



TILL C. BUDELMANN

Kapitalmarktstrategie

Markteinschätzung



BREITE ERHOLUNG AM GLOBALEN AKTIENMARKT TROTZ ANHALTENDER RISIKEN

Der globale Aktienmarkt notiert inzwischen wieder in etwa auf dem Niveau, auf dem er bereits vor einem Jahr handelte und das, obwohl sich die Situation seitdem komplett verändert hat. Der Ölpreis ist zusammengebrochen, die Arbeitslosigkeit ist nach oben geschossen und die globale Wirtschaft befindet sich in einer tiefen Rezession. Dieser Zusammenhang ist jedoch nicht so ungewöhnlich wie er auf den ersten Blick erscheint. Der Aktienmarkt ist eine grosse Diskontierungsmaschine. Er blickt nicht aufs Jetzt, sondern stets nach vorn. „Diskontiert“ werden dabei die zukünftigen Unternehmensgewinne - von heute

bis in alle Ewigkeit. Und da dies aktuell mit einer Rate (dem Zins) von global nahe 0 geschieht, erscheinen die Unternehmensergebnisse von 2021/2022 derzeit fast genauso relevant wie die Ergebnisse der kommenden Quartale. Wie resistent sich der Aktienmarkt zuletzt gezeigt hat, überrascht dann aber doch. Viele Marktteilnehmer scheinen nicht nur nach vorne zu blicken, sondern sogar komplett durch die Probleme hindurch, und befinden sich gedanklich schon mitten in der Erholungsphase. Dennoch gibt es mehrere Risiken für die Weltwirtschaft und für den globalen Aktienmarkt, die es richtig einzuordnen gilt.

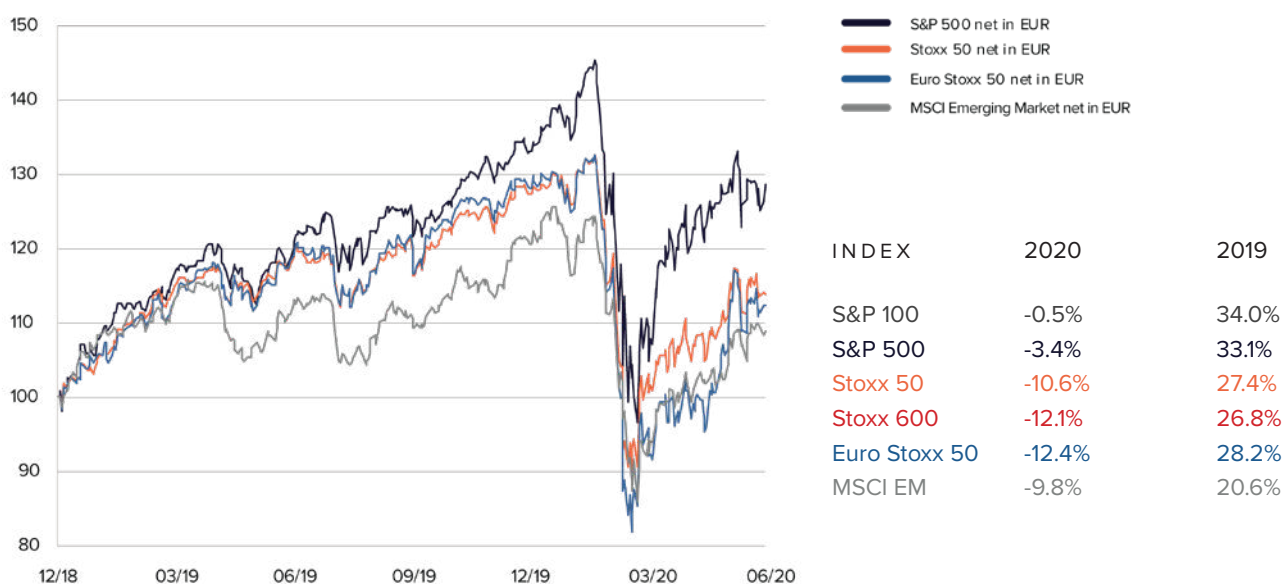


Abbildung 1: Entwicklung der internationalen Aktienmärkte
Indexiert auf 100; Alle Indizes in EUR und inkl. Dividenden. Daten per 30.06.2020
Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg



WELCHE RISIKEN

ES IM AUGENBLICK ZU BEHALTEN GILT

Als eines der Risiken diskutieren Marktteilnehmer zur Zeit die Unruhen in mehreren US-Städten nach dem Tod des Afroamerikaners George Floyd durch Polizeigewalt. Doch so aufwühlend die Entwicklungen menschlich-moralisch auch zu bewerten sind, die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte sollten begrenzt sein, solange die Situation nicht in bürgerkriegsähnliche Zustände ausartet. Ein weiteres Risiko bleibt die Covid-19-Pandemie. Die Lage in der entwickelten Welt scheint sich diesbezüglich etwas zu beruhigen. Auch im Hotspot USA sind die täglichen Todesfälle beispielsweise seit dem Höhepunkt im April recht stetig gesunken. In einzelnen Staaten ist die Anzahl der Neuinfizierten zuletzt allerdings wieder gestiegen und die Gefahr einer zweiten Welle von Massnahmen durch die Politik bleibt global bestehen. Ein erneutes Herunterfahren der Wirtschaft wäre extrem unvorteilhaft für die einzelnen Märkte. Allerdings hat Finanzminister Steve

Mnuchin bereits verkündet, dass zumindest für die USA kein weiterer landesweiter Lockdown angestrebt wird.

Ein drittes Risiko sehen wir im Handelsstreit zwischen den USA und China. Die Rhetorik hat sich zuletzt wieder deutlich verschärft, was für beide Seiten opportun erscheint. In Amerika ist Wahlkampf und Trump instrumentalisiert den Streit gerne für politische Zwecke - und auch für Chinas Staatschef gilt es, Stärke zu zeigen. Jedoch gehen wir aktuell nicht von einer Eskalation des Streits mit neuen Zöllen aus. Denn das wäre für beide Machthaber in der derzeitigen wirtschaftlichen Lage wiederum nicht förderlich. Zudem ist es sehr unwahrscheinlich, dass alle drei Themen gleichzeitig eskalieren, da diese negativ miteinander korreliert zu sein scheinen. Die Risiken werden die Welt aber auch im zweiten Halbjahr begleiten. Im Mittelpunkt dürfte dann jedoch ganz klar der US-Wahlkampf



stehen. Für Wirtschaft und Aktienmarkt in den USA, aber auch weltweit, hat es eine sehr hohe Relevanz wer künftig im Weissen Haus sitzt und vor allem wer über die Mehrheiten im Senat und Repräsentantenhaus verfügt.

DROHENDE STEUER- ERHÖHUNGEN

ODER

LIEBER HANDELS- STREITIGKEITEN?

Im November werden in den Vereinigten Staaten der Präsident, ein neues Abgeordnetenhaus und ein Drittel des Senats gewählt. Für die Republikaner geht Donald Trump ins Rennen, für die Demokraten Joe Biden, der dem gemässigten Lager der Partei angehört. Zwei Themen, welche die Aktienmärkte immer wieder beschäftigt haben und dies wohl auch künftig tun, sind Steuern/Regulierung und Handelsstreit mit China. Trumps Steuersenkungen und Regulierungsabbau wurden an den Aktienmärkten per Saldo positiv aufgenommen. Die Auseinandersetzung mit

China, die Trump immer wieder befeuert hat, hat die Märkte allerdings stark verunsichert. So würde es wahrscheinlich auch in einer zweiten Amtszeit aussehen, dann womöglich sogar noch erweitert um ernste Reibereien mit Europa. Präsidentschaftskandidat Biden hingegen hat angekündigt, die Steuern erhöhen und Regulierung verstärken zu wollen. Das wäre gerade für den US-Aktienmarkt eher negativ. Auch die Wähler der Demokraten sind zwar nicht sonderlich chinafreundlich gestimmt, ein demokratischer Präsident würde aber wahrscheinlich zurückhaltender agieren, was angenehmer für die weltweiten Kapitalmärkte wäre. Die kapitalmarktbezogenen Vor- und Nachteile der Kandidaten halten sich also in etwa die Waage. Es zählt jedoch nicht nur die Präsidentschaft, sondern auch die Machtverteilung im Senat und Abgeordnetenhaus. So ist beispielsweise für eine Steuerreform die Zustimmung beider Kammern notwendig.



US-PRÄSIDENTSCHAFTSWAHL: TRUMP UND BIDEN ZURZEIT GLEICHAUF

Grundsätzlich sind derzeit vier Konstellationen für den Wahlausgang denkbar. Bei zweien kontrollieren – wie zurzeit – die Republikaner den Senat und die Demokraten das Abgeordnetenhaus, dazu kommt im Fall 1 Präsident Trump, im Fall 2 Präsident Biden. In den beiden anderen Fällen stellt eine der beiden Parteien den Präsidenten und kontrolliert beide Häuser. Vor allem die Variante, dass der Demokrat Biden durchregieren und damit auch die geplanten Steuererhöhungen seiner Partei durchsetzen kann, könnte sich negativ auf die Märkte auswirken und US-Aktien sogar schlechter stellen als die Börsen im Rest der Welt. Ausserhalb der USA dürfte auch in diesem Szenario eine

gewisse Erleichterung darüber vorherrschen, dass Trump dann nicht länger im Weissen Haus sässe. Die Wahrscheinlichkeit, dass solch eine Konstellation eintritt, ist gemäss den Prediction Markets aktuell gar nicht so gering (siehe Abbildung 2). Unserem hauseigenen Tool zufolge liegt die Wahrscheinlichkeit eines Sieges bei der Präsidentschaftswahl für Trump und Biden derzeit jedoch etwa bei 50 zu 50, wobei Trump in den letzten Wochen weiter an Zustimmung verloren hat. Relativ deutlich, mit einer Wahrscheinlichkeit von ungefähr 80 zu 20, sichern sich die Demokraten weiterhin das Abgeordnetenhaus. Sehr eng wird es hingegen beim Senat, hier dürften die Ergebnisse in einigen wenigen Staaten – wie

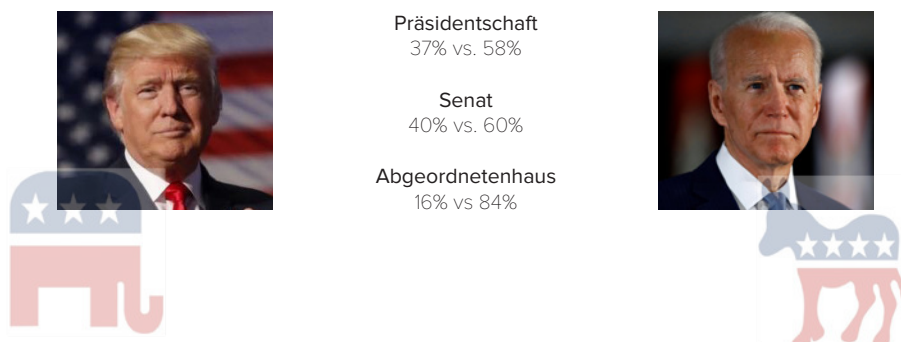


Abbildung 2: US-Wahlwahrscheinlichkeiten

Quelle: Election Betting Odds, Betfair, PredictIt, Bergos Berenberg, Daten per 30.06.2020



auch bei der Präsidentschaftswahl – entscheidend sein. Im Fokus stehen dabei die Rennen in Iowa, Maine und North Carolina.

WIE SICH DER WAHLAUSGANG AUF DIE SEKTOREN NIEDERSCHLÄGT

Der Wahlausgang wird sich unterschiedlich auf die einzelnen Sektoren auswirken. Kann Trumps Steuerreform zurückgedreht werden, würden vermutlich Sektoren wie Basiskonsum und Versorger leiden. Denn sie haben von den Unternehmenssteuersenkungen mit am stärksten profitiert. In beiden Parteiprogrammen spielt Energie eine wichtige Rolle. Von den Demokraten an der Macht würden Erneuerbare Energien profitieren und die klassischen US-Energie-Werte eher leiden. Bei den Republikanern wäre es genau anders herum. Durch die Demokraten unter Druck geraten dürften zudem die Bereiche Pharma und Tabak. Als grosse Wahlkampfthemen erwarten wir die Bewertung des Krisenmanagements von Trump. Ebenso spielen die Wirtschaft und Gesundheits-

versorgung eine wichtige Rolle. Eine stärkere Konjunkturerholung würde Trump wahrscheinlich Rückenwind verleihen. Aber auch die Aktienmarktkurse spielen für die Wähler in den USA – im Gegensatz zu Deutschland – eine wichtige Rolle, da an ihnen die Altersvorsorge vieler Amerikaner hängt. Insgesamt ist aus jetziger Sicht ein sehr enges Rennen zu erwarten und neben der Wahl des Präsidenten sollte vor allem die Sitzverteilung des Senats im Fokus der Börsianer stehen.

NEUTRALE AKTIENQUOTE MIT REGIONALEM SCHWERPUNKT AUF US-AKTIE

Trotz der genannten Risiken bleiben wir weiterhin bei einer neutralen Aktienquote, da wir über die nächsten Monate eine volatile Seitwärtsbewegung des Marktes erwarten. Gerade im Vergleich zu Anleihen sind Aktien grundsätzlich noch immer attraktiv bewertet. Die Gewinnrendite von Aktien liegt spürbar über der Anleiherendite. Ebenso unterstützend ist die enorme Liquidität, die



weltweit durch Notenbanken und Fiskalpolitik bereitgestellt wird. Auch eine bestenfalls neutrale Positionierung und ein vorsichtiges Sentiment (als Kontraindikator) sprechen für Aktien. Regional favorisieren wir für die kommenden Monate weiterhin den US-Aktienmarkt und dort v.a. das Large Cap-Segment. Im Vergleich zum Rest der Welt erwarten wir für das Bruttoinlandsprodukt in den USA einen geringeren Rückgang für 2020, insbesondere weil die US-Notenbank schnell und beherzt reagiert hat. Zudem haben US-Unternehmen bereits in der Vergangenheit bewiesen, dass sie in Krisen stärkere Resistenz zeigen und sich im Nachgang schneller erholen. Auch hat der US-Aktienmarkt einen strukturellen Vorteil: Dort dominieren v.a. diejenigen Sektoren, die in der Krise eher zu den Gewinnern zählen: Technologie, Gesundheit und der 2018 neu geschaffene Sektor Kommunikation, dem zum Beispiel Unternehmen wie Alphabet und Electronic Arts zuzuordnen sind.