

# REFLEXIONEN Q3-19



**BERGOS  
BERENBERG**



- 3 **Executive Summary**
- 4 **Hausmeinung – Kapitalmärkte**
- 5 **Volkswirtschaft** *Geldpolitik stützt die Konjunktur*
- 8 **Aktien** *Verhalten-optimistisch in die zweite Jahreshälfte*
- 13 **Anleihen** *Anleihenmärkte zwischen Feierlaune und Vorsicht*
- 18 **Alternative Investments**  
*Robstoffmärkte am Puls der Weltkonjunktur*
- 21 **Schweizer Aktienmarkt**  
*Allzeithoch der Schweizer Aktien auf wackeligen Beinen*
- 25 **US-Wahl 2020**  
*US-Wahl birgt Gefahren für die Kapitalmärkte*
- 28 *Impressum*





# Executive Summary



## Liebe Leserinnen und Leser,

das Spannungsfeld zwischen Risiken und Chancen hat sich an den Kapitalmärkten weiter verschärft. Der aufflammende Handels- und Wirtschaftskrieg zwischen den USA und China trägt wesentlich zum erhöhten Risikoempfinden bei und die seit geraumer Zeit anhaltenden politischen Risiken, wie z.B. Brexit, belasten zusätzlich die Stimmung.

Im Gegenzug setzen die wichtigsten Zentralbanken deutlich positive Akzente für die Kapitalmärkte. Moderate bis tiefe Inflationszahlen ermöglichen eine zunehmend expansive Geldpolitik. Allen voran erwarten wir von der US Fed zwei Zinssenkungen in diesem Jahr. Auch die Europäische und Chinesische Zentralbank versorgen Wirtschaft und Kapitalmärkte mit frischen Liquiditätsspritzen.

Die veränderte Geldmarktpolitik hatte bereits erheblichen Einfluss auf die Renditen von Staatsanleihen auf beiden Seiten des Atlantiks. Der aktuelle Rückgang trübt den Ausblick für zukünftige Renditen aus dem Obligationenmarkt ein. Die Nutzung selektiver Opportunitäten ist in diesem Segment wichtiger denn je.

Für den Aktienmarkt ergibt sich aus dem Mix von positiven und negativen Signalen eine ausgewogene Einschätzung. Regional bleiben US Aktien unsere erste Wahl. Die globale

Wachstumsabkühlung, verbunden mit dem eskalierenden Handelskrieg zwischen den USA und China, lässt unseren aktuellen Ausblick für Schwellenländeraktien allerdings etwas eintrüben.

Vor dem Hintergrund der Unsicherheiten in der Eurozone legen wir in dieser Ausgabe ein besonderes Augenmerk auf den Schweizer Aktienmarkt. Unser Spezialist für Schweizer Aktien, Sven-Erik Schipanski, erörtert in seinem Gastbeitrag die Chancen und Risiken an unserem lokalen Markt.

Als weiteres Sonderthema greifen wir den bereits begonnen Wahlkampf für das US-Präsidentschaftsamt auf. Unser Aktienstratege, Till Christian Budelmann, ordnet in einem ersten Überblick ein, welche Kandidaten positive oder negative Boten für die weitere Wirtschaftsentwicklung wären.

Für Gold sind rückläufige Renditen grundsätzlich positiv. Insbesondere vor dem Hintergrund der nachlassenden Wirtschaftsdynamik bleibt Gold eine sinnvolle Beimischung und könnte von Kursgewinnen profitieren.

Ergänzend zu unseren schriftlichen Analysen haben wir auf der nächsten Seite unsere Kapitalmarktmeinung für Sie zusammengefasst.

Ich wünsche Ihnen viel Spass beim Lesen und verbleibe mit freundlichen Grüßen,

MAXIMILIAN HEFELE  
*Leiter Vermögensverwaltung*



# Hausmeinung - Kapitalmärkte

Hausmeinung	--	-	o	+	++
<b>Aktien</b>	○	○	●	○	○
<b>Nordamerika</b>	○	○	○	●	○
Zyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Nichtzyklische Konsumgüter	○	●	○	○	○
Energie	○	○	○	●	○
Finanzdienstleistung	○	○	○	●	○
Gesundheitssektor	○	○	○	●	○
Industrie	○	○	○	●	○
Technologie	○	○	●	○	○
Materialien	○	○	●	○	○
Immobilien	○	○	●	○	○
Telekom	○	○	●	○	○
Versorger	○	○	●	○	○
<b>Europa</b>	○	○	●	○	○
Zyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Nichtzyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Energie	○	○	○	○	○
Finanzdienstleistung	○	○	○	●	○
Gesundheitssektor	○	○	○	○	○
Industrie	○	○	○	○	○
Technologie	○	○	○	○	○
Materialien	○	○	○	○	○
Immobilien	○	○	○	○	○
Telekom	○	○	○	○	○
Versorger	○	○	○	○	○
<b>Schwellenländer</b>	○	●	○	○	○

Hausmeinung	--	-	o	+	++
<b>Fixed Income</b>	○	●	○	○	○
<b>Währung: US-Dollar</b>	○	○	○	●	○
Duration	○	○	●	○	○
Staatsanleihen	○	○	○	●	○
Unternehmensanleihen	○	○	○	○	○
Finanzanleihen	○	○	○	○	○
Senior	○	○	○	○	○
Nachrang	○	○	○	○	○
Hochzinsanleihen	○	○	○	○	○
<b>Währung: Euro</b>	○	●	○	○	○
Duration	○	●	○	○	○
Staatsanleihen	○	●	○	○	○
Kern	○	○	○	○	○
Peripherie	○	○	○	○	○
Unternehmensanleihen	○	○	○	○	○
Finanzanleihen	○	○	○	○	○
Senior	○	○	○	○	○
Nachrang	○	○	○	○	○
Hochzinsanleihen	○	○	○	○	○
<b>Schwellenländer</b>	○	○	○	○	●
Hartwährung	○	○	○	○	○
Lokalwährung	○	○	○	○	○

Hausmeinung	--	-	o	+	++
<b>Alternative Investments</b>	○	○	○	●	○
<b>Rohstoffe</b>	○	○	○	●	○
Energierohstoffe	○	○	○	○	○
Industriemetalle	○	○	○	○	○
Edelmetalle	○	○	○	○	○
<b>Hedge Fund Strategien</b>	○	○	○	○	○
Long/Short	○	○	○	○	○
Relative Value	○	○	○	○	○
Macro	○	○	○	○	○
Event Driven	○	○	○	○	○
<b>Wandelanleihen</b>	○	○	○	○	○
<b>Immobilien</b>	○	○	○	○	○



# Geldpolitik stützt die Konjunktur

DR. HOLGER SCHMIEDING  
*Chefvolkswirt*



- **Konjunktur: Welthandel und Industrie schwächeln weiter**
- **Der neue Handelsstreit zwischen China und den USA verzögert den erneuten Aufschwung in der Industrie**
- **China legt Stimulus auf, Zentralbanken stützen Konjunktur**

## Die industrielle Rezession geht vorerst weiter

Eine Serie von politischen Krisen und externen Schocks hat die Konjunktur in Europa und Ostasien aus dem Tritt gebracht. Neben den US-geschürten Handelsspannungen lastet auch die Wachstumsschwäche in China weiterhin auf der Stimmung der Unternehmen. Von März bis Mai gab es zwar viele Anzeichen für ein baldiges Ende der industriellen Rezession, allerdings hat die unerwartete Eskalation des Handelskrieges zwischen den USA und China Anfang Mai das Risiko erhöht, dass die industrielle Schwäche über den Sommer anhalten kann. Kurzfristig müssen wir uns auf weitere schlechte Nachrichten einstellen.

Zum Jahresbeginn hat die Konjunktur in der westlichen Welt die Erwartungen übertroffen. Dazu haben einige Sondereffekte wie der milde Winter in weiten Teilen Europas sowie das späte Osterfest beigetragen. Diesmal fiel

ein grösserer Teil der Werksferien als üblich in den April, also ins zweite Quartal, statt in den März. Für das zweite Quartal dürften die Zahlen in Europa entsprechend schlechter ausfallen.

Nach einem starken 2018 und einem guten Start ins Jahr 2019 verliert auch die US-Konjunktur derzeit an Schwung. Vor allem im verarbeitenden Gewerbe zeigen sich deutliche Brems Spuren, die auf den Handelsstreit mit China zurückgehen. Dagegen deuten die soliden Zuwächse der Realeinkommen der privaten Verbraucher darauf hin, dass die US-Wirtschaft auch 2019 ein Wachstum von etwa 2,4% erreichen kann.

Für nahezu alle Länder der westlichen Welt gilt, dass die vor allem binnenwirtschaftlich ausgerichteten Dienstleistungen den ausserwirtschaftlichen Stürmen weitgehend trotzen. Wir erwarten, dass die Industrie sich im Herbst 2019 langsam erholen kann. Dann kann sich die ungewöhnliche Kluft zwischen



### Kredite an Haushalte und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors

jährliche Veränderungsrate in %

Zeitraum: 01.01.2016–31.05.2019

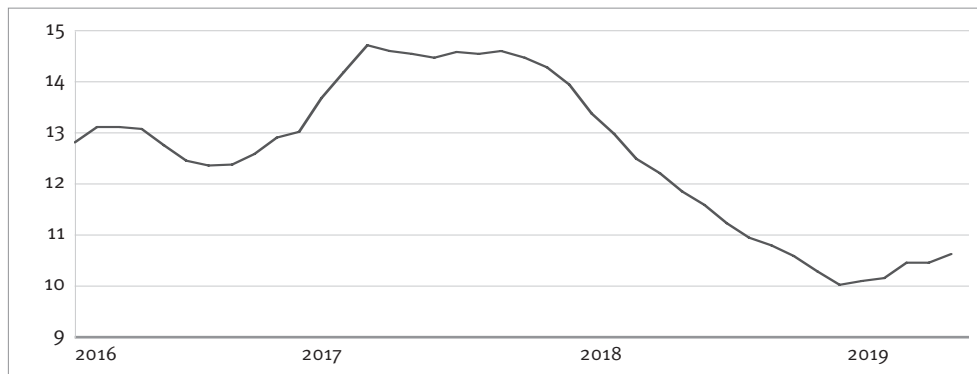


Abb. 1

Quelle: PBoC.

der derzeit schwächelnden Industrie und den robusteren Dienstleistungen wieder langsam schliessen.

#### Trump hält die Welt in Atem

Damit die Konjunktur in der westlichen Welt insgesamt wieder etwas Fahrt aufnehmen kann, müssen zwei Bedingungen erfüllt sein: **Erstens** müssen die Handelsspannungen wieder abnehmen. Ob sich die USA und China nach der jüngsten Eskalation bereits in den kommenden Monaten auf Teilabkommen einigen können, ist ungewiss. Aber an einer weiteren Eskalation dürften beide Seiten angesichts einer weniger robusten Konjunktur kaum ein Interesse haben. Im für Europa und den Welthandel noch wichtigeren Streit zwischen den USA und der EU deutet die zusätzliche Frist bis Mitte November, die Trump für Verhandlungen mit der EU angesetzt hat, darauf hin, dass er einen Handelskrieg mit der EU vermeiden möchte. Für einen Präsidenten, der im kommenden Jahr wiedergewählt werden möchte, macht das Sinn. Denn da die USA dreimal mehr in die EU als nach China

ausführen, könnte die EU im Fall des Falles so hart gegen US-Automobilzölle zurückschlagen, dass damit die Wahlchancen Trumps schwinden könnten. Wir rechnen deshalb damit, dass beide Seiten zwar lange, hart und lautstark verhandeln werden, es aber nicht auf einen echten Handelskrieg ankommen lassen werden.

**Zweitens** muss China seine ausgeprägte Konjunkturschwäche überwinden. Die Weichen dafür hat Beijing bereits gestellt. Die geld- und kreditpolitischen Schritte von Ende 2018 werden langsam in einer etwas lebhafteren Kreditvergabe sichtbar (siehe Grafik). Anfang März hat China zudem angekündigt, Steuern zu senken (um etwa 2 % der Wirtschaftsleistung), die Kreditvergabe weiter zu lockern und die Infrastrukturausgaben wieder zu erhöhen. Sollte der neue Streit mit den USA die chinesische Konjunktur hart treffen, dürfte China in Kürze einen weiteren Stimulus auflegen. Da solche Programme aber erst zeitverzögert wirken, rechnen wir damit, dass Chinas Konjunktur erst im Herbst neuen Schwung gewinnt.



### Politische Risiken in Europa

Bei den Wahlen zum europäischen Parlament ist den Rechtspopulisten trotz leichter Gewinne nicht der Durchmarsch gelungen, den manche Beobachter befürchtet hatten. In Frankreich hat Marine Le Pen sogar schlechter abgeschnitten als vor fünf Jahren. Das Risiko, dass die Populisten die europäische Politik nachhaltig stören könnten, bleibt gering. In Italien kann es zwar zu einem lautstarken Streit mit Brüssel über die Haushaltsregeln kommen, aber da Rom sich höhere Risikoaufschläge nicht lange leisten kann, würde Italien – wie im vergangenen Herbst – letztlich wohl nachgeben müssen.

### Schwenk der Notenbanken

In den USA und Europa nimmt der Lohn- und Preisdruck nur langsam zu. Deshalb sind die Kernraten der Inflation entweder sehr niedrig mit rund 1% in der Eurozone oder knapp mit etwa 1,6% in den USA spürbar unterhalb der angestrebten Rate von 2%. Die Notenbanken

können deshalb ihre Politik dem Ausblick auf die Konjunktur anpassen. Unter dem Eindruck unerwartet niedriger Inflationsraten und angesichts der Risiken, die sich aus Trumps Handelspolitik ergeben, haben die beiden wichtigsten Notenbanken der Welt bereits reagiert. Die US Fed wird das langsame Abschmelzen ihrer Bilanz bereits im Herbst dieses Jahres beenden. Zudem weisen ihre jüngsten Äusserungen darauf hin, dass sie ihre Zinsen bald senken könnte. Deshalb rechnen wir jetzt damit, dass die US Fed im Juli und Oktober 2019 ihre Zinsen jeweils um 0,25 Prozentpunkte reduzieren wird.

Die EZB bietet den Banken neue grosszügige Liquiditätsspritzen an. Zudem hat sie in Aussicht gestellt, dass sie im Herbst ihre Zinsen senken und ihre Anleihekäufe wieder aufnehmen könnte, sofern das Wachstum und die Kernrate der Inflation im Sommer unverändert niedrig bleiben sollten. Der Schwenk der Notenbanken grenzt die Abwärtsrisiken für die Konjunktur ein.



# Verhalten-optimistisch in die zweite Jahreshälfte

TILL CHRISTIAN BUDELMANN  
*Aktienstrategie*



- **Aktien derzeit nicht teuer, gegenüber Renten sogar regelrecht günstig**
- **Marktteilnehmer nicht überpositioniert, fehlende Euphorie als positiver Faktor**
- **Grösstes Renditepotenzial weiterhin für US-Aktien, gewisse Vorsicht gegenüber Schwellenländer-Aktien**

Nach einem erfreulichen Jahresstart an den globalen Aktienmärkten setzte sich der positive Trend im zweiten Quartal zunächst fort. Entgegen der Erwartungen konnte die Wirtschaft in den USA im ersten Quartal überraschend deutlich zulegen. Nachdem die globalen Gewinnprojektionen für 2019 zu Beginn des Jahres noch auf breiter Front nach unten korrigiert wurden, stabilisierten sich die Erwartungen über die letzten drei Monate (Ausnahme: Schwellenländer). Gebremst wurde die Aufwärtsbewegung der Kurse schliesslich von demjenigen Risiko-Szenario, dem wir stets die grösste Bedeutung für die globalen Aktienmärkte zugesprochen hatten: Einer erneuten Eskalation im Handelsstreit zwischen den USA und China. Mit Blick auf die Bewertungen und die Positionierung der Marktteilnehmer bleiben wir trotz anhaltender politischer Risiken verhalten-optimistisch für Aktien.

## **Aktien sind derzeit nicht teuer**

Globale Aktien sind gegenüber dem historischen Schnitt aktuell moderat bewertet, gegenüber Renten erscheinen sie sogar als regelrecht günstig (jeweils gemessen an den aktuellen Bewertungen mithilfe unseres Forward-P/E-Ansatzes).

Das P/E-Verhältnis (auf Deutsch »KGV« abgekürzt) ist das Ergebnis einer einfachen Rechnung: Der aktuelle Aktienkurs wird durch den letzten Jahresgewinn pro Aktie geteilt, den das Unternehmen erzielt hat. Daraus lässt sich ersehen, wie oft man den aktuellen Gewinn pro Jahr bezahlt, wenn man eine Aktie ins Portfolio nimmt. Das Forward-P/E ist eine Erweiterung dieses Ansatzes: Für die Berechnung werden nicht die zuletzt erwirtschafteten Unternehmensgewinne herangezogen, sondern die Gewinne, die für die Zukunft prognostiziert werden.



## AKTIEN

Für unsere Analyse ziehen wir den S&P 500 und den aktuell aus 2852 Titeln bestehenden MSCI All Country World Index (MSCI ACWI) heran. Aus der Rückschau auf die Spanne der vergangenen 20 Jahre ergibt sich beim MSCI ACWI: Als billig erachten wir ein Forward-P/E über zwölf Monate mit dem Wert 11, als teuer mit dem Wert 25. Extremwerte – wie einerseits kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase oder andererseits auf dem Höhepunkt der Finanzkrise – wurden dabei bewusst ausgeklammert. Aktuell haben wir einen Wert von knapp 15 ermittelt, der zu Anfang des Jahres zunächst sogar noch bei ungefähr 13 lag. Anfang 2018 war der Markt etwas höher bewertet, hier konnten wir einen Wert von knapp 17 ablesen, damit können globale Aktien derzeit im historischen Durchschnitt mit moderaten Bewertungen aufwarten.

Des Weiteren sollten die veränderten Gewichtungen innerhalb des MSCI ACWI bei der Analyse berücksichtigt werden: Sieht man sich die v.a. über das letzte Jahrzehnt veränderte Struktur des hoch gewichteten US-Anteils an, sind die massiven Verschiebungen in der Index-Zusammenstellung auffällig. Heute

handelt es sich bei den fünf größten Unternehmen durchgehend um hochmarginale Titel, namentlich Alphabet, Amazon, Apple, Facebook und Microsoft. Aufgrund des langjährigen und weiterhin prognostizierten Wachstums wird diesen Unternehmen als Gruppe auch ein höheres P/E beigemessen. Amazon zum Beispiel liegt aktuell bei einem Forward P/E-Wert von knapp 50. Dadurch kommt es zu einer strukturellen Verzerrung der Bewertung von US-Aktien insgesamt. Das Interessante dabei: Weil diese fünf Unternehmen inzwischen ein wichtiger Baustein im gesamten Index sind, liegt eine strukturelle Verzerrung in Richtung hoher P/E-Werte auf der Hand. Und trotzdem liegen die Bewertungen insgesamt unter dem historischen Schnitt.

### Bewertungen dürften tendenziell eher steigen

Wir gehen in Anbetracht der Attraktivität der Anlagealternativen davon aus, dass sich die Aktien-Bewertungen über die kommenden Quartale eher ausweiten werden. Je unattraktiver beispielsweise Anleihen sind, desto eher sollten Aktien im Kurs steigen. Die Bond-

### Globale Bewertungen anhand des S&P 500 Forward-KGVs und des MSCI ACWI Forward-KGVs

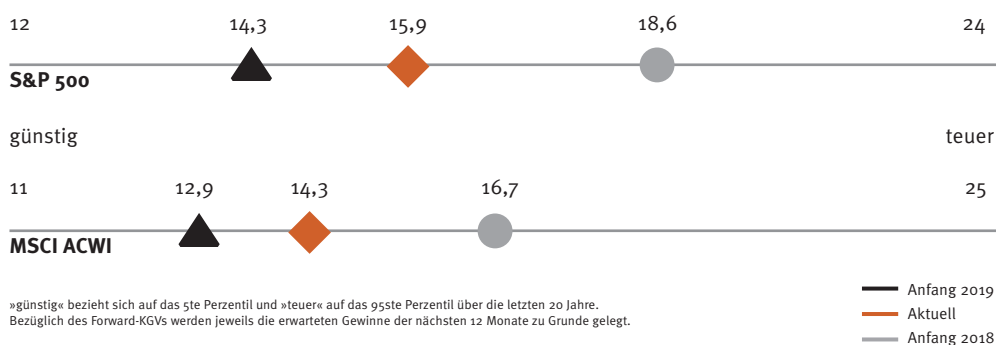


Abb. 2

Quelle: FactSet, MSCI, Daten per 31.05.2019



## AKTIEN

Yields notieren derzeit unter ihrem historischen Schnitt. Das würde eigentlich implizieren, dass Aktien-P/Es über ihrem historischen Schnitt notieren müssten – das tun sie aber nicht. Besonders relevant erscheint die Niedrigzinspolitik der Notenbanken, deren Zinsen, von der US-Notenbank (Fed) einmal abgesehen, um null tendieren. Doch auch mit Blick auf die Fed ist inzwischen mit Zinssenkungen über die nächsten zwölf Monate zu rechnen. Es besteht also nicht die Aussicht, dass Bonds perspektivisch lukrativer werden – was Aktien auf der anderen Seite grundsätzlich stützen sollte. Die relative Bewertung von Aktien gegen Bonds, bezogen auf die USA, näherte sich zuletzt dem Hochpunkt vom 24. Dezember 2018 als die Märkte ihren letzten Tiefpunkt erlebten. Das bedeutet: US-Aktien sind derzeit gerade im Vergleich zu Renten günstig bewertet.

Es gilt jedoch: Die P/E-Analyse basiert auf aktuellen Kursen und (im Jahresverlauf bereits abgesenkten) Analystenschätzungen. Inwieweit der Handelskonflikt die Gewinnaussichten weiter drücken, und damit einen Einfluss auf die globalen Aktienbewertungen haben wird, ist bislang noch nicht vollumfänglich abzusehen.

Der Hintergrund der moderaten Bewertungen ist nicht zuletzt im Stress zu sehen, dem die Marktteilnehmer sich durch den Handelskonflikt ausgesetzt sehen. So schockten Anfang Mai Tweets von US-Präsident Trump, dass kurzfristig nun doch drastischere Zollerhöhungen gegenüber China ins Haus stehen. Der Markt erlebte einen exogenen Schock, die Marktteilnehmer waren vorher fest davon ausgegangen, dass es bald zu einer Beilegung des Konflikts kommt.

Wenig Bedeutung messen wir hingegen dem Shiller-P/E zu, auch CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings-Ratio) genannt. Der Charme des Shiller-P/E besteht darin, dass die Bewertungsanalyse bereinigt um zyklische Einflussfaktoren erfolgt. Doch es gibt einen Nachteil gegenüber unserem Forward-P/E-Ansatz: Herangezogen werden nur die Gewinne der vergangenen zehn Jahre. Am Maßstab des Shiller-P/E gemessen, scheint der Aktienmarkt massiv überteuert – und das schon seit langem, nämlich über die gesamten vergangenen zehn Jahre hinweg. Wir werden bald jedoch in eine Phase kommen, in der das Shiller-P/E womöglich ganz anders aussehen wird, weil das Finanzkrisenjahr 2009 aus der Wertung fällt. Wenn demnächst die Jahre 2019 und 2020 in die Analyse mit einbezogen werden, sollte das Shiller-P/E fallen – mit dem Ergebnis, dass diejenigen, die sich nach dem Shiller-P/E gerichtet und damit den gesamten Aufwärtmarkt verpasst haben, laut Shiller dann aber vielleicht plötzlich vor einem vermeintlichen Kaufsignal stehen.

### **USA und Eurozone sektorneutral ähnlich bewertet**

In den USA haben sich die Unternehmensgewinne in den vergangenen zehn Jahren gut entwickelt, insbesondere im Vergleich zu Europa und dabei besonders in Relation zur Eurozone. Zwischen den beiden Aktienmärkten gibt es eben starke sektorale Unterschiede: Die High-Growth-, High-Margin-Unternehmen der USA sind aufgrund ihrer Gewinndynamik und ihrer hohen Innovationskraft High-P/E-Unternehmen mit Storys, die es im Euroraum so gar nicht gibt. Deshalb erscheint das P/E in der Eurozone nur optisch



## AKTIEN

deutlich niedriger als in den USA. Die sektorale Zusammensetzung von USA und Eurozone ist jedoch vollkommen unterschiedlich, deshalb sollte die Bewertung von Euro-Aktien gegenüber US-Titeln stets sektorneutral erfolgen. Vor diesem Hintergrund zeigt sich, dass beide Märkte gegeneinander derzeit ungefähr fair bewertet sind. Diese Aussage gilt ebenfalls für entwickelte Länder gegenüber Schwellenländern.

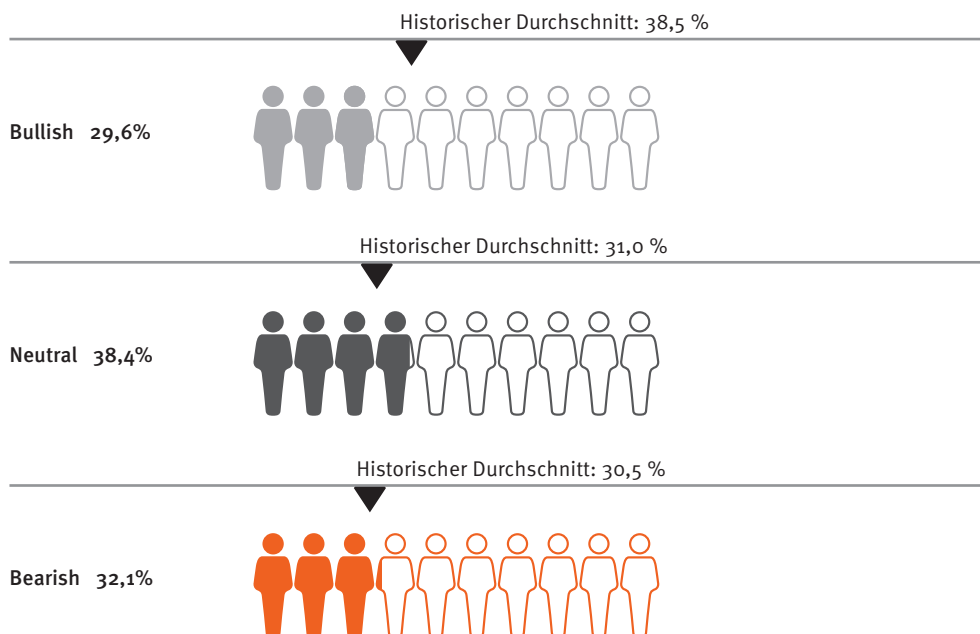
Wie geht es nun weiter? Entwickeln sich die US-Unternehmensgewinne auch zukünftig besser als die Gewinne im Rest der Welt? Wir sind der Meinung, dass dies nach wie vor der Fall sein wird. Erstens erwarten wir weiterhin höhere Umsätze in den USA. Zweitens bleiben die Gewinnmargen in den USA auf einem höheren Niveau, auch wenn sich hier,

bspw. in der Eurozone, ein gewisser Aufholprozess angedeutet hat. Drittens gibt es in den USA weiterhin eine ausgeprägtere Neigung der Unternehmen zu Aktienrückkäufen. Diese starken Buybacks unterstützen die Earnings per Share (EPS) – Gewinne pro Aktie und mindern so das P/E. Geradezu besorgniserregend erscheint die Gewinnentwicklung in den Schwellenländern. Hier entwickeln sich die Gewinnerwartungen seit Anfang 2018 deutlich schlechter als in den entwickelten Ländern, nicht zuletzt aufgrund des Handelskriegs.

### Wie die globale Sektorbewertung derzeit ausfällt

Im Hinblick auf die globale Sektorbewertung sind derzeit vier Sektoren besonders auffällig.

#### All Sentiment



Hinweis: Die American Association of Individual Investors (AAII) fragt jede Woche ihre Mitglieder, wie sich der Markt in den kommenden sechs Monaten entwickeln wird.

Abb. 3

Quelle: AAII, Daten per 26.06.2019



## AKTIEN

Die am stärksten unterbewerteten sind die zyklischen Energie- und Finanztitel. Die Unternehmen haben ihre Gewinne ordentlich gesteigert, das ist vom Markt aber bisher nicht belohnt worden. Die hoch gewichteten Finanztitel haben derzeit ein globales P/E von gut 10, Energie liegt bei gut 12.

Ein Segment, das weiterhin überbewertet erscheint, ist der IT-Sektor. Die Kurse sind hier zuletzt schneller gelaufen als die Gewinne. Insgesamt liegt daher das globale P/E des IT-Sektors spürbar über den Durchschnittswerten. Ebenfalls über dem historischen Schnitt bewegt sich der Sektor Kommunikation, nicht zuletzt aber deshalb, weil bestimmte (ehemalige) IT-Unternehmen seit kurzem diesem Sektor zugeordnet werden.

### **Positiver Ausblick für US-Aktien**

Für die Zukunft erwarten wir ein weiterhin stabiles US-Wachstum und sehen keine Rezession im laufenden oder kommenden Ka-

lenderjahr. Die Zinssenkungen (»Insurance Cuts«) der US-Notenbank sollten die konjunkturelle Entwicklung in den USA stützen. Natürlich kann man ein »Value Trap« (US-Aktien erscheinen nur günstig, die Lage ist aber eigentlich viel negativer als es die Fundamentaldaten suggerieren) nicht ausschliessen. Wir bleiben aber weiterhin (auch aufgrund ihrer relativen Ertragskraft) positiv für US-Aktien und der politische Lärm sollte ab einem bestimmten Punkt wieder abklingen. Der US-Markt hält sich auch deshalb so gut, weil die Bewertungen günstig und die Marktteilnehmer in Aktien nicht überpositioniert sind – anders als zu Beginn des Jahres 2018.

Die Anleger sind nicht euphorisch, ganz im Gegenteil. Aufgrund der oben geschilderten unterschiedlichen Gewinnerwartungen stehen wir europäischen Aktien aktuell neutral und Schwellenländer-Aktien mit einer gewissen Vorsicht gegenüber.



ANLEIHEN

# Anleihenmärkte zwischen Feierlaune und Vorsicht

RENÉ BOLHAR  
*Anleihenstrategie*



- **Zentralbanken agieren wieder zunehmend expansiv, zwei Zinssenkungen bis Ende des Jahres durch die Fed als Basisszenario**
- **Auch die EZB tendiert wieder deutlich in Richtung Expansion, eine weitere Zinssenkung bzw. die Wiederaufnahme der Anleiheankäufe beschäftigt die Marktteilnehmer**
- **Der Markt für Festverzinsliche zeigt sich weiterhin erfreulich, steigende Risikoaufschläge werden durch generell niedrigere Zinsniveaus überkompensiert**
- **Marktteilnehmer positionieren sich für eine weitere Abschwächung der Weltwirtschaft; festverzinsliche Wertpapiere allgemein und Duration im Besonderen finden steigende Nachfrage**
- **Grund zur Vorsicht ist geboten, aber noch keine Anzeichen ausbrechender Panik an den Märkten**

Das zweite Quartal führte weitestgehend fort, was sich bereits zum Ende des ersten Quartals zeigte: Geopolitische Auseinandersetzungen beschäftigten mit zunehmender Intensität das Marktgeschehen, die Frequenz an schwächeren volkswirtschaftlichen Daten nahm zu und auch die Stimmung der Anleger war mehr und mehr von Vorsicht geprägt. Dennoch sprechen die Bewertungen innerhalb der festverzinslichen Anlagen keine klare Sprache. Zwar bewirkte die erneute Intensivierung des Handelskonflikts zwischen den USA und

China zu Beginn des Monats Mai eine Ausweitung der Kreditrisikoprämien, allerdings haben auch individuelle Ereignisse - wie die verschärfte Rhetorik zwischen den USA und dem Iran oder die andauernden politischen Stürme aus Italien - stellenweise zu Abgebern und entsprechend zu Setbacks in den Notierungen geführt. Über das Quartal hingegen profitierte die breite Masse der Emittenten von den allgemein fallenden Zinsniveaus, sodass der negative Effekt mehr als kompensiert wurde.



## Risikoaufschläge von Investment Grade und Hochzinsanleihen in EUR und USD

Betrachtungszeitraum 01.07.2009 bis 30.06.2019

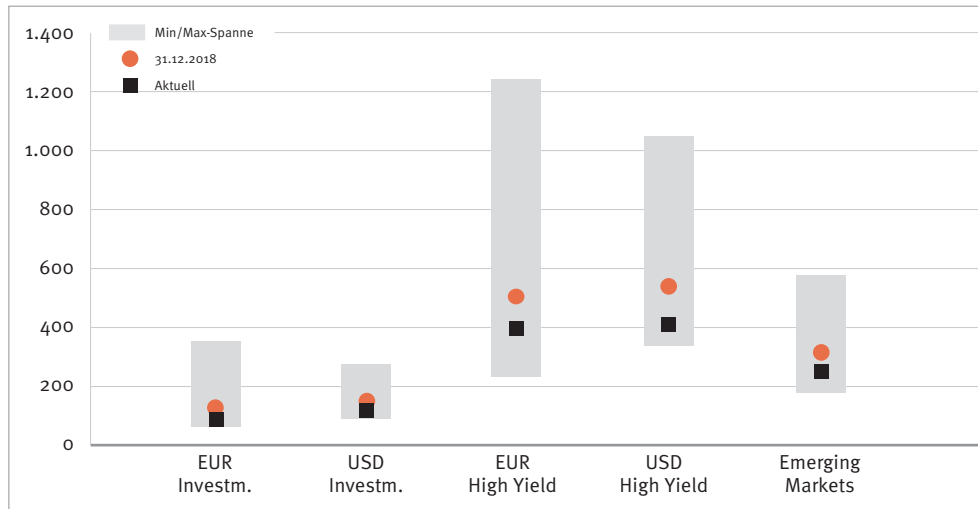


Abb. 4

Quelle: Bloomberg, Darstellung Bergos Berenberg AG

Auch im Hochzinssegment stellte sich der Bewertungsrückgang des Monats Mai als nur temporär dar. Anleihen aus Schwellenländern, insbesondere in US Dollar denominierten, trotzten den negativen Schlagzeilen gänzlich. Von Panik konnte und kann bislang keine Rede sein.

Betrachtet man die Anleihemärkte genauer, so fällt auf, dass insbesondere vermeintlich sichere Anlagen von der Unsicherheit profitieren konnten. Die Anleger lernten offenbar mit den andauernden Bedenken umzugehen, was sich in der recht geringen Volatilität der Anleihemärkte widerspiegelt. Auch wird ein gewisser Gewöhnungseffekt erkennbar.

Gleichzeitig werden aber Vorkehrungen für »die Zeit danach« getroffen. Duration ist mittlerweile wieder gesucht, Neuemission werden in aller Regel und unabhängig der Laufzeit problemlos vom Markt absorbiert und das, obwohl mit einer Invertierung der US-Zinsstrukturkurve ein vermeintliches Damokles-

schwert über den Märkten schwebt. US Staatsanleihen setzten ihre Bewegung hin zu niedrigeren Zinsen fort zu einem Zwischentief nahe 2.0% auf zehnjährige Laufzeiten. Deutsche Bundesanleihen konnten sogar ihr Allzeittief unterschreiten und rentierten zur Mitte des Monats Juni bei bereits -0.33%.

Nachdem US Staatstitel bereits seit einigen Monaten eine Verflachung der Kurve vollziehen, hat dieser Trend nunmehr auch auf deutsche Papiere zu wirken begonnen. Allerdings lässt sich im Falle der deutschen Titel nach wie vor von einer regulären Form der Kurve sprechen: Kurze Laufzeiten rentieren geringer als solche mit längeren Fälligkeiten. US-Titel verzeichnen im Bereich zwischen 3 Monaten und ca. 15 Jahren hingegen niedrigere Renditen als an den Rändern der Kurve.

In diesem Umfeld konnte auch eine deutliche Neuinterpretation in Bezug auf die künftige Zentralbankpolitik wahrgenommen werden. Von offizieller Seite der Fed häufen sich in



### Markt-implizierte Fed Funds Rate Januar 2020

Angaben in Punkten

Stand 30.06.2019

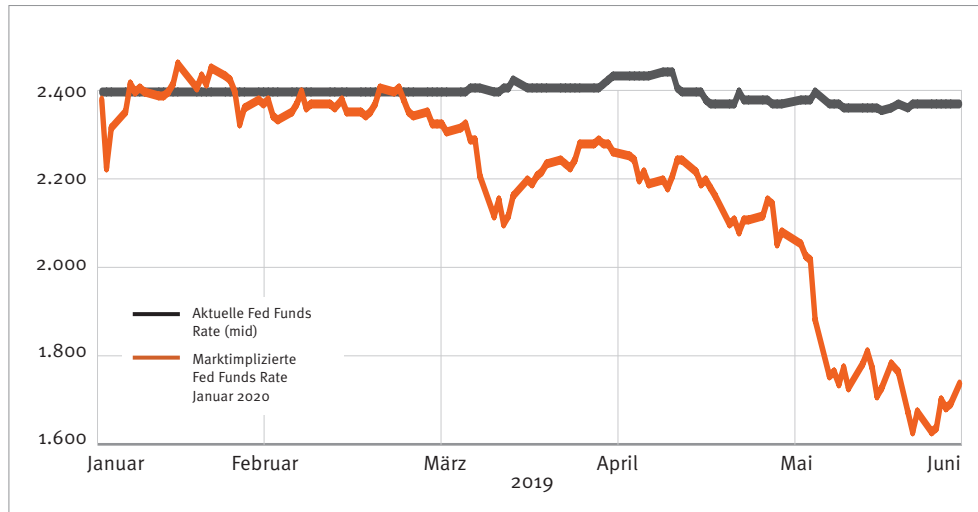


Abb. 5

Quelle: Bloomberg, Darstellung Bergos Berenberg AG

jüngster Zeit Kommentare und Aussagen, die offen von einer Anpassung des eingeschlagenen Kurses oder gar von Zinssenkungen sprechen. Auch die vom Geldmarkt abgeleiteten, impliziten Wahrscheinlichkeiten sprechen für eine neuerlich expansivere Politik in Form von Zinssenkungen. Im Tief indizierten diese eine Absenkung der Leitzinsen um 75 bps bis zum Jahresende.

Nun sind die marktimplizierten Wahrscheinlichkeiten recht volatil und Änderungen im Falle neuer Erkenntnisse treten häufig und schnell auf. Die veränderte Rhetorik der US-Notenbank lässt aber aufhorchen. Gegeben der bestehenden Unsicherheit sehen wir bis zum Jahresende ein bis zwei Zinsschritte nach unten (»Rate Cuts«). Nach unserem Verständnis geschieht dies aber nicht als Versuch, eine bevorstehende Rezession abzuwenden (»Recession Cut«), sondern vielmehr dem anhaltenden Wachstum neue Impulse zu liefern (»Insurance Cut«).

Eine Reduktion der Leitzinsen sollte nach Lehrbuchmeinung den US Dollar schwächen und so eine indirekte Hilfe für den Industriesektor darstellen. Als zusätzlicher Effekt würde dadurch das kurze Laufzeitenende der Zinsstrukturkurve reduziert – die gesamte Kurve würde dadurch steiler, eine fortschreitende Invertierung würde zumindest abgemildert.

Die Europäische Zentralbank EZB, die aufgrund nach wie vor negativer Zinssätze in einer weitaus weniger komfortablen Situation ist, hat in ihrem regulären Juni-Treffen ins gleiche Horn geblasen: Getragen durch die schwächelnde wirtschaftliche Ausgangslage schiebt sie die für das erste Halbjahr 2020 erwartete erste Zinsanhebung mindestens bis zum Ende des Jahres hinaus – dies, nachdem bereits im ersten Quartal eine Anhebung in 2019 auf das Folgejahr verschoben wurde.

Auch wurden Details zur dritten Refinanzierungsmöglichkeit für die europäischen Banken (Targeted Long Term Operations TLTRO)



## ANLEIHEN

### Zinsstrukturkurve

Angaben in Prozent

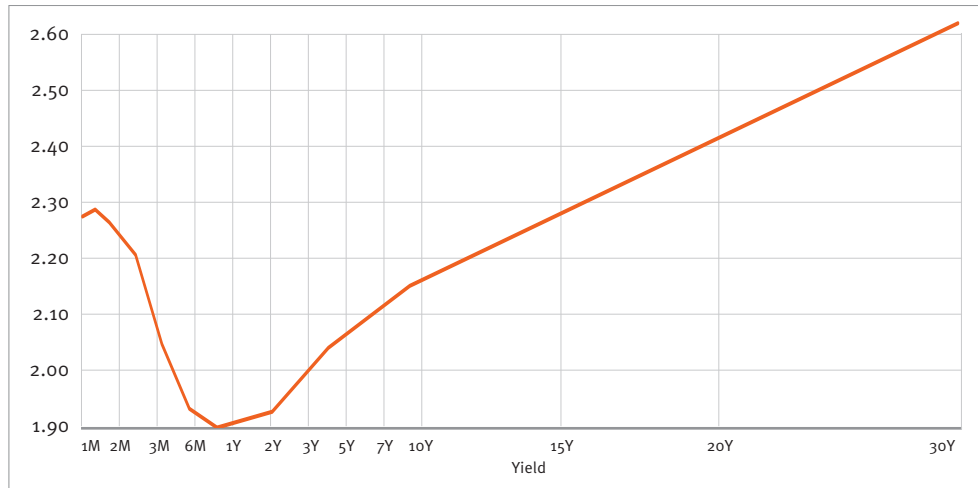


Abb. 6

Quelle: Bloomberg, Darstellung Bergos Berenberg AG

bekannt. Dies ist eine weitere Massnahme, die Kreditvergabe innerhalb der Eurozone anzukurbeln. Im Verlauf des Monats setzte EZB-Präsident Draghi mit Kommentaren nach, zusätzliche Stimuli in Form erneuter Zinssenkungen und einer Wiederaufnahme der Anleihekäufe seien angebracht, sollte keine baldige Verbesserung der wirtschaftlichen Lage zu erkennen sein. Entsprechend sehen wir das »Ende der Fahnenstange« in Bezug auf das Euro- und US-Zinsniveau als noch nicht erreicht und gehen zum Jahresende von weiter fallenden Zinsen aus.

Erfreulich ist nach wie vor auch die Fundamentalsituation der Unternehmen diesseits und jenseits des Atlantiks. Bedingt durch das billige Geld der vergangenen Jahre und entsprechende Anpassungen in der durchschnittlichen Restlaufzeit sind diese aktuell in einer komfortablen Lage. Die Gefahr, von einem abrupten Zinsanstieg überrascht zu werden, sobald die Refinanzierung der Schuldtitel

ansteht, scheint aktuell gebannt. Dennoch verbleibt das Risiko steigender Kreditaufschläge, sollten wir in ein rezessives Umfeld geraten. Wir bevorzugen entsprechend qualitativ hochwertigere Unternehmen im mittleren bis oberen Rating-Segment mit soliden Finanzkennzahlen und einer breit diversifizierten, krisenresistenten Marktpositionierung.

Bei Hochzinsanleihen und solchen mit niedrigem Investment Grade Rating agieren wir sehr selektiv und opportunistisch. Wir sind überzeugt, dass reines Marktbeta, also die passive Partizipation am breiten Markt, aktuell zu hohe Risiken mit sich bringt. Fundierte und umfangreiche Analyse einzelner Emittenten stellt hingegen durchaus einen Mehrwert für diversifizierte Portfolios dar.

Zwar haben sich die Kreditrisikoaufschläge auf Hochzinsanlage in den vergangenen Wochen etwas ausgeweitet, wir erachten diese für Euro und US Dollar allerdings als unzu-



## ANLEIHEN

### Fed Dot Plots

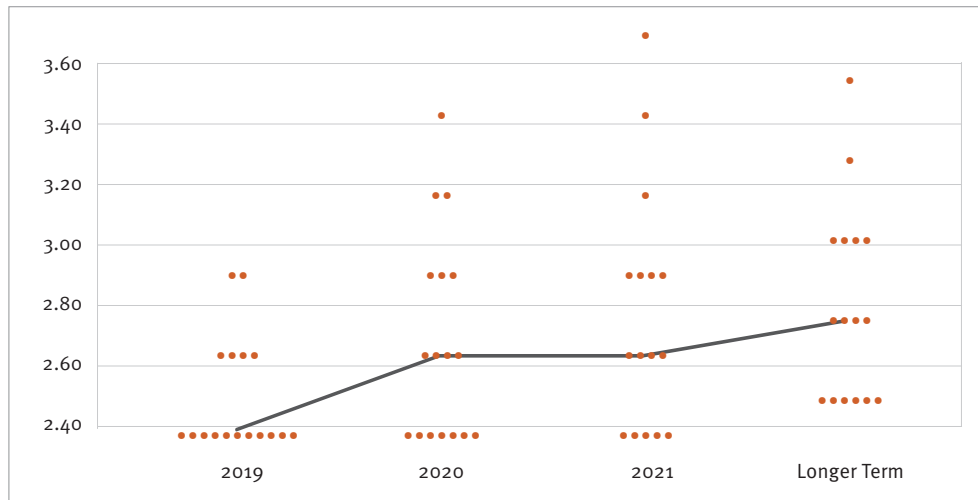


Abb. 7

Quelle: Bloomberg, Darstellung Bergos Berenberg AG

reichend angesichts der wachsenden Risiken einer sich abschwächenden Weltwirtschaft. Das allgemeine Zinsniveau auf Anleihen in beiden Währungsräumen lässt sich mittlerweile wieder als angespannt («stretched») bezeichnen. Waren während des ersten Quartals Renditen auf US-Unternehmensanleihen von 3,50% auf mittlere Laufzeiten noch durchaus erzielbar, so sieht das Bild zum Ende des zweiten Quartals mit 2,75% schon deutlich weniger interessant aus. Dennoch sehen wir nach wie vor den Wert in US-amerikanischen und europäischen Anleihen. Insbesondere für den Fall eines weiteren Abgleitens in Richtung Stagnation oder gar Rezession werden erstklassige Unternehmensanleihen sowie Staatspapiere solider Emittenten an Nachfrage gewinnen. Trotz der Störfeuer von Seiten Politik und nachlassender Wirtschaftsdynamik halten wir an unserer Präferenz für Schwellenländer, dominiert in Hartwährung (US Dollar) fest. Die Fundamentalsituation ist anhaltend soli-

de, sodass von dieser Seite vorerst kein Ungemach droht. Auch profitieren Schwellenländer von dem abnehmenden Druck der Zentralbankmassnahmen und einer zu erwartenden Abschwächung des Greenbacks. Die hohe Einkommenskomponente von Schwellenländeranleihen liefert einen stetigen Carry. Sofern keine dramatische Eskalation des Handelskonflikts auftritt oder aber die globale Wirtschaftsdynamik massiv einbricht, sehen wir dieses Segment als eine der letzten verbleibenden attraktiven Beimischungen im festverzinslichen Bereich.

Darüber hinaus gefallen uns die US-Hypothekensanleihen als Quelle volatilitätsarmer und stetiger Einkommensströme. Trotz leichter Verlangsamung des Wachstums innerhalb der USA ist von einem Kollaps des US-Häusermarktes zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht auszugehen. Stattdessen liefern US-Hypothekensanleihen relativ stetige und planbare Einkommensströme bei gleichzeitig geringer Volatilität.



# Rohstoffmärkte am Puls der Weltkonjunktur

SOUMAILA TÉKÉTÉ  
Strategie Alternative Investments



- Die leichte wirtschaftliche Abkühlung und die weitere Eskalation des Handelsstreits haben sich im zweiten Quartal an den Rohstoffmärkten noch deutlicher bemerkbar gemacht als an den Aktien- und Anleihenmärkten
- Eine lockerere Geldpolitik und erste konjunkturelle Frühindikatoren nähren jedoch die Hoffnungen auf Kurserholungen im zweiten Halbjahr

Nach den Kursavancen der ersten drei Monate stand das zweite Quartal an den Rohstoffmärkten im Zeichen der Konsolidierung. Ein Grossteil der aufgelaufenen Kursanstiege wurden wieder abgegeben, wofür neben einer schwächeren Konjunkturdynamik in erster Linie ein verschlechtertes Markt-Sentiment verantwortlich ist, das sich im Zuge des wei-

ter eskalierten Handelskonflikts zwischen den USA und China ergab. Eine erste Aufhellung einzelner volkswirtschaftlicher Frühindikatoren und das Einschwenken nahezu aller relevanten Zentralbanken auf einen expansiveren und stimulierenden geldpolitischen Kurs bilden jedoch die Grundlage für eine mögliche Aufhellung in der zweiten Jahreshälfte.

Wertentwicklung Rohstoffe über 1 Jahr

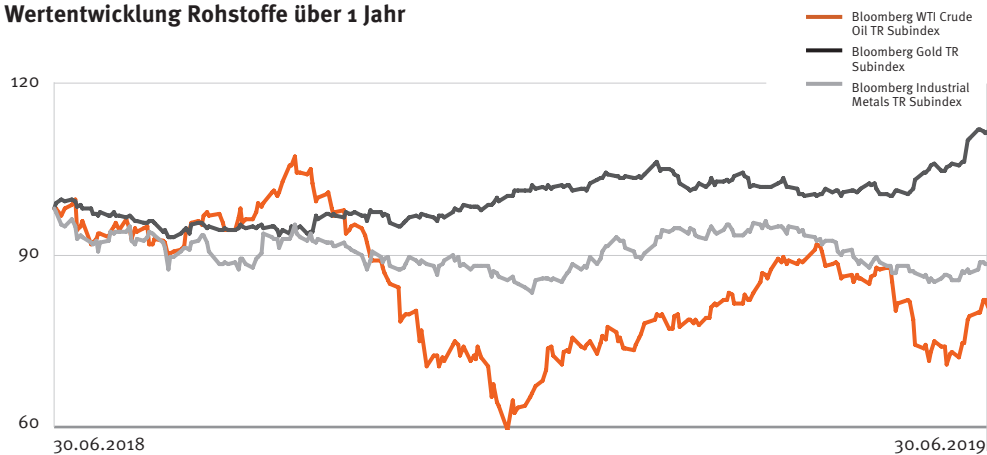


Abb. 8

Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg



### US Rohöl Lagerbestands-Bandbreite der letzten 5 Jahre, US Department of Energy

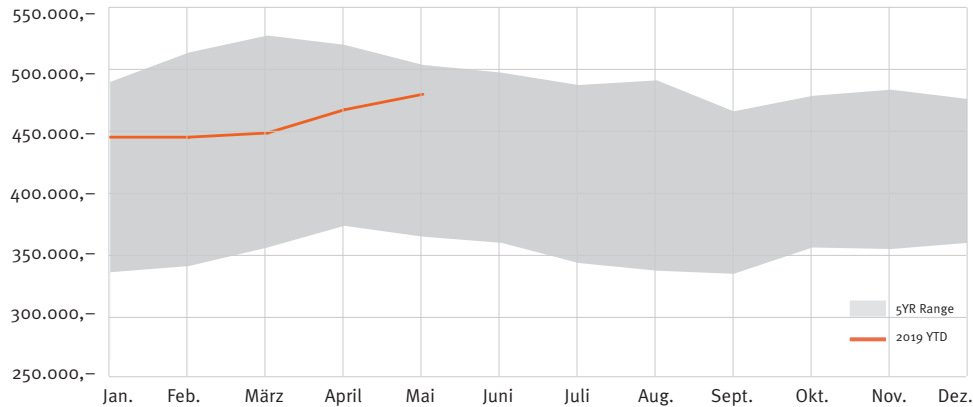


Abb. 9

Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg

#### Rohöl im Bann der Politik

Die hohe US-Schieferöl-Produktion erweist sich weiterhin als Belastungsfaktor für die globalen Notierungen. Die USA fördern weiterhin Öl in einem Rekordausmass und die Zahl der aktiven Bohrlöcher passt sich nur langsam und mit grosser zeitlicher Verzögerung an das niedrigere Preisniveau an. So sind die US-Rohöl-Lagerbestände in den letzten Wochen entgegen ihrem üblichen saisonalen Muster wieder gestiegen.

Des Weiteren läuft die ursprüngliche Frist der vereinbarten OPEC Förderkürzungen von 1.2 Mio. Fässern pro Tag aus. Diese hatte wesentlich zur Stabilisierung der Preise im ersten Quartal beigetragen. Neben der weiteren weltwirtschaftlichen Entwicklung hängt der Ölpreis somit zu grossen Teilen davon ab, auf welche weiteren Massnahmen sich die Mitgliedsstaaten auf ihrem nächsten OPEC Treffen Anfang Juli einigen werden.

Eine weitere Zuspitzung der politischen Auseinandersetzung zwischen den USA und dem Iran ist derzeit ebenfalls nicht auszuschliessen, wie die jüngsten Vorwürfe um den

mutmasslichen Sabotageakt im Zusammenhang mit zwei Öltankern im Golf von Oman verdeutlichen. Diese geopolitischen Risiken bestehen weiterhin und dürften im Falle einer Eskalation für erhebliche Preisaufschläge bei den Ölnotierungen sorgen.

#### Anhaltender Rückenwind für Gold

Wir erachten das aktuell vorherrschende Marktumfeld weiterhin als sehr konstruktiv für den weiteren Verlauf des Goldpreises. Dabei stellt nach wie vor die veränderte Politik der Zentralbanken die grösste Unterstützung dar. Inzwischen befinden sich alle wichtigen Zentralbanken wieder auf einem expansiveren geldpolitischen Kurs. Der Marktkonsens erwartet bereits wieder erste Zinssenkungen der FED innerhalb dieses Jahres. Dies hält die Opportunitätskosten für Gold niedrig und sorgt für weiteres Interesse von Investorensseite. Die erneute Nachfrage nach Gold ETFs verhilft dem Goldpreis aktuell zu neuen Jahreshochs. Wir gehen davon aus, dass der Goldpreis seinen jüngst wieder aufgenommenen positiven Trend fortsetzen sollte.



China OECD Frühindikator (normalisiert)

China OECD Leading Indicators Normalized

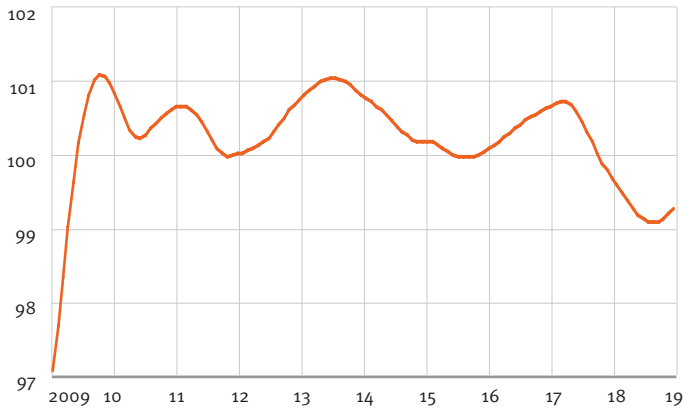


Abb. 10

Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg

Spekulative CFTC Netto Positionen und ihre historische Bandbreite

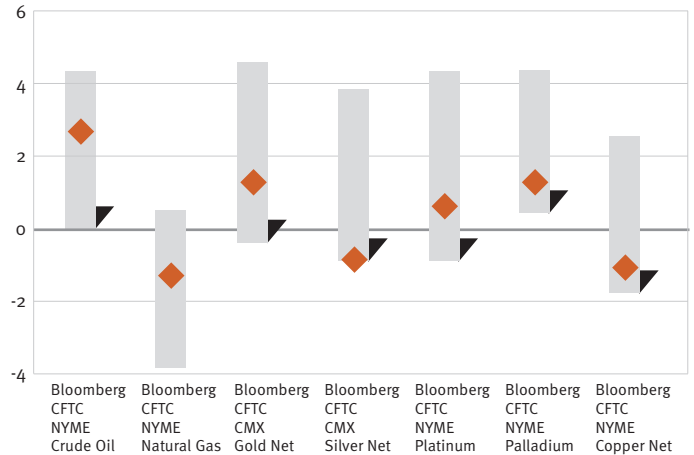


Abb. 11

Quelle: Bloomberg

### Industriemetalle zwischen Handelsstreit und Konjunkturimpulsen

Industriemetalle gaben im zweiten Quartal einen Grossteil der aufgelaufenen Kursgewinne aus dem Vorquartal wieder ab. Ursache hierfür war neben den allgemeinen Handelsspannungen auch die aktuelle wirtschaftliche Schwächephase Chinas. China fungiert nach wie vor als marginaler Nachfrager auf dem Weltmarkt für Industriemetalle. Durch die geld- und kreditpolitischen Lockerungsmassnahmen, die angekündigten Steuersenkungen und die Infrastrukturausgaben hat China in den letzten Monaten gezielte Wachstumsimpulse gesetzt, um das Wirtschaftswachstum wieder zu stimulieren. Die weitere Eskalation des Handelskonflikts und der anhaltende Konfrontationskurs der USA haben allerdings

dafür gesorgt, dass die konjunkturelle Beschleunigung zaghafter und mit grösserer zeitlicher Verzögerung in Gang kommt. Die aggregierten konjunkturellen Frühindikatoren und kritische Messgrössen wie beispielsweise die Kreditvergabe zeigen allerdings erste deutliche Zeichen einer Belebung.

Ein anhaltender Konfrontationskurs Trumps und eine mögliche weitere Eskalation des Handelsstreits bergen zwar erhebliche Risiken für die Rohstoffnachfrage, China könnte in einem solchen Szenario aber jederzeit weitere Gegenmassnahmen in Form von Konjunktur- und Infrastrukturprogrammen ergreifen, um das Wachstum wieder zu stützen. Wir sind daher verhalten optimistisch für die Kursentwicklungen der Industriemetalle in der zweiten Jahreshälfte.



# Allzeithoch der Schweizer Aktien auf wackeligen Beinen

SVEN-ERIK SCHIPANSKI  
*Active Advisory Equities*



- **Der Schweizer Aktienmarkt: Ein Safe-Heaven für europäische Anleger**
- **Die Zukunftsaussichten trüben sich ein und die SNB scheint handlungsunfähig**
- **Dem gegenüber stehen operationelle Exzellenz, eine niedrige Verschuldung und hohe Innovationskraft der Schweizer Unternehmen**

## **Der SMI handelt nahe seines Allzeithochs**

Handelskrieg. Die weltweiten Einkaufsmanagerindizes im Sinkflug. Ein wiedererstarkender Franken. Der SMI trotz derzeit vielen fundamentalen Argumenten für eine Konsolidierung. Es scheint, als würde der Schweizer Aktienmarkt seiner Rolle als Safe-Heaven gerecht werden, zumindest im Kontext europäischer Aktienindizes.

Dabei sind die widersprüchlichen Meldungen zu Wirtschaft und Kapitalmarkt in den Medien tagtäglich präsent. Aber vielfach sind die Diskrepanzen nur eine Momentaufnahme und ergeben mit etwas Abstand betrachtet durchaus Sinn.

Der starke Franken belastet die Schweizer Unternehmen bereits seit 2015, wobei der signifikante Aufwärtstrend bereits Anfang 2010

einsetzte und erst ein Jahr später durch die Zentralbankintervention gestoppt wurde. Es lässt sich festhalten, dass die Schweizer Unternehmen nach dem Ende der Finanzkrise eine beispiellose Produktivitätsverbesserung durchlaufen haben, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Die Stabilisierung des Franken hat vielen Unternehmen geholfen, ihre Wettbewerbsfähigkeit zu sichern und Marktanteile zu gewinnen.

Dabei ist die Franken-Stärke primär mit einer Euro-Schwäche zu erklären, die sich in den vergangenen acht Jahren nur temporär verbessert hat. Die Rendite-Differenz auf der Anleienseite lockt sicherlich nicht, da man bei 10-jährigen Staatsanleihen in der Schweiz ca. 20 Basispunkte weniger verdient als im stabilsten Euroland Deutschland. In beiden Fällen wird der Einsatz jedoch negativ verzinst.

**EUR/ CHF Wechselkurs & 10-Jahres-Renditen CH und GER**

Angaben in CHF und %

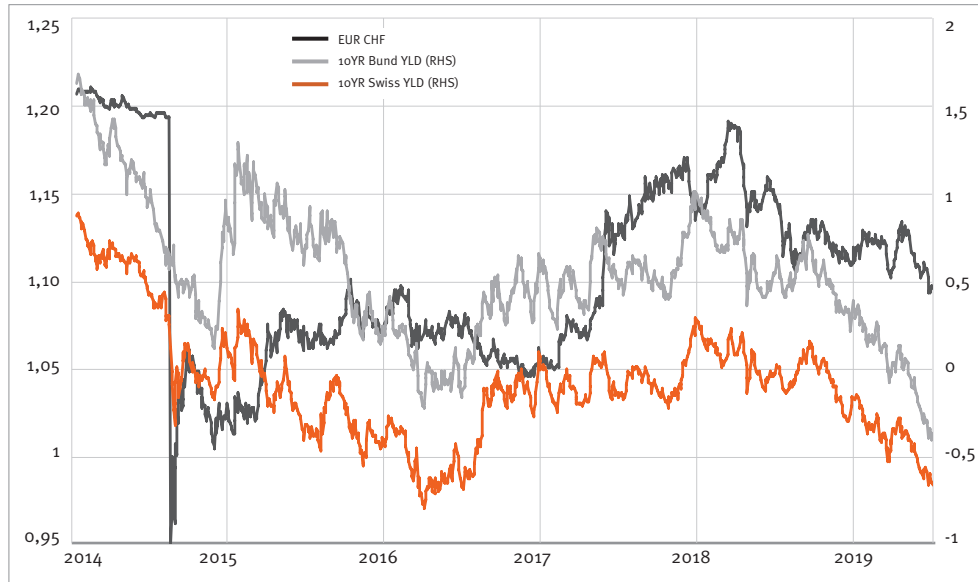


Abb. 12

Quelle: Bloomberg

**Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hängt am Tropf der EZB**

Die Europäische Zentralbank hat die Krise in der Peripherie eingedämmt, aber noch längst nicht gelöst. Die kurzfristige Ausweitung der Risikoaufschläge im letzten Jahr in Griechenland und Italien hat eindeutig gezeigt, dass sich diese Staaten kurzfristig keine höheren Kapitalkosten leisten können, weder zins- noch risikogetrieben. Baldige Zinserhöhungen bleiben damit tabu und die SNB, um eine weitere Frankenaufwertung zu vermeiden, bleibt somit handlungsunfähig. Gleichzeitig wäre aber eine Zinssenkung kaum noch hilfreich und würde die Finanzinstitute noch stärker belasten.

Somit ist es nicht verwunderlich, dass die hardwährungs-induzierten Geldströme in Richtung Schweizer Franken überwiegend in den Aktienmarkt geflossen sind. Neben dem

Immobilienmarkt sind Aktien als Anlageklasse derzeit alternativlos, aber eben bedeutend liquider. Viele institutionelle Investoren mit Fokus Europa betrachten den Euro weiterhin kritisch, haben mit dem Pfund im Brexit-Desaster zurzeit allerdings keine andere Alternative, als auf Frankenaktien als Hartwährungsalternative auch in Zukunft vermehrt zu setzen.

Gleichzeitig locken in der Schweiz globale Schwergewichte, die in vielen Fonds zu den Kernpositionen gehören, wie Nestlé, Roche, Novartis, Swiss Re, ABB oder europäische Banken, die mit guter Kapitalisierung entsprechend ausschütten können.

**Die Bewertungsniveaus sind nicht unbedingt teuer**

Sowohl der SMI als auch der breitere Swiss Leader Index SLI handeln trotz Allzeithochs



### Swiss Leader Index mit Indikation der relativen Stärke

Angaben in Punkten

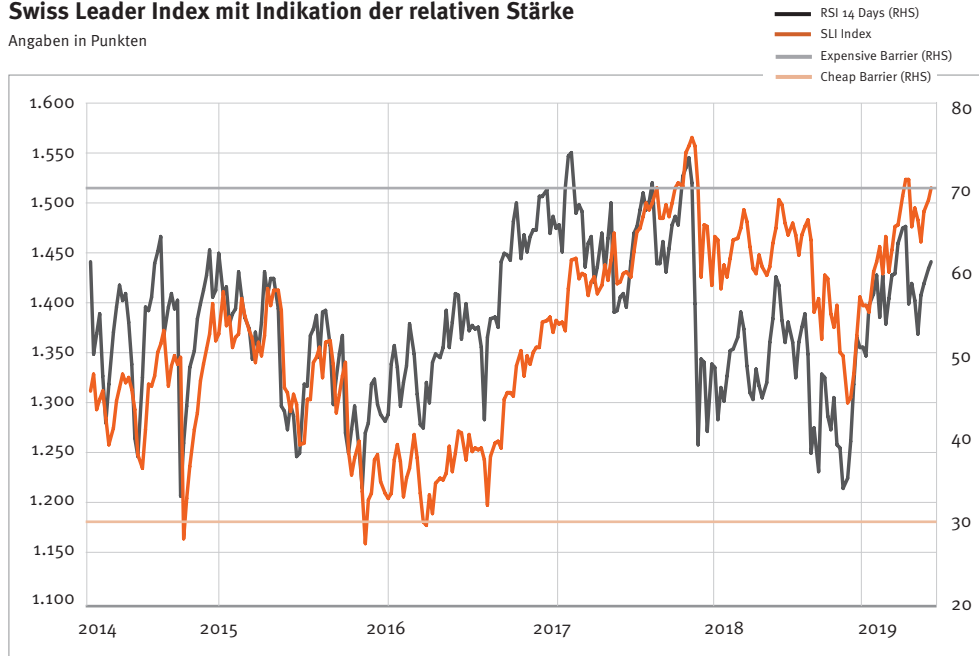


Abb. 13

Quelle: Bloomberg

zurzeit bei einem KGV von knapp über 20. Wenn man jedoch zwei Jahre in die Zukunft schaut, liegt die Bewertung nur noch beim ca. 15-fachen des Nettogewinns. Dies entspricht noch immer einem Abschlag zum historischen Durchschnitt von gut 20-25%. Andererseits fiel der Index der relativen Stärke (RSI) gerade vom überkauften Bereich auf knapp unter 60, was jedoch weiterhin eine kurzfristige Konsolidierung nicht ausschliesst.

#### Fundamental überzeugen viele Schweizer Unternehmen

Viele Large Caps überzeugen aufgrund globaler Marktpräsenz und hoher Innovationskraft, während sich einige MidCaps in attraktiven Marktnischen positionieren, welche von neuen Megatrends profitieren und hier in einem kleineren Markt die globale Technologieführerschaft innehaben. Durch differenzierte

Produkte und Services verdienen sie attraktive Margen. Beiden Marktsegmenten gemein sind die hohen Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in Relation zum Umsatz sowie ein im Schnitt niedriger Verschuldungsgrad. Dies ist gepaart mit disziplinierter Allokation von Kapital, welche eine Rendite oberhalb der Kapitalkosten ermöglicht und entsprechende Cashflows erwirtschaftet.

Dennoch können sich die Schweizer Unternehmen der gesamtwirtschaftlichen Situation nicht entziehen. Der Einkaufsmanagerindex als Frühindikator ist seit dem dritten Quartal 2018 im Sinkflug und signalisiert einen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität.

Der Handelskrieg zwischen den USA und China kreiert eine Verunsicherung, die als erste Reaktion eine Investitionszurückhaltung hervorruft, die primär die in der Schweiz ansässigen Maschinenbauer trifft. Gleichzeitig ist



### Swiss PMI

Angaben in Punkten

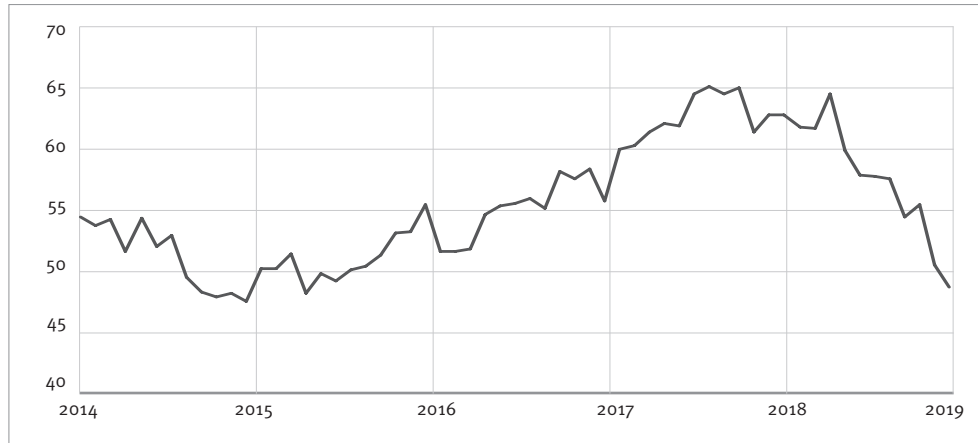


Abb. 14

Quelle: Bloomberg

die chinesische Volkswirtschaft auch auf der Konsumseite nicht mehr zu unterschätzen und eine gesunde Mittelschicht mit viel Appetit für Luxusgüter könnte bei einer anhaltenden Chinaschwäche auf die Uhrenachfrage drücken.

### Aktien im Fokus

Wir bevorzugen im derzeitigen Umfeld zwei Arten von Unternehmen, die unterschiedliche Bedürfnisse abdecken:

Zum einen bevorzugen wir Firmen, die sich durch starke Cash-Generierung und somit durch Aktienrückkäufe oder hohe Dividendenrenditen auszeichnen. Hierbei spielt für uns Umsatzwachstum eher eine Nebenrolle. Wir legen den Fokus auf Kostenkontrolle und Stabilität bei den Margen.

Zum anderen sehen wir Chancen bei Unternehmen, die sich durch exzellentes Wachstum

auszeichnen und dabei dennoch Cash generieren (Temenos/Interroll). Unternehmen mit Exposure im Halbleiterbereich bieten sich als interessante Anlageideen für das zweite Halbjahr an. Aktien, die einen Teil ihres Umsatzes als Automobilzulieferer erwirtschaften, sehen günstig aus. Hier ist das Timing jedoch entscheidend, da der Turnaround noch nicht in Sicht ist.

Da sich die Situation am Kapitalmarkt mit Ausnahme der Zinswende in den USA gegenüber dem Oktober letzten Jahres nicht verbessert hat und wir neben dem Handelskrieg zwischen den USA und China auch mit einem Handelskonflikt zwischen den USA und Europa rechnen, kann es erneut zu Verwerfungen kommen. In einem Umfeld abnehmender Wachstumsdynamik bieten Werte wie Nestlé, Novartis, Swiss Re und auch eine Swisscom Stabilität.



US-WAHL 2020

# US-Wahl 2020 birgt Gefahren für die Kapitalmärkte

TILL CHRISTIAN BUDELMANN  
*Aktienstrategie*



Der amerikanische Wirtschaftsmotor läuft weiter. Wie im volkswirtschaftlichen Teil erwähnt, rechnen wir weiterhin mit solidem Wirtschaftswachstum. Auch wenn der belastende Handelskonflikt mit China noch nicht gelöst ist, erkennen wir noch keine Zeichen für eine Rezession, aber natürlich sehen wir auch Risiken, v.a. politische. Ein zentrales Risiko, das unserer Ansicht nach von Marktteilnehmern unterschätzt wird, sind die nächsten Präsidentschaftswahlen. Diese finden zwar erst am 3. November 2020 statt, der Vorlauf bei US-Wahlen ist jedoch lang und kann die globalen Märkte schon im Vorfeld deutlich bewegen. Vor allem wenn die für Freiheit und Wettbewerb bekannte USA sich strukturell in Richtung Sozialismus bewegen sollte, blieben die globalen Börsen davon nicht verschont.

Für die Republikaner wird aller Voraussicht nach der amtierende Präsident Donald Trump antreten. Gleich nach Beginn seiner ersten Amtszeit hat er bei der Bundeswahlbehörde

seine erneute Kandidatur eingereicht. Mit dem Slogan »Keep America Great« will er 2020 gegen seinen demokratischen Kontrahenten antreten. Wer dies sein wird, ist noch nicht klar. Der Präsidentschaftskandidat geht aus landesweiten Vorwahlen hervor, die im Februar 2020 in Iowa und New Hampshire ihren Anfang nehmen werden. Derzeit positionieren sich bereits über 20 Anwärtinnen und Anwärter auf die Kandidatur. Und die ersten öffentlichen Debatten haben bereits Ende Juni in Miami stattgefunden.

## Sechs aussichtsreiche Kandidaten

Unser hauseigenes Analyseinstrument zur Einschätzung von Wahlwahrscheinlichkeiten beruht auf den vier Säulen Umfragen, statistische Modelle, Expertenmeinungen und Prognosemarkt. In der jetzigen Phase kommen nur die Säulen Umfragen und der Prognosemarkt, der Wahrscheinlichkeiten auf Basis der Wettquoten widerspiegelt, zum Einsatz. Der Analyseansatz zeigt, dass sich aus



jetziger Sicht nur sechs der bisher erklärten Kandidaten eine realistische Chance ausrechnen können. Diese sechs umfassen jedoch die Extreme der Partei und sind wirtschaftspolitisch sehr unterschiedlich einzuordnen.

Wir teilen diese sechs Kandidaten nach ihrer Wirtschafts- und Kapitalmarktfreundlichkeit in drei Gruppen. Im mittleren Block befinden sich die kalifornische Senatorin Kamala Harris, Robert Francis (Beto) O'Rourke, der bei den Zwischenwahlen in Texas gegen den ultrakonservativen Ted Cruz um den Senatsitz angetreten ist und fast gewonnen hätte, sowie der erst 37-jährigen Pete Buttigieg, Bürgermeister einer Kleinstadt in Indiana. Alle drei sind aus wirtschaftspolitischer Sicht, soweit sie sich überhaupt klar dazu geäußert haben, weder dem extrem linken noch dem moderaten Flügel der Partei zuzurechnen. Auch ihre derzeitigen Chancen liegen eher im mittleren Bereich (wobei bei O'Rourke inzwischen doch gewisse Abstriche zu machen sind und Harris sich zuletzt im Aufwind befand). Vorn in den Umfragen liegen Kandidaten mit eindeutigeren Positionen.

### **Sozialist Bernie Sanders wäre ein Alptraum für den Aktienmarkt**

Dies ist auf der einen Seite Bernie Sanders als bekennender Sozialist. Der 77-jährige ist in den letzten Vorwahlen knapp gegen Hillary Clinton gescheitert. Er ist ein klarer Vertreter des Green New Deals, steht für weniger Eigenverantwortung und hat den grossen Konzernen den Kampf angesagt. Zudem sollten Aktienrückkäufe nach Sanders Ansicht verboten oder zumindest mit Auflagen versehen werden. Die von Trump abgebaute Regulie-

rung sowie die Reform der Unternehmenssteuer würde Sanders als Präsident mit Sicherheit versuchen, wieder rückgängig zu machen. Während Trump mit seiner wirtschaftsfreundlichen Politik die Aktienmärkte befeuert hat, wäre ein Präsident Bernie Sanders für die Wall Street ein regelrechter Alptraum. Da würde auch nicht mehr gelten, dass politische Börsen in der Regel kurze Beine haben. Schon zwischenzeitliche Erfolge von Sanders in den Debatten und Vorwahlen könnten die Märkte belasten. Eine weitere Kandidatin, die es ebenfalls als extrem progressiv einzuschätzen gilt, ist Elizabeth Warren. Auch jene wäre dem Alptraum-Szenario zuzuordnen. Die Senatorin aus Massachusetts rangiert aktuell bei den Umfragen auf dem dritten Platz, etwas hinter Sanders auf Rang 2.

### **Joe Biden wäre weniger geschäftsfreundlich als Trump, aber stressfreier**

Stärkster Konkurrent von Sanders um die demokratische Präsidentschaftskandidatur ist derzeit Joe Biden. Der 76-Jährige ist im gegensätzlichen demokratischen Lager anzusiedeln und steht für einen gemässigten Kurs. Er war lange Zeit Senator in Delaware und dann acht Jahre Vize-Präsident unter Barack Obama. Biden ist der demokratische Positivkandidat für die Börse. Er könnte sich als ein typischer »Bill-Clinton-Demokrat« erweisen, mit dem Kapitalmärkte gut auskommen können. Zwar wird er im Vorwahlkampf sicherlich weitere Zugeständnisse machen müssen, sich aber u.E. nicht explizit zu sozialistischen Ideen bekennen. Auch würde er einen Green New Deal nicht in die Tat umsetzen, und wahrscheinlich auch nicht grundsätzlich an



**Aktuelle Umfrageergebnisse zur Demokratischen Kandidatur für die US-Präsidentenwahl 2020**

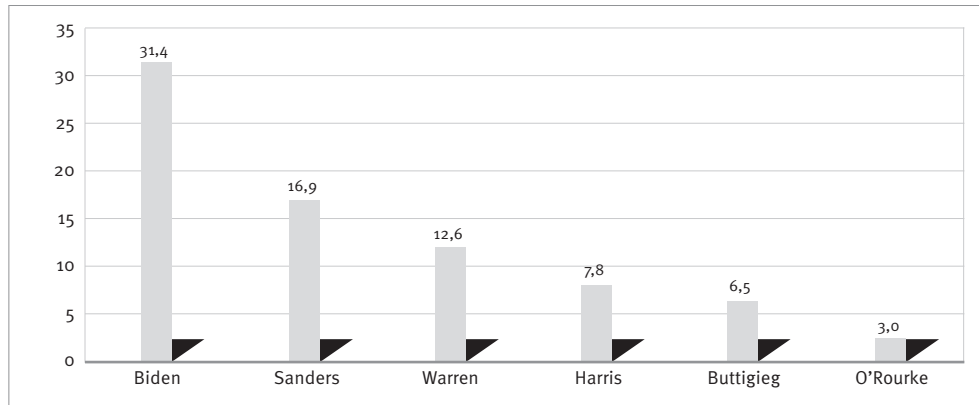


Abb. 15

Quelle: Politico, Economist, Emerson, Monmouth, The Hill, USA Today, FOX News, Quinnipiac

Trumps Steuerreform rütteln. In den Umfragen unter Demokraten liegt er als Präsidentschaftskandidat derzeit spürbar vorn. Und auch an den Prognosemärkten hält er aktuell die Spitzenposition vor dem Rest des Feldes. Auch eine Wiederwahl Trumps dürfte den Märkten entgegenkommen. Bis auf seine Handelspolitik hat Trump bislang marktfreundlich agiert. Er ist aber durchaus ein

Präsident, der die Marktteilnehmer mit seinen Twitter-Nachrichten und politischen Schwankungen stresst. Viele dürsten nach Normalität. Daher wäre Biden mit einem gemäßigten demokratischen Programm für die Märkte wahrscheinlich gar nicht so viel schlechter. Zwar wären weniger Pro-Business-Initiativen zu erwarten als unter Trump, aber der Stress wäre raus.



## DISCLAIMER

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen, noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und ersetzen keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

Die Bergos Berenberg AG (nachfolgend «Bergos Berenberg») behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos Berenberg übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der Publikation enthaltenen Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse schliesst Bergos Berenberg jegliche Haftung aus.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der Richtlinie zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Die genannten Anlagevorschläge und Anlageideen wurden nicht auf Ihre persönlichen Umstände abgestimmt. Anlageentscheidungen sollten immer im Zusammenhang mit einem Portfolio getroffen werden und Ihre persönliche Situation sowie die daraus erwachsende Risikobereitschaft und Risikotoleranz berücksichtigen. Da Anlagevorschläge und Anlageideen unterschiedliche Risikomerkmale aufweisen können,

bitten wir Sie, die konkreten Produktinformationen und die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel» zu lesen und Ihren Kundenberater zu konsultieren, wenn Sie Fragen haben. Es ist möglich, dass Bergos Berenberg selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter in der Vergangenheit in Anlageinstrumente investierten, gegenwärtig investieren oder zukünftig investieren werden, über welche dieses Dokument Informationen oder Meinungen enthält. Es ist zudem möglich, dass Bergos Berenberg für die Emittenten solcher Anlageinstrumente in der Vergangenheit Dienstleistungen erbrachte, erbringt oder in der Zukunft erbringen wird. Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass Mitarbeiter oder Verwaltungsräte der Bergos Berenberg für die Emittenten solcher Anlageinstrumente beispielsweise als Verwaltungsräte tätig waren, tätig sind oder tätig sein werden. Bergos Berenberg selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter könnten deshalb ein Interesse an der zukünftigen Kursentwicklung von Anlageinstrumenten haben. Die Informationen dienen ausschliesslich der Nutzung durch den Empfänger und dürfen nicht an Dritte weitergeleitet werden. Ohne schriftliche Zustimmung von Bergos Berenberg dürfen die vorliegenden Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

© Copyright Bergos Berenberg AG.  
Alle Rechte vorbehalten.  
Stand: Juni 2019

### Herausgeber

Maximilian Hefe, CFA | Leiter Vermögensverwaltung

### Autoren

René Bolhar, CAIA | Anleihenstrategie

Till Christian Budelmann | Aktienstrategie, Leiter Fondsmanagement

Maximilian Hefe, CFA | Leiter Vermögensverwaltung

Sven-Erik Schipanski | Active Advisory Equities

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt

Soumaila Tékété, CAIA | Alternative Investments



Bergos Berenberg AG  
Kreuzstrasse 5 · Postfach 186  
8034 Zürich · Schweiz  
Telefon +41 44 284 20 20  
Telefax +41 44 284 20 22

Niederlassung Genf  
29, Quai du Mont-Blanc  
1201 Genf · Schweiz  
Telefon +41 22 308 59 00  
Telefax +41 22 308 59 20

[www.bergos-berenberg.ch](http://www.bergos-berenberg.ch)  
[info@bergos-berenberg.ch](mailto:info@bergos-berenberg.ch)



**BERGOS  
BERENBERG**