



# Markt & Wirtschaft

Ausgabe 14 /2020 – 12. Oktober 2020

## US-WAHL: IT IS DIFFERENT THIS TIME!

### KOMPLEXE AUSGANGSLAGE

Die US-Präsidentenwahl am 3. November findet in einer komplexen Gemengelage statt. Während die Umfragen ihre bekannten Unwägbarkeiten bergen, ist die amerikanische Gesellschaft gespalten wie selten zuvor. Zudem kämpft sie weiter mit den ökonomischen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie (neben dem menschlichen Leid, welches das Virus anrichtet). Die Hängepartie in Sachen weiterer fiskalischer Unterstützung ist mit Blick auf den amerikanischen Arbeitsmarkt, dessen Erholungspfad immer mehr zu wünschen übriglässt, kritisch zu beurteilen. Dies ist umso bedeutsamer, als dass der notwendige Stimulus für die aggregierte Nachfrage mit der Fed an ihrer Untergrenze für den Leitzins letztlich von der Fiskalpolitik kommen muss. Gleichzeitig führt an der weiteren Öffnung der Wirtschaft kein Weg vorbei. Dies nicht zuletzt abhängig von der ausstehenden Existenz eines wirksamen Impfstoffes (mit hinreichender Produktionskapazität und Akzeptanz in der Bevölkerung). Während die politische und gesellschaftliche Spaltung Amerikas unabhängig vom Wahlausgang über die nächsten Jahrzehnte anhalten dürfte, sind die Größe des Fiskalpaketes wie auch die internationale Arbeitsteilung mittelfristig eine Funktion des bevorstehenden Urnengangs. Kurzfristig liegt unseres Erachtens das größte Risiko der anstehenden US-Wahl in einer möglichen Nichtanerkennung des Wahlergebnisses durch den amtierenden Präsidenten. Im Extremfall könnte es im Nachgang der Wahl bis zu zwei Monate dauern, bis ein Wahlsieger feststeht.

Während eine Wahlprognose (wie auch Umfragen) das größte Leck im Bereich der möglichen Nichterfassung des Sentiments von unschlüssigen Wählern aufweist und damit nicht zielführend ist, zeigen wir nachfolgend für ein Biden-Wahl-Szenario als auch eine zweite Trump-Amtszeit entsprechende Implikationen für unseren Multi-Asset-View auf.

Grundsätzlich erwarten wir, dass eine zweite Trump-Administration via „America First“ versuchen dürfte, internationale Wachstumssynergien zu minimieren respektive für den eigenen Vorteil zu nutzen. Dagegen

sollte eine Biden-Regierung auch auf die Komplementarität von globalen Wertschöpfungsketten setzen. Von einer relativ stärkeren Erholung der Weltwirtschaft in letzterem Szenario würde wiederum die amerikanische Wirtschaft durch Exporte profitieren.

### AKTIEN: DER WAHLAUSGANG IST RELEVANT

Zu Beginn des vierten Quartals 2020 sind wir mit Bezug auf globale Aktien taktisch neutral, behalten hier jedoch unsere Neigung zu einer leichten Übergewichtung mit Blick auf einen 12-Monats-Horizont bei. Ganz generell dürften „Risky-Assets“ im Vorfeld der Wahl und angesichts der zögerlichen Fiskalpolitik partiell unter Druck geraten. Nicht zuletzt im Falle einer Anfechtung des Wahlergebnisses könnte sich eine entsprechende Kasse-Position für neue Engagements auszahlen. Sofern nach der Präsidentenwahl weiterhin Fortschritte beim Impfstoff sowie eine Einigung beim Fiskalpaket erzielt werden, sollte bei Aktien – flankiert von historisch niedrigen Realrenditen – die Oberseite grundsätzlich magnetisch bleiben. Mit Blick auf eine mögliche zweite Amtszeit Trumps rücken bei US-Aktien schnell die zu erwartenden Steuersenkungen in den Fokus. Bereits 2017 kletterte der Russell 2000 Index, zusammen mit Large Caps, in Erwartung der Steuerreform stetig höher. Im Sechs-Monats-Zeitraum nach Inkrafttreten ließ der Russell-Index für kleinere und mittlere Werte (SME) seine Blue-Chip-Pendants sogar deutlich hinter sich. Während Herausforderer Biden die Trump-Steuersenkungen zumindest teilweise wieder zurückdrehen würde (SME-negativ), könnte sich seine konstruktivere Außenhandelspolitik als positiv für SMEs herausstellen. Während der negativen Handelsrhetorik der Trump-Administration und der letztlich Einführung von Handelshemmnissen blieben Small hinter Large Caps zurück. Entgegen der Vermutung, kleinere und mittlere Unternehmen seien nur auf ihre jeweiligen Heimatländer angewiesen, benötigen SMEs vielmehr einen entsprechenden Rückenwind durch die globale Konjunktur. Dieser hängt wiederum bekanntlich stark am Tropf der Schwellenländer. Konsistent damit wiesen

Small Caps in Relation zu Large Caps (gemessen an der Performance des S&P 500 Index) im Handelskrieg eine hohe Korrelation zu Schwellenländeraktien auf. Ein weiteres Politikfeld, auf dem eine Biden-Administration insbesondere Small-Cap-Punkte liefern dürfte, ist der Gesundheitsbereich. Dagegen dürften Large Caps ihren kleineren Brüdern und Schwestern im Falle einer „grünen“ Initiative im Energiesektor unter Biden leicht die Show stehlen. Darüber hinaus würde eine (wie auch immer geartete) Regulierung des US-Tech-Sektors unter Biden vermutlich schärfer ausfallen. Letztlich sollten SMEs von einem stärkeren Regulierungsansatz mehr profitieren. Mit einem demokratischen Präsidenten stiege zudem die Wahrscheinlichkeit eines großvolumigen Programmes für Verkehrs-, Energie- und Kommunikationsinfrastruktur. Der große Profiteur der jetzigen Präsidentschaft, der Finanzsektor, hätte unter einer Fortsetzung weiterer Deregulierung oder Steuererleichterungen unter Trump erneut die Nase vorn; Biden würde hier Einiges zurückdrehen. Mit Blick auf den Verteidigungs- und Rüstungssektor sprechen die anhaltenden geopolitischen Spannungen eher für höhere Ausgaben in diesem Bereich, insbesondere unter republikanischer Präsidentschaft.

#### FISKALHOFFNUNGEN: BEWEGUNG AM LANGEN ENDE DER US-RENDITESTRUKTURKURVE

Mit Blick auf das G10-Anleihe-Universum sind im aktuellen Umfeld grundsätzlich die Fed-Erwartungen sowie die Pandemie-Entwicklung die (im Vergleich zum Wahlausgang) entscheidenden Treiber. Nichtsdestotrotz rechnen wir im Falle einer Wahl-Anfechtung mit einem Anstieg der Volatilitäten an den Zinsmärkten. Im Umkehrschluss erwarten wir im Falle eines eindeutigen Siegers (der ggf. nicht auf die Briefwählerstimmen angewiesen ist) einen kurzfristig starken Verkauf von Staatsanleihen bei gleichzeitigem Rückgang der Volatilitäten. Während Unterschiede in der zu erwartenden Fiskalpolitik von Biden versus Trump nicht zu vernachlässigen sind, bleibt die Erholung am Arbeitsmarkt und damit der private Konsum neben der Fed der signifikante Treiber für die Richtung von Laufzeitenprämien. Arbeitsmarkt wie Notenbank sind dabei stark von der Pandemie-Entwicklung abhängig. Von der Fed, die ihre Geldpolitik im Herbst richtungsweisend und erfolgreich kalibriert hat (das neue Average-Inflation-Targeting bedeutet eine höhere Inflationstoleranz), sind zusätzliche Konjunkturimpulse lediglich im Falle einer verheerenden Covid-19-Entwicklung zu erwarten. Wie Fed-Chair Powell kürzlich erneut bekräftigte, ist die Fiskalpolitik am Zug. Sofern es im Vorfeld der Präsidentschaftswahl nicht doch noch zu einem von beiden Parteien getragenen Fiskalpaket

kommt, dürften die Kanonen eines demokratischen Finanzministers nach der Wahl stärker „donnern“. Um ein robustes „Bear-Steepening“ der US-Treasury-Kurve (eine steilere Rendite-Laufzeitenstruktur, getrieben vom langen Ende) in Gang zu setzen, müsste es jedoch zu einer „blauen Welle“ (Demokraten stellen den Präsidenten und erobern beide Kammern des Kongresses) respektive zu einem umfassenden Wahlsieg der GOP (Republikaner stellen den Präsidenten und erobern beide Kammern des Kongresses) kommen. Letztere könnten die Inflationserwartungen über eine Kombination aus Staatsausgaben und Steuersenkungen antreiben. Summa summarum schätzen wir den Kurven-Effekt am langen Ende im Falle eines Biden-Sieges leicht höher ein. Kommt es dagegen zu einem geteilten Kongress, rechnen wir – nach einem initialen Steepening – mit einem „Bull-Flattening“ der Kurve (Verflachung, die vom langen Ende getrieben wird).

#### EUR/USD MIT MODERATEM AUFWÄRTSPOTENZIAL

Da die Risikoaversion im Falle eines unsicheren Wahlausgangs wie erwähnt ansteigen dürfte, kommt die Safe-Haven-Eigenschaft des Greenback zum Tragen. Die Dollarnachfrage sollte steigen und mit ihr ceteris paribus der Außenwert der Währung. Grundsätzlich hat die US-Währung aber noch weitere Eigenschaften. So ist sie beispielsweise eine antizyklische Währung. Die US-Ökonomie ist generell weniger zyklisch als die viele ihrer Handelspartner. Bei einer globalen Wachstumsbeschleunigung tendiert das internationale Kapital dazu, in die Regionen mit der stärksten Wachstumsamplitude zu strömen. Kapital wird aus den USA abgezogen und wandert zum Beispiel in die stärker wachsenden Schwellenländer oder nach Europa und Asien. Da wir sowohl der US-Wirtschaft – im Fahrwasser einer globalen Konjunkturerholung – als auch den asiatischen Schwellenländern im Falle eines Biden Wahlsieges eine relativ stärkere Performance zubilligen, könnte die Welt-Leitwährung 2021 einen sanften Rückwärtsgang einlegen. Dem meistgehandelten Währungspaar trauen wir in diesem Fall und unter der Bedingung, dass die EU ihre Anleihen zwecks Finanzierung ihres immensen Fiskalpaketes ohne Verzögerung begeben kann, ein temporäres Überwinden der Marke von 1,20 zu. Nach der Einigung auf ein hinreichend großes Volumen an Transfers im Verhältnis zu Krediten an die EU-Mitgliedsstaaten im Rahmen des European-Recovery-Fonds (ERF) im Sommer stehen derzeit noch die Zustimmungen der nationalen Parlamente aus. Mit Blick auf das avisierte EU-Emissionsfenster mit Start Q1 2021 ist Eile geboten. Da sich die Stärke der Gemeinschaftswährung in den vergangenen Monaten maßgeblich aus der EU-Fiskalpolitik ableiten ließ, ist deren anhaltende Glaubwürdigkeit nun gefragt.

---

#### DISCLAIMER

Die Informationen in diesem Dokument wurden sorgfältig recherchiert. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Alle Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Finanzanalyse, eine Empfehlung, eine Anlageberatung oder einen Vorschlag einer Anlagestrategie noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Daher genügen sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen können eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der H&A Global Investment Management GmbH oder deren assoziierter Unternehmen dar. Interessenkonflikte sind auf der Homepage von H&A Global Investment Management GmbH <https://www.ha-gim.com/rechtliche-hinweise-rechtliche-hinweise> veröffentlicht.