12/31/2015)			
	PTB	PTTB	MVE/A	MVE/RA	PTB	PTTB	MVE/A	MVE/RA	PTB	PTTB	MVE/A	MVE/RA
Bank of America	2.35	3.55	0.35	0.22	0.63	1.01	0.63	0.39	0.63	1.12	0.69	0.31
Citigroup	2.31	3.78	0.36	0.28	0.70	0.85	0.66	0.32	0.64	0.91	0.69	0.33
Goldman Sachs	2.34	2.78	0.31	N/A	1.04	1.13	0.94	0.35	0.87	1.16	0.69	0.33
JP Morgan	1.42	2.27	0.68	0.38	0.88	1.34	0.69	0.34	1.05	1.41	0.39	0.37
Morgan Stanley	1.84	2.02	0.67	N/A	0.83	1.04	0.65	0.33	0.78	1.23	0.68	0.36
Wells Fargo	2.77	3.99	0.22	0.29	1.44	1.90	0.39	0.18	1.45	2.06	0.35	0.22
MetLife	2.11	3.06	0.33	0.24	0.83	1.21	0.66	0.34	0.90	1.32	0.39	0.35
MetLife	2.34	3.17	0.33	0.25	0.90	1.09	0.66	0.34	0.82	1.20	0.69	0.35

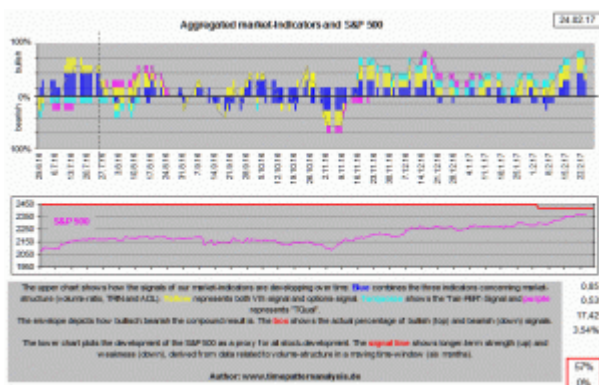
Daraus folgt, dass Banken aktuell mit historisch hohen Verschuldungshebeln operieren. Summers warnt, aus der Finanzgeschichte der zurückliegenden 40 Jahre ergibt sich, dass eine Finanzkrise oft nur wenige Jahre entfernt ist, wenn Immobilienentwickler von günstigen Krediten angestachelt werden.

[Summers schließt angesichts der unausgegorenen Vorstöße aus dem Regierungslager](#), das sicherste sei, sich allen Änderungen in der Bankenregulierung zu widersetzen, so lange nicht der Beweis erbracht ist,

dass sie wohldurchdacht sind. Er würde auch lieber mit einem kaputten Knie leben, als es von einem Zimmermann operieren lassen.

Am 28. Februar hält Trump vor dem US-Kongress eine mit Spannung erwartete Rede. Ich weiß nur nicht, was dabei an neuer Phantasie auf den Tisch kommen könnte, um Aktienkurse noch weiter anzutreiben. Die drei treibenden Kräfte der Trump-Rallye sind überstrapaziert – Steuersenkungen, Infrastruktur-Anreize, Deregulierung. Allmählich wird klar, dass noch einige Zeit bis zur Umsetzung vergehen wird. Und dann müssen die Vorhaben auch noch greifen.

In der zurückliegenden Woche haben sich in den Finanzmärkte unter Intermarket-Aspekten einige beachtenswerte Dinge getan. [Gold ist bis in den kritischen Bereich von 1250 vorgestossen](#), TBonds waren zuletzt deutlich gesucht, die Renditen sind gesunken. Die Tendenzen zur Konvergenz von S&P 500 und VIX sind stärker geworden, das weist üblicherweise auf Instabilitäten hin. Meine (täglich auf der [Startseite](#) aktualisierten) aggregierten Marktindikatoren haben am zurückliegenden Freitag von einem sehr bullischen Verhältnis von 76:0 einen Rückzug auf 57:0 (bullischer zu bärischer Anteil in Prozent) angetreten. Von Seiten der Volumenentwicklung ist seit Anfang Februar Tempoverlust zu vermenden (rote Linie im mittleren Chart).



Der S&P 500 scheint an Aufwärtsdrang einzubüßen, wie man im Kurs-Chart sehen kann. Ein zuletzt erzeugtes Gap-up dürfte auf „Erschöpfung“ hindeuten. Dies signalisieren auch andere Indikatoren. Zwar wurden in den zurückliegenden Tagen intraday-Verluste gekauft, solche Schnäppchenjäger sind aber auch die ersten, die kalte Füße bekommen, wenn der Index nicht weiter hoch läuft. Das ist üblicherweise eine Situation, in der es ohne neue Aufwärts-Phantasie unvermittelt zu heftigen Einbrüchen kommen kann. Wenn der Bull-Run übergeordnet intakt ist, werden diese aber recht bald wieder gekauft. Zweifel über seinen Fortbestand sind so lange unbegründet, so lange das Niveau von rund 2190 nicht gebrochen wird ([Chartquelle](#)).



Allmählich kehrt bei den Aktionären in den USA (und anderswo) Ernüchterung ein. Es spricht sich herum, dass noch einige Zeit vergeht, bis die Pläne der Trumponomics umgesetzt werden und greifen. Am 28. Februar hält Trump eine Rede vor dem US-Kongress. Man darf gespannt sein, ob er es schafft, der bullischen Phantasie neue Nahrung zu geben.

Nachtrag:



(1.3.17) Die Rede von Trump brachte keine konkreten Details hinsichtlich Umsetzung seiner angekündigten Vorhaben. Er feierte die vorgeblichen Erfolge seiner erst vierzig Tage andauernden Amtszeit. Ungewohnt war sein vergleichsweise versöhnlicher Ton. Das liegt aber auf einer Linie damit, dass er schon seit einiger Zeit hinsichtlich seiner protektionistischen Linie Kreide frisst. Trump braucht den Kongress zur Durchsetzung seiner Pläne und seine eigene Partei steht nicht geschlossen hinter ihm. Nach dem Auftritt ist vor dem Auftritt. Seine Kritiker dürften nicht umgestimmt worden sein. Und Trump wird sich noch eine zeitlang "präsidential" geben müssen.