

Politisch heiße Eisen, wohin man schaut

Die Märkte sind im Wahlfieber. Um davon zu profitieren, ist es hilfreich, einen Blick auf die eine Wahl des Jahres 2024 zu werfen, der nur wenige Anleger große Aufmerksamkeit schenken.

In Kürze

- Wahlen sind zu einem zentralen Thema auf dem Markt für 2024 geworden. Dies spiegelt teilweise die Ängste der letzten Jahre wider.
- Mittelfristig erwarten wir, dass die Aktienmärkte der Industrieländer zu der Normalität zurückkehren, die vor 2016 bestand.
- Wir gehen davon aus, dass die Aktienkurse wieder hauptsächlich auf unternehmensspezifischen Informationen und nicht auf politischen Überlegungen basieren werden.



Björn Jesch
Global Chief Investment Officer

Lange bevor der aktuelle US-Wahlkampf richtig in Gang kam, haben wir Wahlen als ein zentrales Marktthema für 2024 bestimmt. Schon in unserem Jahresausblick argumentierten wir, dass 2024 wahrscheinlich ein ungewöhnlich politisches Jahr werden würde, in dem die Märkte den Wahlausgängen ungewöhnlich viel Aufmerksamkeit schenken würden. Kürzlich haben wir unsere Erwartungen für die kommenden zwölf Monate aktualisiert. Damit scheint jetzt ein guter Zeitpunkt gekommen zu sein, um eine Bestandsaufnahme der bisherigen Erkenntnisse bezüglich politischer „hot topics“ vorzunehmen.

Wie aufmerksame Beobachter schon frühzeitig festgestellt haben, ist das laufende Jahr in Bezug auf den Anteil der Menschen, die ihre Stimme abgeben, atypisch.¹ Denn mehr als vier Milliarden Menschen, d. h. mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung, werden oder waren dieses Jahr wahlberechtigt.² Je nach genauer Definition sind das mehr als jemals zuvor innerhalb eines Jahres.³ Sowohl die Feststellung des größten

Wahljahres aller Zeiten als auch die scheinbar pedantische Definitionssuche sind bemerkenswert.

Aus Sicht der Märkte muss betont werden, dass das laufende Jahr in Bezug auf Wahlstimmen, keineswegs neu war. Der Anteil der Weltbevölkerung, der in freien und fairen Wahlen seine Stimme abgeben konnte, hat wohl irgendwann zwischen den frühen 1990er Jahren und der Finanzkrise 2008/2009 seinen Höhepunkt erreicht.⁴ Das letzte Mal, dass die Wahlen zum Europäischen Parlament mit den Präsidentschaftswahlen sowohl in den USA als auch in der Russischen Föderation zusammenfielen, war beispielsweise 2004.⁵

Was macht das Jahr 2024 also so besonders, dass wir bereits im November 2023 Wahlen als ein zentrales Thema genannt hatten? Das liegt nur zum Teil daran, dass die US-Präsidentschaftswahlen auf der Liste stehen. Diese sind in der Regel immer große Nachrichtenergebnisse, zu denen jeder eine Meinung hat. Aber um ehrlich zu sein, war das Marktinteresse vor 2016 eher begrenzt und konzentrierte sich auf die

¹ Einen nützlichen Überblick bietet der ständig aktualisierte Online-Wahlbericht „Elections tracker 2024: every vote and why it matters“, The Guardian, mit einer Vorschau auf die bevorstehenden Wahlen und Momentaufnahmen der Ergebnisse. Elections tracker 2024: every vote and why it matters | World news | The Guardian

² The Economist, 13. November 2023, „Graphic detail: 2024 is the biggest election year in history - But there is more to democracy than voting“. 2024 is the biggest election year in history | The Economist

³ Um zu diesem Ergebnis zu kommen, muss man die Kommunalwahlen ausklammern, aber Ereignisse wie die Wahlen zum Europäischen Parlament (EP) einbeziehen, als ob es sich um allgemeine Wahlen in jedem der 27 Mitgliedstaaten der Europäischen Union handelte, sowie Wahlen, die in Ländern mit autoritären oder halbautoritären Regierungen weder frei noch fair sind.

⁴ Natürlich machen hybride, halb-autoritäre Regime, die Elemente der Demokratie und des Autoritarismus kombinieren, solche Berechnungen schwierig, nicht zuletzt, weil Wahlveranstaltungen nicht unbedingt frei und fair sein müssen, um als Brennpunkte für Regime-wechsel zu dienen. Siehe z. B. Hale, H. (2015) Patronal Politics: Eurasian Regime Dynamics in Comparative Perspective. (Problems of International Politics.) New York: Cambridge University Press.

⁵ Selbst damals war Wladimir Putin kaum der „makellose Ausbund an Demokratie“, dem einige europäische Politiker wie der damalige deutsche Bundeskanzler Gerhard Schröder zu vertrauen und mit dem sie Geschäfte zu machen glaubten; aber die Wahlen selbst waren in vielen der elf Zeitzonen Russlands noch weitgehend frei (wenn auch kaum fair, wenn man bedenkt, dass Putin die Massenmedien bereits stärker im Griff hatte, insbesondere nach der Verhaftung von Michail Chodorkowski im Oktober 2003 und dem zunehmenden Druck auf Unternehmen, die Finanzierung von Oppositionskandidaten im Vorfeld der Duma-Wahlen im Dezember 2003 einzustellen).

Endphase des Wahlkampfes sowie die unmittelbare Zeit danach. 2016 war das Jahr des Brexit-Referendums im Vereinigten Königreich und des überraschenden und eher zufälligen Wahlsiegs von Donald Trump.⁶ Seit 2016 ist das Interesse der Anleger an Wahlereignissen in entwickelten Demokratien generell recht hoch.

Um das anhaltende, historisch ungewöhnliche Maß an Aufmerksamkeit des Marktes für die Wahlpolitik besser zu verstehen und um abzuschätzen, wie lange es anhalten könnte, ist es ein wirksamer Ansatz, auf ein Wahlereignis zurückzugreifen, das sowohl bei Experten als auch bei Marktanalysten weitaus weniger Aufsehen erregte – die britischen Parlamentswahlen vom Juli 2024. Insgesamt war dies ein Rückfall in eine Ära der britischen Politik vor 2016, wobei der Wahlsieg der Labour-Partei von 1997 ein besonders treffender Vergleich ist. Es wurde allgemein vorhergesagt, dass eine unpopuläre, langjährige konservative Regierung verlieren würde, und das tat sie auch. Das britische Mehrheitswahlrecht, das die Schwankungen im Unterhaus verstärkt, verschaffte der neuen Regierung eine übergroße Mehrheit, obwohl verschiedene Umfragen während beider Wahlkampagnen darauf hindeuteten, dass die Erwartungen der Wähler an das neue Team eher gering waren. Der Wahlsieg der Labour-Partei folgte auf Jahre der Mäßigung, nachdem sie in die politische Bedeutungslosigkeit verbannt worden war. Doch obwohl das neue Kabinett viel Zeit zur Vorbereitung hatte, war es bald in Skandale verwickelt und sah sich mit Vorwürfen der Korruption in der Regierung konfrontiert.⁷

Und die Märkte? Nun, lange vor Beginn der Abstimmung hatten Aktienanleger signalisiert, dass sie die Aussichten auf eine langweiligere, vorhersehbarere Politik durchaus begrüßten. Während und nach den Turbulenzen der Brexit-Jahre wurden britische Aktien im Vergleich zu ihren Pendanten zunehmend unterbewertet. Zwar gibt es eine gesunde Debatte darüber, inwieweit die Underperformance des Londoner Aktienmarktes auf politische Faktoren zurückzuführen ist, doch wird sie auch von strukturellen Faktoren beeinflusst, wie z. B. der Sektorzusammensetzung der wichtigsten Londoner

Indizes.⁸ Zur britischen Unterhauswahl 2024 selbst fielen die Marktreaktionen gemächlich und moderat aus. Stattdessen richtete sich die Aufmerksamkeit der politisch interessierten Marktkenner schnell auf die andere Seite des Ärmelkanals, nach Frankreich. Der unerwartete Aufruf von Präsident Emmanuel Macron zu Parlamentswahlen kam nach den herben Verlusten seiner Verbündeten bei den Wahlen zum Europäischen Parlament.⁹ Die Nachricht von der vorgezogenen Wahl zur Nationalversammlung, der dominierenden Kammer des Parlaments, löste starke Abverkäufe von französischen Aktien und Anleihen aus, insbesondere zwischen der ersten Runde mit geringer Wahlbeteiligung und der entscheidenden zweiten Runde mit viel höherer Beteiligung.¹⁰ Danach kamen die Aktienanleger schnell zu der Einsicht, dass sich eigentlich gar nicht so viel geändert hatte, während die Anleiheinvestoren weiterhin über die längerfristigen Aussichten für die französischen Staatsfinanzen besorgt waren.¹¹

All dies ist typisch dafür, wie Märkte über Politik „denken“. Eine Analogie dazu wären Ansätze der künstlichen Intelligenz (KI), die sich ebenfalls auf die Mustererkennung stützen. Wenn beispielsweise Marktteilnehmern eine repräsentative Stichprobe von Mustern für bestimmte Probleme, die entscheidend genug sind, um Gewinne zu erzielen, zur Verfügung gestellt wird, zeigen sie sich oft erstaunlich kompetent in Prognosen. Mit der Zeit werden Märkte und maschinelle Lerntechniken immer zuverlässiger darin, zukünftige Ereignisse basierend auf Erfahrungen aus der Vergangenheit vorherzusagen. Voraussetzung ist allerdings, dass die Zukunft der jüngsten Vergangenheit ausreichend ähnelt. Weichen diese Bedingungen jedoch ab, können konventionelle Marktweisheiten genauso ungenau oder unsinnig sein wie die KI-Halluzinationen selbst eines hochmodernen Large Language Models (LLM). Dies kann beispielsweise passieren, weil es einfach keine Möglichkeit oder Motivation gibt, aus Vorhersagefehlern zu lernen.

Der Schlüssel liegt darin, sowohl über angemessene Daten als auch über geeignete Feedbackschleifen zu verfügen, damit Marktteilnehmer Muster erkennen und bewerten können. Wie Friedrich August von Hayek bemerkte, können Märkte

⁶ Zu letzterem siehe unsere früheren Veröffentlichungen, wie DWS, 16. Februar 2024, „Aufbruch ins Unerwartete“. Die Wahlergebnisse sowohl aus 2016 als auch 2020 zeigen, wie schwierig eine Rückkehr ins Weiße Haus für Donald Trump werden dürfte.“ Aufbruch ins Unerwartete (dws.com)

⁷ Zu den Skandalen während Tony Blairs erstem Ministerium siehe BBC, 30. Dezember 2021, „Sleaze claims worried Blair aides, files show“ (bbc.com); zu den bisherigen Schwierigkeiten der neuen Regierung von Sir Keir Starmer siehe z.B. The Economist, 7. Oktober 2024, „The Sue Gray saga casts doubt on Keir Starmer’s managerial chops: Faith in the prime minister’s technocratic credentials has been tested.“ The Sue Gray saga casts doubt on Keir Starmer’s managerial chops (economist.com)

⁸ Siehe z.B. Financial Times, 5. Juli, „Investors welcome more ‘boring’ UK after landslide win: Market insouciance to electoral result is the greatest form of flattery for Starmer“ Investors welcome more ‘boring’ UK after landslide win; und Financial Times, 24. Juli 2024, „Investors warm to UK equities in ‘turning of tide’ for unloved market: Fund managers including BlackRock, Allianz and Ruffer are betting political stability will boost London market.“ Investors warm to UK equities in ‘turning of tide’ for unloved market

⁹ DWS, 21. Juni 2024, Französische Verhältnisse: An den Märkten wie auch in der Politik sind Wahrnehmungen oft wichtiger als Tatsachen. Das erklärt die Nervosität an den Märkten wegen der Neuwahlen in Frankreich.“ Französische Verhältnisse (dws.com)

¹⁰ Siehe z. B. Financial Times, 25. Juli, „A tale of three very different elections: We’ve got a rare opportunity to compare the UK, US and French systems. What have we learnt?“ A tale of three very different elections; Siehe auch: Financial Times, Jul. 23, „France’s forgotten chamber makes its political comeback: Long eclipsed by the Élysée, the assembly that spawned the terms ‘left’ and ‘right’ now holds the key to policymaking.“ France’s forgotten chamber makes its political comeback (ft.com)

¹¹ Siehe z.B. The Economist, 6. Oktober, „Keeping up with the neighbours: How bond investors soured on France. How bond investors soured on France (economist.com)

verschiedenster Art fast wie „Zauberei“ wirken. Wie anders könnte man ihre bemerkenswerte kollektive Fähigkeit beschreiben, neue Informationen sowie oft implizites, auf Millionen von Menschen verteiltes Wissen zu erfassen und in Preissignale zu verdichten, die die Entscheidungsfindung leiten.¹² Es gibt weder a priori noch empirisch Grund zu bezweifeln, dass diese Marktmagie bei Politikprognosen genauso funktionieren kann wie bei Unternehmensereignissen. Von 1884 bis 1940 beispielsweise waren die Märkte für politische Wetten in den USA überaus liquide; und selbst in Abwesenheit zuverlässiger Meinungsumfragen leisteten sie bei 14 von 15 Präsidentschaftswahlen bemerkenswerte Arbeit, trotz der Merkwürdigkeiten des Wahlsystems der USA.¹³ Das Gleiche gilt für ein ähnliches Vorhersageproblem aus etwa derselben Zeit in einem anderen Schwellenland: Wie gut die Aktienmärkte insbesondere die Risiken aufgrund der politischen Gewalt im zaristischen Russland eingepreist hatten.¹⁴

Heutzutage sind die Märkte für politische Wetten aufgrund rechtlicher Beschränkungen insbesondere in den USA weder besonders breit noch liquide.¹⁵ Wie auf den herkömmlichen Finanzmärkten gibt es auf Wettmärkten in der Regel viele andere Themen, die die Teilnehmer berücksichtigen müssen. Darüber hinaus stellen die Seltenheit von Wahlen und die damit verbundene Unvorhersehbarkeit ihrer Ergebnisse eine große Herausforderung für die Entwicklung präziser Prognosefähigkeiten dar. Um in diesem Bereich erfolgreich zu sein, ist nicht nur umfassende Erfahrung über zahlreiche Wahlzyklen hinweg erforderlich, sondern auch ein tiefes Verständnis der Faktoren, die jedes einzelne Wahlereignis beeinflussen. Beispielsweise sind Wahlumfragen in Indien aufgrund der Heterogenität der riesigen indischen Wählerschaft, der politischen Voreingenommenheit der für die Durchführung von Umfragen zahlenden Nachrichtenagenturen sowie logistischer Probleme und rechtlicher Beschränkungen, die genaue Umfragen nahezu unmöglich machen, notorisch unzuverlässig. In Frankreich ist bekannt, dass die Wahlbeteiligung zwischen dem ersten und dem zweiten Wahlgang manchmal dramatisch ansteigt, was zu sehr unterschiedlichen Wählerschaften führt. Dennoch

kommt es immer wieder vor, dass Marktkommentatoren frühe Umfragetrends aufgreifen, um die ohnehin gängige Meinung der Anleger zu bestätigen - nur um dann am Wahltag überrascht zu werden. Dieses Jahr bildeten Frankreich und Indien keine Ausnahme, und auch viele andere Beispiele wie Südafrika zeigen, wie schwierig es manchmal ist, die Auswirkungen auf die Märkte richtig zu interpretieren, selbst wenn die Ergebnisse bereits vorliegen, die Koalitionsbildung aber noch aussteht.¹⁶

Die daraus resultierenden Muster an den Märkten, die Generationen von Anlegern aufgrund ihrer Erfahrungen vor 2016 zu erwarten gelernt hatten, basierten auf ihren Erfahrungen vor den marktbewegenden Überraschungen namens Trump und Brexit. Die Märkte waren damals gewöhnt, eine scharfe Trennung zwischen der Politik in Schwellen- und Industrieländern zu ziehen. Wie bereits Ende der 1990er Jahre in einer wissenschaftlichen Arbeit argumentiert wurde, scheint es systematische Unterschiede in der Art und Weise zu geben, wie politische Ereignisse jeweils wahrgenommen werden, je nachdem ob es ein Schwellen- oder Industrieland ist.¹⁷ Um es etwas zu vereinfachen: Reife Demokratien befinden sich in der Regel in recht wohlhabenden Ländern, die über eine Reihe anderer Institutionen wie unabhängige Gerichte, funktionierende Rechtssysteme, eine lebendige, unabhängige Presse und zahlreiche Privatunternehmen verfügen. Was auch immer eine neue Regierung beschließt, kann durchaus von der nächsten Regierung wieder rückgängig gemacht werden. Infolgedessen zahlt es sich für die Anleger aus, Aktien hauptsächlich auf der Grundlage unternehmensspezifischer Informationen zu bewerten, was dazu führt, dass die Bewegungen der einzelnen Aktienkurse weniger stark mit dem Gesamtmarkt korrelieren. Mit zunehmender Reife der Märkte nehmen die Korrelationen tendenziell weiter ab (wie dies in den USA während eines Großteils des 20. Jahrhunderts der Fall war). In Ländern, in denen die Gesetze zum Schutz der Eigentumsrechte von Anlegern sowie das Rechtssystem schwach sind und die Regierungen relativ anfällig für Korruption und politisches Rent-Seeking, steht bei Wahlen deutlich mehr auf dem Spiel.

¹² Hayek, Friedrich (1945), „The Use of Knowledge in Society“, *American Economic Review*, XXXV, Nr. 4, S. 519-30

¹³ *The Economist*, June 11, 2024, „Betting markets are useful when politics is chaotic: Why, then, are they largely outlawed in America?“ Betting markets are useful when politics is chaotic (economist.com)

¹⁴ Hartwell, Christopher, „Political violence and financial markets in Tsarist Russia.“ *Financial History Review*, 2023;30(2):231-275. doi:10.1017/S0968565023000057

¹⁵ Nate Silver, der erfahrene US-Wahlprognostiker und Statistiker, argumentiert in seinem jüngsten Buch: „Präsidentschaftswahlen sind einzigartig [unter den Wettmöglichkeiten], weil es viel weniger Menschen gibt, die als professionelle Handicapper arbeiten, als im Sport. Umgekehrt gibt es eine Menge Leute, die eine starke Meinung über Politik haben. Das Verhältnis von öffentlichem Geld zu intelligentem Geld ist also sehr hoch“, was für geschickte Wettende, die in der Lage sind, tatsächlich Wetten zu platzieren, potenziell profitable Möglichkeiten schafft. Siehe Nate Silver (2024), „On the Edge: The Art of Risking Everything“, Penguin Press, S. 182 (Kursivschrift im Original). Allerdings ist zu beachten, dass sich dies aufgrund jüngster Gerichtsurteile ändern und die Situation im Jahr 2028 ganz anders aussehen könnte. Für den Moment würden wir jedoch nicht empfehlen, zu viel in sich ändernde Wettquoten hineinzuinterpretieren. Zu den jüngsten rechtlichen Entwicklungen siehe: *Financial Times*, Oct. 15, „US election bets surge after court lifts ban: Traders on prediction markets narrowly favour a Trump victory over Harris next month.“ US election bets surge after court lifts ban

¹⁶ Zu Südafrika und wie sich die Stimmung in den letzten Monaten verändert hat, siehe *The Economist*, 7. Oktober 2024, „Off to a good start: South Africa's coalition government has improved the vibes. Now for the hard part.“

¹⁷ Randall Morck, Bernard Yeung und Wayne Yu (2000) „The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have So Little Firm-Specific Risk?“, in: *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1-2, S. 215-260

Besonders besorgniserregend wird dies, wenn das Risiko eines Abgleitens in den Autoritarismus oder ein hybrides Regime nicht ausgeschlossen werden kann.

Um es auf den Punkt zu bringen: In den letzten Jahren haben sich die Märkte in Großbritannien und einigen anderen reifen Demokratien eher wie Schwellenländer entwickelt. Da die

Politik nun wieder langweiliger wird, erwarten wir eine Rückkehr zu den Normen von vor 2016, bei der es sich für Anleger lohnen könnte, der Politik wieder weniger Aufmerksamkeit zu schenken. Die Präsidentschaftswahlen in den USA im Jahr 2024 werden natürlich ein weiterer wichtiger Testfall für diese These sein. Dazu ein andermal mehr.

Glossar

Künstliche Intelligenz

Theorie und Entwicklung von Computersystemen, die in der Lage sind, Aufgaben zu erfüllen, die normalerweise menschliche Intelligenz erfordern

Brexit

Kunstwort bestehend aus „Britain“ und „Exit“ zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

European Parliament

Eines der gesetzgebenden Organe der Europäischen Union und ist eine ihrer sieben Institutionen.

Labour Party

genannt „Arbeitspartei“; ist eine der drei größten politischen Parteien im Vereinten Königreich und hat eine Mitte-links-Orientierung

Wichtige Hinweise

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Unterlagen ausgewiesen. DWS, durch die DWS Group GmbH & Co. KGaA, ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre leitenden Angestellten und Mitarbeiter (zusammen „DWS“) teilen dieses Dokument in gutem Glauben und auf den nachfolgenden Grundlagen.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informations- und Diskussionszwecken und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zum Abschluss eines Geschäfts dar und darf nicht als Anlageberatung betrachtet werden.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingmitteilung und nicht um eine Finanzanalyse. Dementsprechend erfüllt es möglicherweise nicht die rechtlichen Verpflichtungen, die die Unparteilichkeit von Finanzanalysen vorschreiben oder den Handel vor der Veröffentlichung einer Finanzanalyse verbieten.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann.

Dieses Dokument enthält Prognosen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Wertentwicklungen. Prognosen beinhalten, jedoch nicht begrenzt auf, Annahmen, Schätzungen, Projektionen, Meinungen, hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht korrekt herausstellen können.

DWS ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, modifizieren oder zu ergänzen oder den Empfänger anderweitig zu benachrichtigen, sofern sich eine hierin enthaltene Aussage oder eine hierin enthaltene Meinung, Projektion, Vorhersage oder Schätzung ändert oder nachträglich unzutreffend wird.

Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden aus für zuverlässig gehaltenen Quellen generiert. Alle Daten Dritter sind Eigentum des jeweiligen Anbieters und von diesem urheberrechtlich geschützt.

Investitionen unterliegen Risiken. Detaillierte Informationen zu den Risiken sind in dem jeweiligen Verkaufsprospekt enthalten.

DWS erbringt weder eine Rechts- noch eine Steuerberatung.

Dieses Dokument darf ohne schriftliche Bestätigung der DWS nicht vervielfacht oder weiterverbreitet werden.

Dieses Dokument richtet sich nicht an natürliche oder juristische Personen, die Staatsbürger oder Einwohner eines Ortes, Bundesstaates, Landes oder einer anderen Gerichtsbarkeit, einschließlich der Vereinigten Staaten, sind oder dort ansässig sind oder sich dort befinden, wenn eine solche Verbreitung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen Gesetze oder Vorschriften verstoßen würde oder die DWS einer Registrierungs- oder Lizenzierungspflicht in dieser Gerichtsbarkeit unterwerfen würde, die derzeit in dieser Gerichtsbarkeit nicht erfüllt ist. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind verpflichtet, sich über solche Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

© 2024 DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Stand: 25.10.2024; 103288_1 (10/2024)