

09. November 2020

Joe Biden gewinnt US-Wahl

Donald Trump ficht Ergebnis an

Die Amerikaner haben gewählt und nun auch ein Ergebnis, zumindest auf Basis der Erstauszählung. Demnach löst Joe Biden Donald Trump ab und wird 46. Präsident der Vereinigten Staaten. Biden liegt nicht nur in der landesweiten Wählergunst vorn („popular vote“, 50,5 %:47,7 %), sondern kann – und das ist letztlich entscheidend – auf mindestens 279 der 538 Wahlmänner und Wahlfrauen zählen („electoral vote“). 270 Wählerleute aber reichen für die eigentliche Präsidentschaftskür Mitte Dezember. Die Vereidigung des neuen Präsidenten findet am 20. Januar 2021 statt.

Gab es in der Wahlnacht noch erste Anzeichen, als würde Trump an ihm vorbeiziehen – die Wettmärkte waren zwischenzeitlich schon auf ein solches Szenario umgeschwenkt – schaffte Joe Biden doch noch den „blue shift“ (blau ist die Parteifarbe der Demokraten) und konnte letztlich die Bundesstaaten Michigan, Pennsylvania, Nevada und Wisconsin für sich entscheiden. Noch offen ist das Ergebnis in Alaska, North Carolina, Arizona und Georgia. In den ersten beiden Staaten liegt aktuell Donald Trump vorn, in den zwei anderen Joe Biden. In allen vier Staaten geht die Auszählung weiter. Sie hatte sich wegen der Vervielfachung der Briefwahlstimmen und der Rekordwahlbeteiligung auch in anderen Bundesstaaten, insbesondere den „swing states“, in die Länge gezogen.

Donald Trump ficht die Wahl zwar juristisch bereits an, seine Erfolgchancen werden aber als gering eingeschätzt. In der Zwischenzeit hat z.B. auch George W. Bush, der 43. US Präsident und Republikaner, Joe Biden zur Wahl gratuliert.



Joe Biden hat die US-Präsidentschaftswahl gewonnen. Auf ihn kommen schwierige Aufgaben zu. Er muss die zuletzt auch in den USA massiv gestiegenen Infektionszahlen unter Kontrolle bringen, die US-Wirtschaft stabilisieren und eine zutiefst gesplante Nation wieder zusammenführen. Die transatlantischen Partner haben seine Wahl mit Erleichterung aufgenommen. Joe Biden gilt als ausgewiesener Transatlantiker. Große Auswirkungen auf die Finanzmärkte sollte seine Wahl aber nicht haben, denn diese stehen nach wie vor unter dem starken Einfluss der Corona-Pandemie und der geldpolitischen Unterstützung durch die Zentralbank. Aufgrund des wahrscheinlichen „Split Congress“ hat Joe Biden auch

Allerdings blieb Biden spürbar hinter den Meinungsumfragen von vor der Wahl zurück. Auch die Demokraten verfehlten ihr Ziel bei den gleichzeitig stattfindenden Kongresswahlen. Nichts wurde aus der blauen Welle, die dem neuen Präsidenten beide Parlamentskammern hätte sichern sollen. Zwar konnten die Demokraten ihre bei den Zwischenwahlen vor zwei Jahren zurückeroberte Mehrheit im Repräsentantenhaus wohl verteidigen. Der Senat aber dürfte in republikanischer Hand bleiben. Allerdings gibt es mit den beiden Stichwahlen in Georgia (5.1.2021) noch eine kleine Chance auf ein Patt (50:50), das dann Bidens Vize Kamala Harris zugunsten der Demokraten auflösen könnte. Ein „Split Congress“ (wahrscheinlichstes Ergebnis) aber gilt als das marktfreundlichste Biden-Szenario, bleiben den Märkten doch die radikalen Elemente seiner Wirtschaftsa-genda erspart. Biden wird wohl erhebliche Abstriche von seinen geplanten Steuererhöhungen und (Re)Regulierungen machen müssen.

Wird Joe Biden tatsächlich als 46. Präsident vereidigt – und auf dieser Annahme basiert die folgende Analyse –, steht er vor enormen Herausforderungen. In Sachen Corona – die zweite Welle trifft nun auch die USA mit voller Wucht – muss er den Spagat meistern zwischen einem effektiveren Krisenmanagement (sowie der Stärkung eines ohnehin angeschlagenen Gesundheitssystems) einerseits und der Offenhaltung von Wirtschaft bzw. Gesellschaft andererseits. Das wird schwer genug, auch wenn ihm die Zeit in die Hände spielen könnte – schließlich dürften Impfstoffe und Medikamente die Pandemie im kommenden Jahr sukzessive entschärfen.

Seine innenpolitisch vornehmste Aufgabe ist es, die tiefe Spaltung des Landes zu überwinden, Demokraten und Republikaner wieder zu versöhnen, das Vertrauen in die Politik zurückzugewinnen sowie nachhaltige Veränderungen gegen strukturellen Rassismus und Polizeigewalt anzuschieben. Ob das gelingt, ist fraglich. Auf schnelle Erfolge sollte man jedenfalls nicht setzen. Zu tief sind die politischen, gesellschaftlichen aber auch ökonomischen Gräben in den USA, zu groß das Misstrauen gegenüber dem politischen Establishment in Washington (für das Biden steht), zu groß die Abneigung des republikanischen Lagers. Biden aber könnte zumindest die jüngste Negativdynamik spürbar einbremsen.

Außenpolitisch betont Joe Biden den globalen Führungsanspruch der USA. Berechenbarkeit und Verlässlichkeit sollen wieder ins Zentrum rücken. Die Abkehr von Bilateralismus, das Bekenntnis zu Bündnissen sowie die Reaktivierung tradierter Partnerschaften sind Eckpunkte seiner internationalen Politikagenda. Eine rasche und weitreichende Kehrtwende in Sachen **Protektionismus** dürfte es allerdings nicht geben, wahrscheinlich aber ein Ende der Strafzollspirale. Letzteres ist eine gute Nachricht für den Welthandel. Im Kampf gegen Chinas Vormachtstreben sucht Biden den Schulterchluss mit den Verbündeten. Strittige Themen unter Partnern dürften diplomatisch gelöst werden.

nur eingeschränkte wirtschafts-politische Gestaltungsspielräume. Das Wahlergebnis ist für uns kein Anlass, unsere derzeitige Allo-kation spürbar anzupassen. Wir bleiben mittelfristig konstruktiv für riskante Anlagen, insbesondere für Aktien, und wollen Rückset-zer für Zukäufe nutzen. Kurzfristig bleiben aber die aktuelle Pande-miewelle und der Brexit wichtige Risikofaktoren. Langfristig geht an Aktien allerdings kein Weg vorbei, bieten festverzinsliche Papiere bei aktuellen Bewertungen noch nicht mal positive Nominalrenditen. Darüber hinaus können sich die geplanten Wachstumsimpulse in Europa nach dem Ende der Pande-mie durchaus positiv bemerkbar machen. Wir bevorzugen deswe-gen europäische Aktien.

Dr. Philip Gisdakis
Chief Investment Officer

Die protektionistische Grundhaltung Bidens – zum Teil der Parteidisziplin geschuldet – spiegelt sich allein schon in seinen Slogans wie „Made in America“, „Buy American“ oder auch „Innovate in America“ wider.

Im Fokus der Finanzmärkte werden (neben dem Außenhandel) Bidens Wirtschaftspläne stehen. Mehr Wachstum und zusätzliche Arbeitsplätze stehen bei ihm ganz oben auf der Agenda – auch jenseits überfälliger **zusätzlicher Corona-Maßnahmen**. Zudem zielt er auf eine gerechtere Verteilung. Vorrang hat für ihn die Mittelschicht („reward work, not just wealth“) sowie zusätzliche Sozial- und Infrastrukturausgaben. Klima- und Umweltschutz sind dabei die Kernpunkte („Green Deal“). Gleichzeitig plant er eine Rolle rückwärts bei Steuern. Die Sätze für Unternehmen und Reiche sollen steigen, das Steuersystem wieder progressiver gestaltet werden.

Modellrechnungen zeigen, dass der Biden-Plan die US-Wirtschaft langfristig auf eine gesündere, nachhaltigere Basis stellen würde. Allerdings ist eine vollständige und rasche Umsetzung seiner Agenda (jenseits von Corona) vor dem Hintergrund des „Split Congress“ unwahrscheinlich. Zumindest bei Steuer- und Ausgabengesetzen ist Biden auf überparteiliche Kompromisse angewiesen. Er muss seine ehrgeizigen Pläne wohl zusammenstreichen. Ein mögliches Patt im Senat verbunden mit der Entscheidungshoheit von Kamala Harris würde ihm hier auch nicht sehr viel weiter helfen, fehlt ihm doch die „Filibustering“-Mehrheit im Senat (60 Sitze). Nur so könnte er dem „Totdebattieren“ und damit der Blockade von Abstimmungen entgehen.

Aber selbst wenn er nur die Hälfte seiner Maßnahmen umsetzen könnte, zeigen ökonometrische Simulationsrechnungen, dass das BIP in den ersten Amtsjahren um bis zu 2 % höher ausfallen würde als im Referenzszenario (ohne wirtschaftspolitische Eingriffe). Am Ende seiner ersten Amtszeit lägen auch die Einkommen 2 % darüber und er hätte zwei Millionen zusätzliche Jobs geschaffen. Gleichzeitig stiege das Haushaltsdefizit, allerdings überschaubar. Weil sich die Inflation ab 2023 aber beschleunigt und die Arbeitslosigkeit deutlich zurückgeht, dürfte die Fed schon gegen Ende 2023 – also früher als im Referenzszenario – damit beginnen, die Zinsen anzuheben.

Sein (wenn auch überschaubar bleibendes) Stimulierungsprogramm sollte letztlich auch die Anleger überzeugen. Ein stärkeres Wachstum hilft, die steuerinduzierten Belastungen der Gewinnerwartungen zu kompensieren. Es besteht zudem die Chance auf eine Entspannung der (geo-)politischen Krisen, eine Stärkung des Welthandels und eine neue Vertrauensbasis, was ebenfalls einen positiven Effekt auf die Aktienmärkte haben sollte (**erst recht die europäischen**). In den kommenden Wochen aber dürften die Wahlanfechtungen im Verbund mit der Aussicht auf Steuererhöhungen und (Re)Regulierungen sowie der zweiten Corona-Welle zu Enttäuschungen, zumindest aber zu höheren Schwankungen bei Aktien führen.

Das sich eigentlich auf der Zielgeraden befindliche zweite Corona-Hilfspaket könnte sich mit den Wahlanfechtungen Trumps nun noch weiter verzögern – zum Schaden für die US-Wirtschaft.

Das käme in erster Linie den Automobilsektor und dem Maschinenbau zugute, die unter den Handelskonflikten am meisten gelitten haben.

Stärkere Verschiebungen als bei den Aktienindizes insgesamt erwarten wir auf Sektorebene. Profitieren sollten neben dem Gesundheits- & Pharmasektor die Baubranche, vor allem aber auch grüne Zukunftstechnologien bzw. nachhaltige Investments (ESG). Unterdurchschnittlich dürften sich der Energie-, der IT- und auch der Finanzsektor entwickeln. Unternehmensanleihen sollten weitgehend im Windschatten von Aktien segeln.

Ein Verlaufsmuster wie bei Aktien erwarten wir auch bei Staatsanleihen – mit umgekehrten Vorzeichen. Kurzfristig dürften sie profitieren und haben es zum Teil schon getan. Das gilt auch für Gold. Wenn Flucht in Sicherheit aber an Appeal verliert, dominieren die Fundamentaldaten. Höheres Wachstum, steigende Haushaltsdefizite sowie mittelfristig anziehenden Inflationserwartungen bedeuten einen **Aufwärtsdruck auf die US-Renditen** über den Referenzpfad hinaus. Die stark akkommodierende Fed-Politik sollte allerdings den Aufwärtstrend spürbar einbremsen, gleichzeitig aber auch für eine steilere Zinskurve sorgen.

Die Wahl Bidens wird den fundamental angelegten Abwärtstrend des US-Dollars wohl noch akzentuieren. Steuererhöhungen führen für sich genommen zu geringeren Kapitalzuflüssen, während Bidens Ausgabenpläne die Inflation wohl leicht über den Referenzpfad heben. Das lässt den US-Realzins tendenziell zurückgehen. Gleichzeitig dürfte sein Wirtschaftsprogramm die US-Zwillingsdefizite (Haushalts- & Leistungsbilanz) weiter steigen lassen. All das setzt dem Greenback zu. Zudem könnte auch die neue US-Administration einen schwächeren US-Dollar präferieren (Exportförderung). EUR-USD sollte also etwas stärker steigen als im Referenzszenario. Allzu stark dürfte der Anstieg allerdings nicht ausfallen.

Unsere Anlagestrategie

Nennenswerte strategische Anpassungen unserer Allokation ergeben sich aus dem US-Wahlergebnis nicht. Schließlich werden die durch Corona bzw. die stark expansive Geld- und Fiskalpolitik getriebenen Primärtrends nur überlagert und nicht neu ausgerichtet.

Wir bleiben für Aktienjenseits der kurzen Frist **konstruktiv**. Die anhaltende massive Stimulierung im Zuge der Corona-Pandemie sollte die Risikoneigung der Anleger fördern und sollte für Unterstützung der Aktienmärkte weltweit sorgen. Das expansive Wirtschaftsprogramm Bidens dürfte diese Entwicklung mittelfristig noch unterstreichen. Starke Impulse gehen davon allerdings nicht aus. Angesichts der mittlerweile recht hohen Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnis) wird die Luft ohnehin dünner. Der Kursanstieg ist durch das erwartete Gewinnwachstum im einstelligen Bereich gedeckelt. Für die kommenden Wochen, möglicherweise Monate, erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung mit zwischenzeitlichen Rücksetzern. Die zahlreichen Risiken wie die Wahlanfechtungen

Dies sollte, abgeschwächt, auch auf Europa ausstrahlen.

Das liegt auch an fehlenden renditestarken Alternativen. Risikobehaftete Anlagen wie Aktien sind mittlerweile zwar teuer (Bewertung), dürften aber im Vergleich zu Anleihen günstig bleiben.

bzw. der Machtwechsel in den USA, die zweite Corona-Welle, ein möglicher harter Brexit sowie zahlreiche geopolitischen Risiken sorgen eher für Enttäuschungen. Rückschläge würden wir indes für selektive taktische Zukäufe nutzen. Was die regionale Allokation betrifft, präferieren wir europäische gegenüber US-Aktien.

Anleihen sollten durch die weltweit expansive Geldpolitik gut unterstützt bleiben. Trotzdem dürften die Renditen länger laufenden Staatsanleihen jenseits kurzfristiger Schwankungen nach oben driften (Konjunkturerholung). Bidens Wirtschaftsprogramm betont diese Entwicklungen jenseits der kurzen Frist. Allerdings sind die Bewertungen von Staatsanleihen aktuell kaum interessant, vor allem nicht in Kerneuropa. Wir bevorzugen deshalb die Peripherieländer. Deren Papiere profitieren überproportional von der EZB und dem EU-Wiederaufbaufonds. Topgeratete („investment grade“) Euro-Unternehmensanleihen werden durch EZB-Käufe und Carry Trades (Zinsdifferenzgeschäfte) der Anleger stark unterstützt. Wir sind hier übergewichtet. Bei ihren US-Pendants ist eher Skepsis angesagt. Zudem sind hier sektorale Anpassungen angeraten.

Bei EUR-USD sehen wir – akzentuiert durch Bidens Wahlerfolg – mittelfristig weiteres Aufwärtspotenzial. Es dürfte allerdings überschaubar ausfallen. Die Fundamentaldaten sprechen mehrheitlich für einen schwächeren US-Dollar. Bei einer überzogen starken Euro-Aufwertung würde der Greenback wieder unser Interesse wecken. Er ist strategisch zur Streuung im Portfolio wichtig.

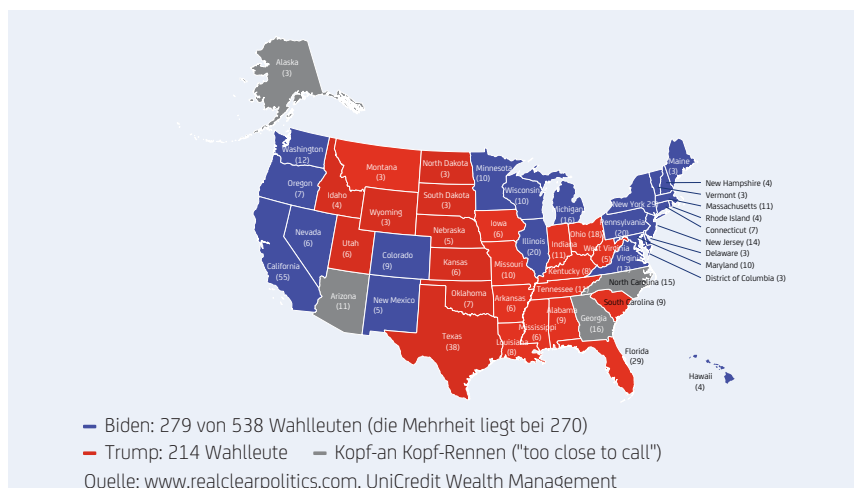
Der Goldpreis bleibt vor dem Hintergrund rekordniedriger Zinsen (Opportunitätskosten) und der monetären Reflationierung der Zentralbanken gut unterstützt. Darüber hinaus sollte er seine Rolle als „safe haven“ immer wieder entfalten können, insbesondere im vorerst unsicher bleibenden Umfeld. Wir hatten unsere Goldposition schon im Vorfeld aufgestockt.

I. Biden löst Trump ab – sieht sich aber Wahlanfechtungen und wohl einem gespaltenen Kongress gegenüber

Die Amerikaner haben gewählt und sich für den Demokraten Joe Biden als 46. Präsidenten der Vereinigten Staaten entschieden – zumindest auf Basis der Erstauszählung, die sich über Tage hinzog. Für den ehemaligen Vizepräsidenten Barack Obamas votierten 50,5 % der Wähler („popular vote“). 47,7 % stellten sich hinter Amtsinhaber Donald Trump. Entscheidend für die eigentliche Präsidentskür ist allerdings die Zahl der **Wahlmänner** bzw. Wahlfrauen („electoral college“). Hier konnte Joe Biden mindestens 279 der insgesamt 538 Delegierten hinter sich scharen (siehe Grafik). 270 Wahlleute reichen für die eigentliche Präsidentskür Mitte Dezember.

BIDEN WEISS DIE MEHRHEIT DER WAHLMÄNNER & -FRAUEN HINTER SICH

Nicht die Fläche, die Bevölkerung zählt – Zahl der Wahlmänner/-frauen in Klammern



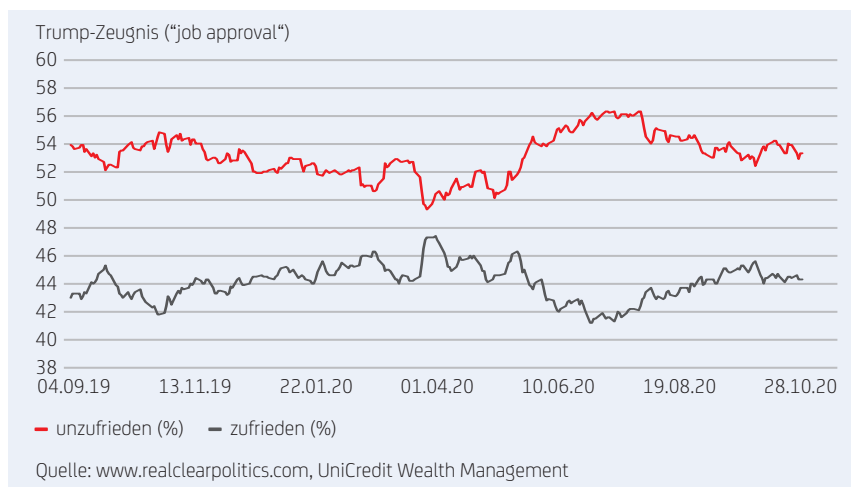
Dabei hatte es in der Wahlnacht zunächst nicht nach einem Biden-Sieg ausgesehen. Amtsinhaber Donald Trump schnitt weit besser ab als es die Umfragen und Wettermärkte zuvor implizierten. Sie sahen Herausforderer Joe Biden deutlich **in Führung**. Die Entwicklung Dienstagabend erinnerte an die Wahlen von vor vier Jahren, als Donald Trump Hillary Clinton noch auf der Zielgeraden abfangen konnte. Die Wettermärkte sahen zwischenzeitlich sogar den Amtsinhaber vorn. Dann aber schaffte Joe Biden doch noch den „blue shift“ (blau ist die Parteifarbe der Demokraten) und konnte die Bundesstaaten Michigan, Nevada, Pennsylvania und Wisconsin für sich entscheiden. Noch offen ist das Ergebnis in Alaska, North Carolina, Arizona und Georgia. In den ersten beiden Staaten liegt Trump vorn, in den anderen zwei dagegen Biden. Die Auszählung geht noch weiter. Sie hatte sich wegen der Pandemie-induzierten Vervielfachung der Briefwahlstimmen und der Rekordwahlbeteiligung auch in anderen Bundesstaaten, insbesondere in „swing states“, in die Länge gezogen.

In den USA wird der Präsident nicht unmittelbar vom Volk gewählt, sondern von Wahlmännern und -frauen, die die Bundesstaaten „entsenden“. Der Kandidat, der den Bundesstaat gewinnt, bekommt in der Regel **alle** Wahlmänner/-frauen. Am 14.12. wählen die Wahlmänner und -frauen den Präsidenten, am 6.1.2021 werden die Stimmen ausgezählt, am 20.1. findet die Amtseinführung statt.

Joe Biden lag vor dem Wahltag landesweit noch mit 6 Prozentpunkten vorn und führte auch in den „swing states“ (wenn auch weniger deutlich) wie z. B. in Florida, das er letztlich doch an Trump abgeben musste.

Profitieren konnte Biden dabei wohl von der höchsten Wahlbeteiligung seit 1900 (ca. 70 %; 2016: 60,1 %; 1900: 73,7 %). Die Mobilisierung bisheriger Nichtwähler dürfte ihm besonders zugutegekommen sein. Schließlich sind bei ihnen Gruppen überrepräsentiert, die eher **den Demokraten zuneigen**. Dazu mag auch der geschickte Schachzug beigetragen haben, mit Kamala Harris die erste weibliche und nicht-weiße „running mate“ zu nominieren. Letztlich entscheidend für Bidens Sieg aber war es wohl die generelle Unzufriedenheit über Trumps Amtsführung („job approval“; siehe Grafik), insbesondere mit dessen Corona-Management.

AMERIKANER SIND UNZUFRIEDEN MIT TRUMPS AMTSFÜHRUNG



Allerdings ist mit der Erstauszählung das letzte Wort noch nicht gesprochen. Donald Trump hat bereits in der Wahlnacht klar gemacht, dass er die Auszählung von Briefwahlstimmen nicht anerkennen will (erste Klagen sind bereits eingereicht) und nötigenfalls **vor das Oberste Gericht ziehen werde**. Seine Chancen, die Wahl erfolgreich anzufechten, gelten aber als gering. Schließlich lief sowohl die Wahl als auch die Auszählung bisher ruhig, geordnet und gesetzeskonform ab – entgegen so mancher Unkenrufe. Dadurch dass Donald Trump mehrere Bundesstaaten juristisch „zurückholen“ musste, verfügt Joe Biden über einen ordentlichen Puffer gegenüber Wahlanfechtungen.

Nicht nur Joe Biden selbst blieb spürbar hinter den Meinungsumfragen von vor der Wahl zurück. Auch die Demokraten verfehlten ihr Ziel bei den gleichzeitig stattfindenden Kongresswahlen. Nichts wurde bisher aus der blauen Welle, die dem neuen Präsidenten beide Parlamentskammern hätte sichern sollen. Zwar konnten die Demokraten ihre bei den Zwischenwahlen vor zwei Jahren zurückeroberte Mehrheit im Repräsentantenhaus wohl verteidigen (bisher 235 von 435 Sitzen). **Der Senat aber** bleibt wohl in republikanischer Hand. Ein „Split Congress“ aber gilt als das marktfreundlichste Biden-Szenario, bleiben den Märkten doch die radikalen Elemente seiner Wirtschaftsagenda erspart.

Die folgende Analyse basiert auf der Annahme, dass Joe Biden am 21. Januar 2021 als 46. Präsident der Vereinigten Staaten vereidigt wird.

Nichtwähler sind mehrheitlich Nicht-Weiße, ärmere, jüngere und weniger gut ausgebildete Menschen sowie Frauen. Siehe dazu auch den US Election Brief unserer Researchkollegen „The five key messages from opinion polls“ vom 14.9.2020.

Dort hatte er mit der Ernennung der konservativen Juristin Amy Coney Barrett als Nachfolgerin von Ruth Bader Ginsburg Ende Oktober die republikanische Mehrheit auf Jahre hinaus zementiert.

Allerdings gibt es mit den beiden Stichwahlen in Georgia (5.1.2021) noch die eher theoretische Chance auf ein Patt (50:50), das dann Bidens Vize Kamala Harris zugunsten der Demokraten auflösen könnte.

II. Vor großen Herausforderungen: Corona, gesellschaftliche Spaltung, strukturelle Gewalt/Rassismus und Rezession(snachwehen)

Die Herausforderungen, die auf Biden zukommen, sind gewaltig. Schließlich stecken die USA in einer Mehrfachkrise: Corona, die tiefe gesellschaftliche und ökonomische Spaltung, strukturelle Gewalt bzw. Rassismus sowie, die Nachwehen der Rezession. Ob es Biden gelingt, die Nation „besser wieder aufzubauen“, wie einer seiner Wahlslogans lautete, muss sich erst zeigen. Immerhin finden sich in seinem Wahlprogramm recht konkrete (Reform) Vorschläge, wie er die Probleme der USA angehen will (siehe Schaubild).

SCHAUBILD: ECKPUNKTE DES WAHLPROGRAMMS VON JOE BIDEN

	Joe Biden
Covid-19/ Gesundheit	Effektives Krisenmanagement, Ausweitung öff. Gesundheitsprogramme <ul style="list-style-type: none"> Landesweite, evidenz- & wissenschaftsbasierte Leitlinien und (finanzielle) Ressourcen Ausbau von "Obamacare", Senkung von Medikamentenpreisen
Polizeireform/ Waffen	Reformen, keine Mittelkürzung <ul style="list-style-type: none"> Strukturen (Aus- und Fortbildungen, Training), 300 Mio. USD für gemeinwesenorientierte Polizeidienste Extramittel für Sozialprogramme (Schulen, Sommerkurse, Anti-Drogen), Verbot automatischer Waffen
Wirtschaft & Handel	Build Back Better: Wiederaufbau, Reward Work & Green Deal <ul style="list-style-type: none"> Fokus auf Konjunkturerholung (Fiskalpolitik) & neue Jobs, Made in America, Buy & Hire American Förderung der Mittelschicht ("reward work, not just wealth") & Arbeitnehmerrechte; 15 USD Mindestlohn gemeinsam gegen China (unfairer Handel, geistiges Eigentum, Technologietransfer) Klimaneutralität bis 2050, Rückkehr in Pariser Klimaschutzabkommen, Umweltschutz als Zukunftsaufgabe Mehr regulative Eingriffe im trad. Energiesektor (keine Subventionen), Großbanken & Internetfirmen
Steuern	Höhere Steuern für Unternehmen & Reiche <ul style="list-style-type: none"> Anhebung des Unternehmenssteuersatzes von 21 % auf 28 % (vor Trump 35 %) Wideranhebung von Spitzengrenzsteuer- und Kapitalertragssteuersatz auf 39,6 % Begrenzung der Steuerabzüge auf 28 % für höhere Grenzsteuerklassen
Staatsausgaben	Konjunkturprogramm und Zukunftsinvestitionen <ul style="list-style-type: none"> Demokraten: kurzfristig 3,4 Bio. USD schweres neues Corona-Hilfspaket, hängt derzeit im Kongress 7,5 Bio. USD für Zukunftsinvestitionen für die kommenden 10 Jahre Schwerpunkte: Klima- und Energie (1,7 Bio.), Bildung (1,5), Infrastruktur (Transport / Transit, 5G, Wasser)
Einwanderung	Erleichterte Einbürgerung <ul style="list-style-type: none"> Entkriminalisierung illegaler Einwanderer, erleichterte Einbürgerung
Internationale Politik	Revitalisierung der Partnerschaften <ul style="list-style-type: none"> USA muss wieder führen, Wiederbelebung von Partnerschaften, harte Haltung gegen China

Quelle: www.joebiden.com/joe's-vision, diverse Agenturen, UniCredit Wealth Management

In puncto Corona-Krisenmanagement verfolgt Biden eher den europäischen Ansatz und setzt auf landesweite, wissenschaftsbasierte Leitlinien (wie etwa Maskenpflicht) und zusätzliche Mittel für das ohnehin angeschlagene Gesundheitssystem. Bei der Bewältigung von Covid-19 könnte ihm indes die Zeit in die Hände spielen. So erwarten Experten die ersten nennenswerten Impfstoffdosen zum Jahreswechsel 2020/21, was die Corona-Krise

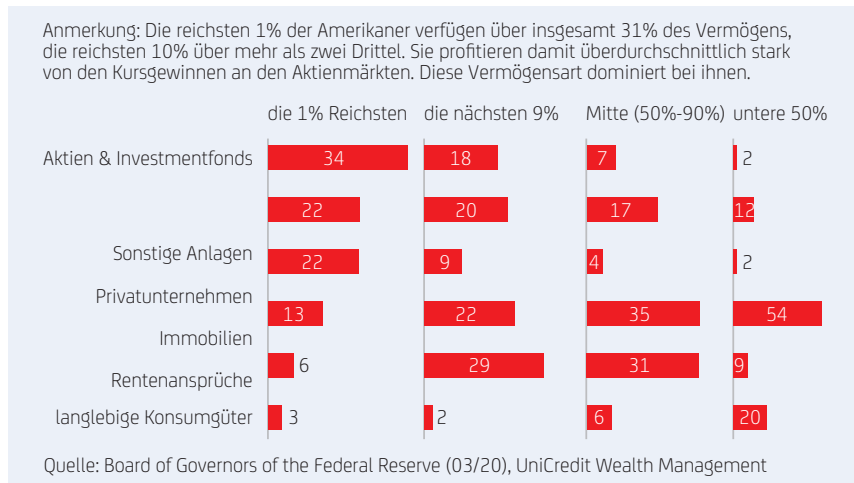
im (späteren) Jahresverlauf dann deutlich entschärfen könnte. Darüber hinaus will er „Obamacare“ weiter ausbauen und so für einen umfassenderen Krankenversicherungsschutz der Bevölkerung sorgen.

Innen- bzw. gesellschaftspolitisch wird es seine vornehmste Aufgabe sein, die tiefen Gräben, die nicht zuletzt der Wahlkampf gerissen hat, rasch zuzuschütten und beide Lager wieder zu versöhnen. Leicht wird dies sicher nicht, wurde der Wahlkampf doch sehr emotional und persönlich geführt. Das hat die ohnehin schon ausgeprägte Polarisierung im Lande noch verschärft. Sie zeigt sich nicht nur weltanschaulich bzw. politisch, sondern auch wirtschaftlich, etwa in der Entwicklung der Einkommens- und Vermögensverteilung (siehe Grafik). Sie ist in den letzten Jahren immer ungleicher geworden – **erst recht unter Trump**. Kein Wunder, wenn sich insbesondere die Mittelschicht immer mehr von Globalisierung bzw. wirtschaftlicher Entwicklung abgehängt fühlt.

Gleichzeitig plant Biden mit Polizeireformen, Aufklärungskampagnen, zusätzlichen Finanzmitteln und schärferen Waffengesetzen das Problem von struktureller Gewalt und Rassismus anzugehen. Zudem plädiert er für eine Entkriminalisierung und erleichterte Einbürgerung von (illegalen) Einwanderern.

EXTREM UNGLEICHE VERMÖGENSVERTEILUNG IN DEN USA

Anteile der Einkommensklassen an den Vermögensarten (in %)

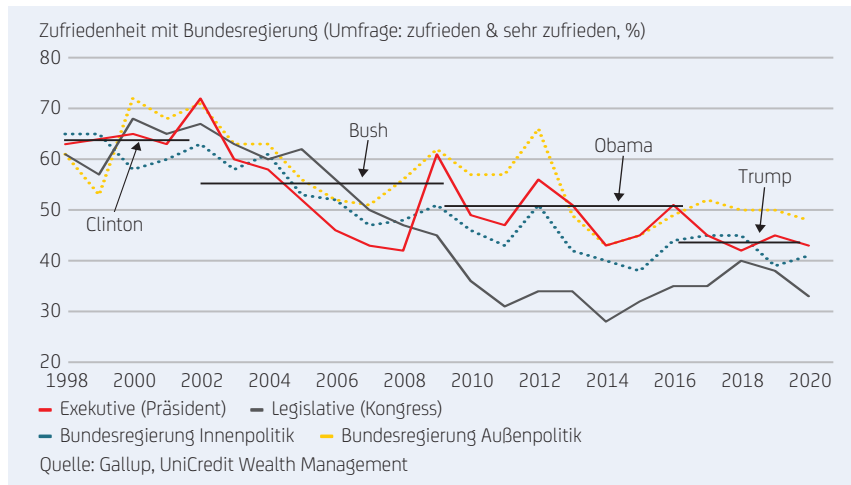


Mindestens genauso wichtig aber ist es, wieder Vertrauen in die Bundesregierung bzw. das Establishment in Washington herzustellen. Das aber gleicht einer Herkulesaufgabe. Die Politikverdrossenheit hat in den USA stetig zugenommen (siehe Grafik). Auf rasche Erfolge in Sachen Vertrauensbildung sollte man angesichts wohl fortdauernder parteipolitischer Grabenkämpfe eher nicht setzen.

Der Ausbau von „Obamacare“ dürfte dabei nicht einfach werden, war der „Patient Protection and Affordable Care Act (PPACA)“ von 2010 doch auch in Teilen der Demokratischen Partei umstritten.

Trump hat mit seiner Steuergesetzgebung dafür gesorgt, dass der durchschnittliche (effektive) Steuersatz der oberen 5 % der Einkommensbezieher auf nur noch 23 % zurückgegangen ist (1950: 75 %). Für die restlichen 95 % liegt er im Schnitt über 25 %. Von einer Steuerprogression lässt sich hier also kaum mehr sprechen. Das will Biden wieder ändern. Details dazu siehe den US Election Brief unserer Researchkollegen „Comparing Biden’s and Trump’s Tax Proposals“ vom 29.9.2020.

VIER GRAPHEN, EINE BOTSCHAFT: DIE UNZUFRIEDENHEIT MIT DER BUNDESREGIERUNG HAT ZUGENOMMEN



Außenpolitisch steht bei Biden die Rückkehr zum globalen Führungsanspruch der USA ganz oben auf der Agenda. Die Abkehr von Bilateralismus und Merkantilismus, Bündnistreue sowie die Reaktivierung tradierter Partnerschaften sind Eckpunkte seiner internationalen Politikagenda. Berechenbarkeit und Verlässlichkeit sollen wieder ins Zentrum rücken. Das bedeutet aber nicht das Ende aller Streitigkeiten – auch nicht **mit Europa**. Und in der generellen Einschätzung Chinas unterscheidet sich Biden nicht von Trump. Das ist ein bleibender Konflikt. Bidens Ansatz und der Ton sind hier indes anders. Aber bereits das wären gute Nachrichten für den Welthandel, der unter Trump bereits schrumpfte und mit Corona sogar regelrecht wegbrach.

III. Wirtschaft: Ausgabenprogramme & „Green Deal“ sorgen für Wachstumsbelebung

Im Fokus der Finanzmärkte stehen neben der Handelspolitik naturgemäß Bidens Steuer- und Ausgabenpläne. Er zielt – auch jenseits expansiver Corona-Maßnahmen – auf mehr Wachstum und Jobs und dabei insbesondere auf eine gerechtere Verteilung. Den Schwerpunkt legt er dabei auf die Mittelschicht („reward work, not just wealth“) sowie auf zusätzliche Infrastruktur- und Sozialausgaben. Dazu plant er eine Rolle rückwärts bei Steuern. Unternehmens- und Spitzensätze von Einkommen und Kapitalerträgen sollen – insbesondere für die Reichen – wieder angehoben werden (siehe Schaubild oben). Über zehn Jahre hinweg will er so Mehreinnahmen von rund 4 Billionen USD generieren. Zudem plant er, Trumps Deregulierungen im Finanz-, insbesondere aber im Energiesektor wieder rückgängig zu machen. Zentral aber ist ein rund 7,5 Billionen USD schweres Ausgaben- bzw. Zukunftsinvestitionsprogramm. **Klima- und Umweltschutz** sind dabei die Kernpunkte („Green Deal“).

So werden Verteidigungsbudgets, die NATO-Beiträge, Nord Stream 2, das Iran-Abkommen sowie nicht zuletzt Handelsbarrieren auch weiterhin für Unstimmigkeiten sorgen. Nur sollten sie wieder diplomatisch gelöst werden.

Biden will eine Rückkehr zum Pariser Klimaschutzabkommen und – analog zur EU – die US-Wirtschaft bis 2050 klimaneutral machen.

Bidens Wirtschafts- und Sozialprogramm würde – voll umgesetzt – zu deutlichen Wachstums- und Wohlfahrtsgewinnen führen. So zeigen Modellrechnungen mit dem Penn-Wharton-Budgetmodells, dass er die US-Wirtschaft **langfristig** auf eine gesündere, nachhaltigere Basis stellen würde. Unter Verwendung von Einnahmen- und Ausgabenmultiplikatoren schlussfolgern unsere UniCredit Researchkollegen, dass sein Programm, voll umgesetzt, auch kurzfristig, also bis 2024, ansehnliche BIP-Gewinne von insgesamt rund 5 % generieren könnte. In einem ökonometrischen Gesamtmodell, das auch Zweitrundeneffekte miteinschließt, kommt Oxford Economics zu einem ähnlichen Ergebnis. Bidens Programm würde nach zwei Jahren BIP-Gewinne von rund 3 % **generieren**.

Allerdings muss Biden wohl erhebliche Abstriche von seiner Wirtschaftsa-genda machen. Neben Gegenwind aus seiner eigenen Partei (u.a. Gesundheitsprogramm) dürfte ihm ein gespaltener Kongress seine Steuer- und Ausgabenpläne massiv zusammenstreiche, muss er doch in Sachen Budget Kompromisse über die Parteigrenzen hinweg suchen („bipartisan budget reconciliation process“). Mit „executive orders“ kann er hier nicht agieren. Allerdings ist die Parteidisziplin im US-Kongress weniger stark ausgeprägt als in europäischen Parlamenten.

Ein mögliches Patt im Senat und der Entscheidungsgewalt von Bidens Vize Kamala Harris würde ihm hier auch nicht sehr viel weiter helfen, fehlt ihm doch die „Filibustering“-Mehrheit im Senat (60 Sitze). Nur so könnte er dem „Totdebattieren“ und damit der Blockade von Abstimmungen entgehen.

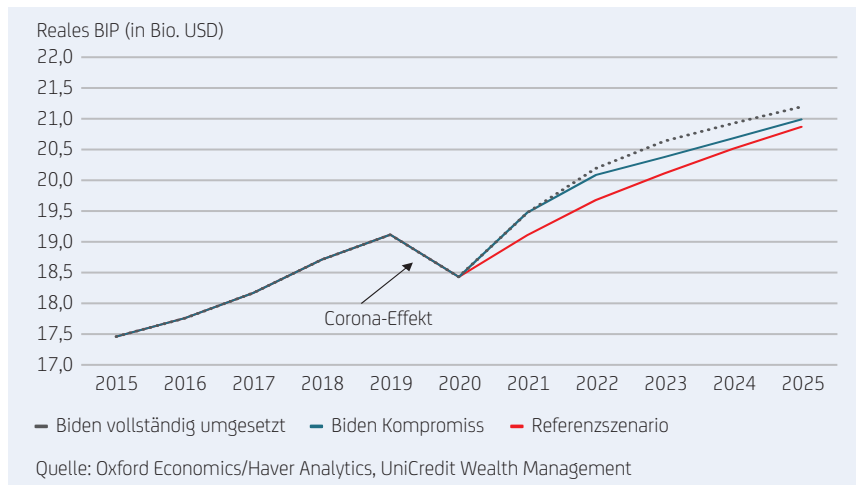
Realistischer, so nicht nur Oxford Economics, ist es daher, dass seine ambitionierten Steuer- und Ausgabenpläne nennenswert zusammengestrichen werden. Aber selbst wenn er nur etwa 50 % der Steuererhöhungen und gut 40 % der zusätzlichen Ausgaben umsetzen könnte – und das ist schon ambitioniert –, würde das BIP im ersten Amtsjahr um **gut 2 % höher ausfallen** als im Referenzszenario (Biden Kompromiss, siehe Grafik). Damit ließen sich die Corona-Verluste immerhin noch in der zweiten Hälfte des kommenden Jahres wettmachen.

2050 läge das BIP um rund 1 % über dem Referenzpfad (ohne wirtschaftspolitische Eingriffe), das Staatsdefizit um gut 6 % darunter. Die Stundenlöhne lägen indes schon mittelfristig (2030) um fast 3 % über dem Referenzszenario. Das unterstreicht Bidens verteilungspolitische Ambitionen. Zu den Details siehe [hier](#).

Zu den Details siehe [“How Bidenomics could boost the economy”](#), Research Briefing US, Oxford Economics.

Dabei fielen die Bremswirkungen höher Steuern auf Einkommen und Kapitalerträge recht überschaubar aus, entfällt doch 85 % der zusätzlichen Steuerlast auf die obersten 5 % der Verdiener (mit Einkommen über 350.000 USD).

BIDEN WÜRD ZUNÄCHST FÜR WACHSTUMSIMPULSE SORGEN



Am Ende seiner ersten Amtszeit lägen die Einkommen ebenfalls 2 % über Referenz, hätte er zwei Millionen zusätzliche Jobs geschaffen und die Arbeitslosenquote würde Richtung 3 % tendieren (aktuell: 7,9 %). Gleichzeitig läge das Haushaltsdefizit aber um 0,2 % des BIP über dem Pfad ohne zusätzliche wirtschaftspolitische Eingriffe jenseits von Corona. Weil sich die Inflation ab 2023 allerdings (über 2 % hinaus) beschleunigt und die Arbeitslosigkeit deutlich zurückgeht, dürfte die Fed schon gegen Ende 2023 – also früher als im Referenzszenario – damit beginnen, die Zinsen anzuheben. Gleichzeitig sollten laut Oxford-Modell die Renditen am langen Ende rascher steigen, allerdings unter der Marke von 2½ % (10J) bleiben. Ob es wirklich so kommen wird, müssen die Budgetverhandlungen zeigen.

IV. Aktienmärkte: Anfängliche Unsicherheit dürfte Unterstützung folgen – begleitet von nennenswerten Sektorverschiebungen

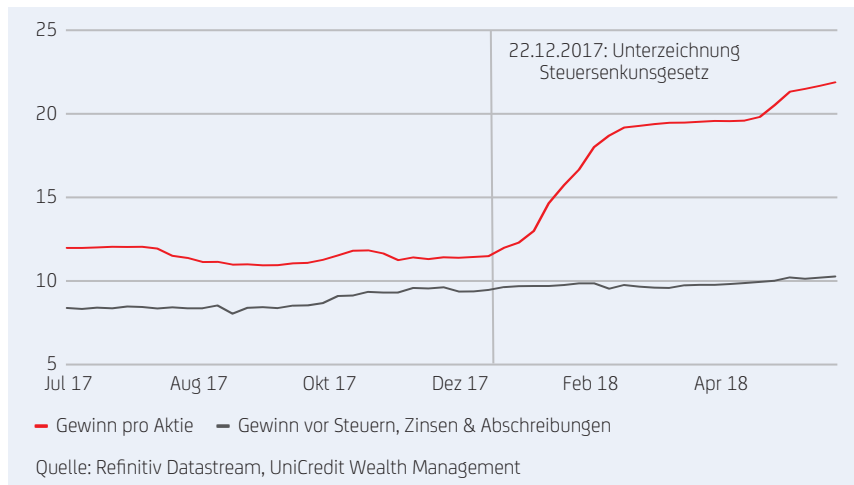
Es sind in erster Linie die extrem expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie der Fortgang der Corona-Pandemie (inkl. möglicher Massenimpfungen bzw. wirksamer Medikamente), die die Primärtrends an den Aktienmärkten in den kommenden Quartalen festlegen. Gigantische Konjunkturprogramme im Verbund mit Zinssenkungen und massive Wertpapierkäufe durch die Fed haben dazu geführt, dass der S&P 500-Index seine Corona-Verluste inzwischen mehr als wettmachen konnte.

An dieser Grundausrichtung sollte sich in den kommenden Monaten wenig ändern. Die US-Notenbank hat bereits klargestellt, an ihrer Politik bis Ende 2023 festhalten zu wollen. Und die noch amtierende Regierung dürfte, unabhängig vom Wahlausgang, **sehr bald ein zweites Corona-Hilfspaket auflegen**. All das unterstützt den Aktienmarkt **generell** und rechtfertigt auch die mittlerweile recht hohe Bewertung (siehe Grafik). Weiter steigen sollten die Kurs-Gewinn-Verhältnisse indes nicht mehr, sodass der projektierte Kursanstieg durch das erwartete Gewinnwachstum (von vielleicht

Nach wochenlanger (wahl-taktischer) Hängepartie zeichnet sich ein zweites Corona-Hilfspaket ab. Die Kongresskammern arbeiten an einem Kompromiss der ursprünglichen Vorschläge der Parteien. Ein zweites Konjunkturpaket ist überfällig, sind wesentliche Bestimmungen des ersten mittlerweile doch ausgelaufen). Das bremst die Erholungsdynamik der US-Wirtschaft ein und droht im Verbund mit der Belastungen der zweiten Corona-Welle das Wachstum schon im laufenden Quartal wieder in negatives Terrain zu drücken (W-förmige Erholung).

S&P 500: GEWINNSCHÄTZUNGEN UND STEUERN

Erwartetes Gewinnwachstum 2018, in % ggü. Vorjahr



Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.

Über die kommenden Wochen hinweg sind daher einerseits durchaus Enttäuschungen zu erwarten. Andererseits aber gilt ein „Split Congress“ als das marktfreundlichste Biden-Szenario, bleiben den Märkten doch die radikalen Elemente seiner Wirtschaftsagenda erspart. Biden wird wohl erhebliche Abstriche von seinen geplanten Steuererhöhungen und (Re)Regulierungen machen müssen. Insgesamt dürfte daher die Volatilität zunächst hoch bleiben, möglicherweise sogar noch zunehmen.

Nach Enttäuschungen und stärkeren Schwankungen in den ersten Wochen aber könnten die US-Aktienmärkte danach durchaus wieder anziehen – wenn klar wird, wann und wieviel Biden von seinem Wirtschaftsprogramm umsetzen kann. Zumindest in den ersten beiden Jahren – und das ist in aller Regel auch der Zeithorizont der Aktienmärkte – sollte er imstande sein, konjunkturelle Impulse zu setzen (siehe oben). Ein stärkeres Wachstum hilft, die steuerinduzierten Belastungen der Gewinnerwartungen zu kompensieren. Es besteht zudem die Chance auf eine Entspannung der (geo-)politischen Krisen, was ebenfalls einen positiven Effekt auf die Aktienmärkte **(erst recht die europäischen)** haben sollte.

Unter Biden dürfte damit der zuvor skizzierte Primärtrend an den Aktienmärkten jenseits anfänglicher Belastungen zusätzlich Unterstützung finden. Ein Kursfeuerwerk aber ist nicht zu erwarten. Und noch ein Nachtrag: Möge man den Republikanern gemeinhin eine marktfreundlichere Politik attestieren, die Realität sieht anders aus: Betrachtet man die Regierungszeiten von 1952 bis September 2020, so lag die durchschnittliche Jahresrendite für US-Aktien unter einem demokratischen Präsidenten bei gut 10 %: Unter einem Republikaner waren es gerade mal die Hälfte.

Das käme in erster Linie den Automobilsektor und dem Maschinenbau zugute, die unter den Handelskonflikten am meisten gelitten haben.

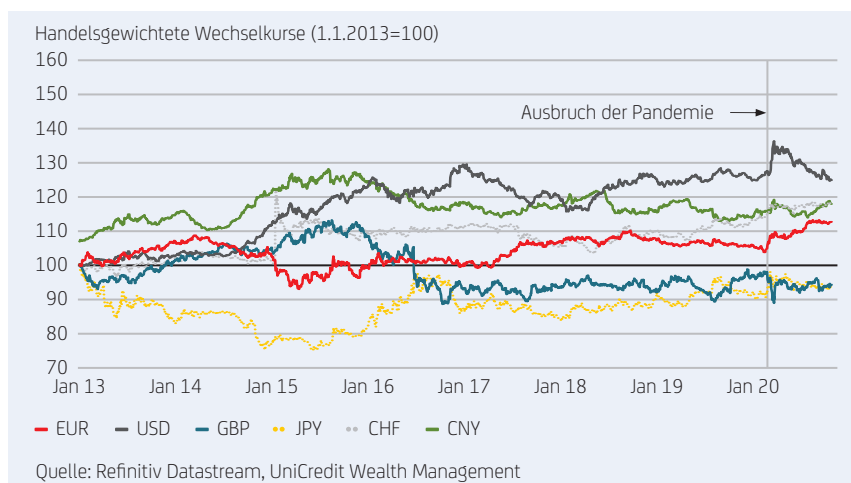
Stärkere Verschiebungen als am Gesamtmarkt (S&P 500- bzw. Dow Jones-Index) sind indes auf Sektorebene zu erwarten. Bidens zusätzliche Ausgaben für Infrastruktur, seinen „Green Deal“ und Soziales dürfte positive Auswirkungen insbesondere auf den Gesundheits- & Pharmasektor haben, der zudem mit einem S&P 500-Indexgewicht von 14 % der zweitgrößte Sektor in den USA darstellt. Zudem sollten auch die Bau-, Ingenieur- und Baustoffbranche überproportional profitieren. Gleiches gilt für **grüne Zukunftstechnologien** bzw. nachhaltige Investments (ESG).

Relativ zum Gesamtmarkt zurückbleiben sollten hingegen die Sektoren, die unter der Unternehmenssteuererhöhung am stärksten leiden, also unter Trumps Steuersenkung am stärksten profitiert haben. Das waren Konsumgüter, die traditionelle Energiebranche (Öl & Gas) und der IT-Sektor. Den beiden letzteren dürften darüber hinaus die (Re-)Regulierungsbestrebungen Bidens spürbar zusetzen. **Das gilt auch für den Finanzsektor.**

V. Währungsmärkte: Akzentuiertere Dollar-Abwertung

Vom Corona-Gewinner zum Verlierer – so lässt sich die Entwicklung des US-Dollars im Corona-Jahr am treffendsten beschreiben. Konnte der Greenback mit Ausbruch der Pandemie seinen „sicherer Hafen“-Status als größter und liquidester Währungsmarkt noch ausspielen und von der anfänglichen Kapitalflucht aus den Schwellenländern überproportional profitieren, waren die Gewinne rasch aufgezehrt. Der handelsgewichtete USD notiert nun wieder unter seinem Vor-Corona-Niveau (siehe Grafik), während Euro, Schweizer Franken und auch der japanische Yen ihre Gewinne ausbauen oder wenigstens halten konnten. Kein Wunder, dass EUR-USD während Corona von gut 1,10 auf etwa 1,18 hochschoss.

USD – VOM CORONA-GEWINNER ZUM VERLIERER



Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Bei der Währungsentwicklung sind anfallende Erwerbs- & Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Stand: 31.10.2020

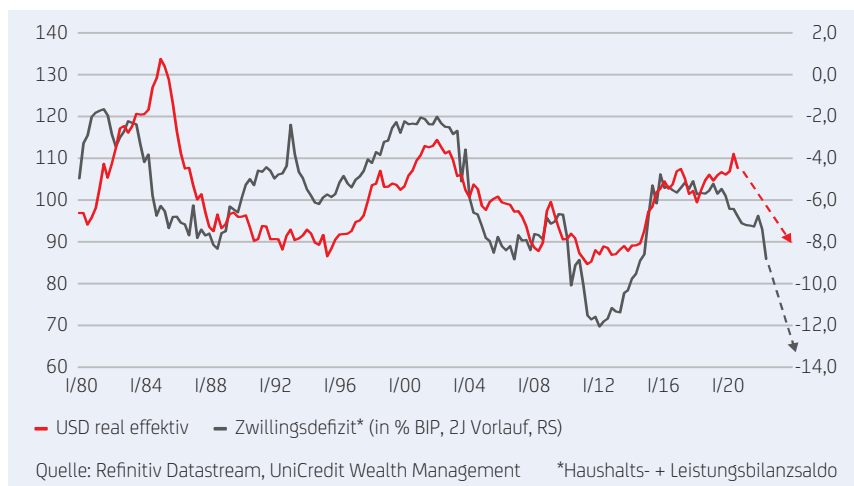
Dazu zählen auch alternative Energiebranchen wie Solarstrom, Wasserstoff und Energiespeicher.

Zu den Details der Sektorentwicklungen siehe den Aktienanteil der Analyse unserer Researchkollegen „US elections: Financial market roadmap“ vom 2.10.2020.

Die Hauptgründe für den schwächeren Dollar waren ein rasch schwindender US-Zinsvorsprung (Fed-Senkungen), der durch Corona verschärfte Anstieg **der Haushaltsdefizite (Fiskalprogramm)** und nicht zuletzt das schlechte Corona-Management. Darüber hinaus orientierte sich renditesuchendes Anlagekapital vermehrt nach Europa bzw. zurück Richtung Schwellenländer. Zudem galt der USD zwischenzeitlich als deutlich überbewertet. Hinzu kommt das politische Interesse an einem schwächeren USD, hilft dies doch den US-Exporten. Und weil sich an dieser Grundkonstellation insgesamt wenig ändern sollte, dürfte der US-Dollar auch in den kommenden Quartalen weiter nachgeben – wenn auch nicht mehr so ausgeprägt wie während des Sommers.

Die Wahl Bidens dürfte letztlich diesen fundamental angelegten Abwärtstrend akzentuieren – mehr allerdings nicht. Steuererhöhungen lassen US-Aktien und Unternehmensanleihen in den Augen der Anleger weniger interessant erscheinen (geringere Kapitalzuflüsse), während seine Ausgabenpläne die Inflation wohl leicht über den Referenzpfad heben dürften. Das übt **Abwärtsdruck auf den US-Realzins** aus, weil die Fed den Nominalzins noch jahrelang niedrig halten wird. Gleichzeitig dürfte sein Wirtschaftsprogramm zumindest in den ersten zwei Jahren nicht nur das ohnehin klar nach oben gerichtete Haushaltsdefizit, sondern auch den Fehlbetrag der Leistungsbilanz weiter anschwellen lassen (höhere Importe im Zuge der Konjunkturbelebung). Steigende Zwillingdefizite aber setzen dem US-Dollar zu (siehe Grafik).

ZWILLINGSDEFIZITE BELASTEN DEN US-DOLLAR



Einzig ein sich wieder ausweitender US-Konjunkturvorsprung spricht neben den anfänglichen Unsicherheiten für den Greenback. Das kann die Belastungen aber allenfalls abmildern. Unter dem Strich dürfte daher der US-Dollar unter der Präsidentschaft von Joe Biden insgesamt stärker nachgeben, EUR-USD also **rascher steigen als in unserem bisherigen Referenzszenario**. Allzu stark dürfte diese Korrektur allerdings nicht ausfallen, denn ein Wiedererstarken der amerikanischen Wirtschaft und Rückbesinnung der US-Politik auf ihre internationale Verantwortung und Verlässlichkeit sollten den Greenback mittelfristig stützen.

In den vergangenen Wochen dürfte auch noch die Sorgen vor einer Fiskalklippe hinzugekommen sein, gibt es doch noch immer keine Einigung über ein zweites Stimulierungsprogramm.

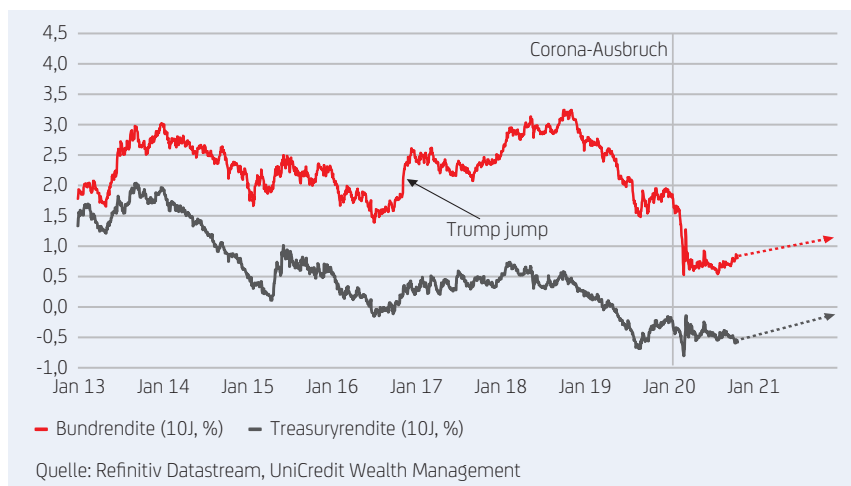
In die gleiche Richtung wirkt die bereits angelaufene Korrektur des Corona-bedingten Unterschießens der Inflation.

Zu den Details der Währungsentwicklungen siehe den FX-Teil der Analyse unserer Researchkollegen „US elections: Financial market roadmap“ vom 2.10.2020.

VI. Rentenmärkte: Steilere Zinsstruktur

Den fundamental angelegten Primärtrend akzentuieren, aber nicht neu ausrichten – diese Aussage gilt erst recht für die Rentenmärkte. Denn die werden in erster Linie von der Notenbank getrieben. Massive Fed-Senkungen und Wertpapierkäufe ließen im Frühjahr US-Zinsen und Renditen über das ganze Laufzeitenspektrum absacken (siehe Grafik). Auch die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen kamen nach dem anfänglichen Hochschießen wieder spürbar zurück.

FED GREIFT RENTEN UNTER DIE ARME



Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Anmerkung zu synthetischen Anleihen siehe Fußnote der ersten Grafik im Rententeil. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Stand: 31.10.2020

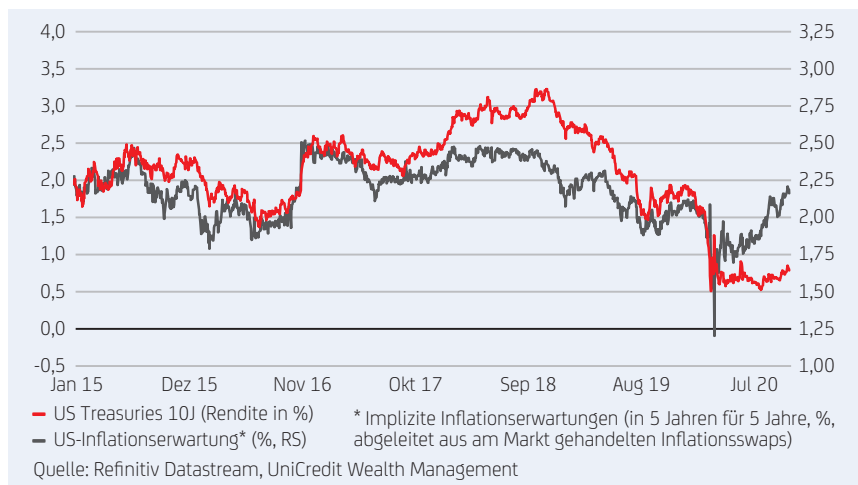
Die Fed aber wird, so unsere Überzeugung, an ihrer Zins- und Wertpapierkaufpolitik auf Jahre hinaus grundsätzlich nichts ändern – unabhängig davon, wer Präsident ist. **Das hat sie erst kürzlich klar gestellt.** Das kurze Ende des Laufzeitenspektrums bleibt daher bis weit ins Jahr 2023 fest verankert. Das stützt generell auch das lange Ende und bremst den fundamental angelegten Renditeanstieg spürbar ein. Unter Biden wird der Anstieg allerdings prononcierter ausfallen als im Referenzpfad. Warum?

Theoretisch lässt sich die Nominalrendite von Staatsanleihen in die drei Bestandteile Realzinskomponente (die die realwirtschaftliche Entwicklung widerspiegeln sollte), die Inflationsprämie (die im Wesentlichen die Inflationserwartungen abbildet) sowie die Risikoprämie unterteilen. Bidens Wirtschaftsprogramm hat das Potenzial, alle drei Bestandteile über den Referenzpfad zu heben. Abnehmende handels- und geopolitischer Risiken, im Verbund mit den Konjunkturmaßnahmen dürfte nicht nur die Realzinskomponente anregen, sondern auch **die Inflationserwartungen** (siehe Grafik). Höhere „break-even“-Inflationsraten – unter Biden schließt sich die Produktionslücke schneller – könnten dabei zum Haupttreiber avancieren. Weil gleichzeitig aber auch die Haushaltsdefizite höher ausfallen dürften, sollte auch die Risikoprämie nach oben driften.

So hat Fed-Chef Powell am vergangenen Freitag nochmal betont, dass man Zusammensetzung, Duration, Volumen und Dauer des Kaufprogramms anpassen (letztlich vor allem aufstocken) will und dass die Fed denkt, die Wirtschaft brauche mehr fiskalische und geldpolitische Impulse.

Die Inflationserwartungen sind nach dem Anfangsschock bereits wieder zurückgekommen – Tendenz weiter schleichend nach oben.

INFLATIONSERWARTUNGEN LASSEN RENDITEANSTIEG ERWARTEN



Nach einer Anfangsphase erhöhter Volatilität (Wahlanfechtung, Unsicherheit, wann und wieviel Biden von seinem Programm umsetzen kann) und möglicher „safe haven“-Unterstützung dürften die US-Treasury-Renditen mittelfristig also rascher steigen als im Referenzszenario. Eine extrem akkommodierende Fed wird allerdings den Anstieg spürbar einbremsen. Der „Trump jump“ von vor vier Jahren sollte uns demnach erspart bleiben. Bis Ende 2021 könnte die Treasury-Rendite (10J) in die Vor-Corona-Spanne von 1,50 %-1,75 % zurückkehren. Weil aber die Fed bis dahin ihre Nullzinspolitik unverändert lässt, dürfte sich die **Zinskurve ausgeprägter als im Referenzszenario verteiltern**.

Unternehmensanleihen segeln jenseits kurzfristiger Belastungen wohl im Windschatten von Aktien und sollten zudem von den ausgeprägten Fed-Käufen mittelfristig gut unterstützt bleiben. Eine stärker regulative Politik im Verbund mit höheren Steuern dürfte indes US-Banken, Technologie-, Konsumgüter- und auch Energiefirmen vor beachtliche Herausforderungen stellen. Gleichzeitig akzentuiert die Möglichkeit von Finanzsanktionen gegen chinesische Unternehmen die Risiken für Unternehmensanleihen von Schwellenländern.

VII. Unsere Anlagestrategie – kein strategischer Anpassungsbedarf

Wirkliche strategische Anpassungen unserer Allokation ergeben sich aus dem US-Wahlergebnis nicht. Schließlich werden die bereits angelegten Primärtrends dadurch nicht neu ausgerichtet, sondern nur akzentuiert.

Wir bleiben für Aktien jenseits der kurzen Frist **konstruktiv**. Die anhaltende massive geld- und fiskalpolitische Stimulierung im Zuge der Corona-Pandemie fördert die Risikoneigung der Anleger („risk on“) und sollte für Unterstützung der Aktienmärkte weltweit sorgen. Das anhaltende (reale) Niedrigzinsumfeld vertärkt die Nachfrage nach ertragsgenerierenden Anlagen. Das expansive Wirtschaftsprogramm Bidens dürfte diese Entwicklung mittelfristig noch prononcierter ausfallen lassen. Starke Impulse gehen da-

Zu den Details der Zins- und Renditeentwicklungen siehe den Rententeil der Analyse unserer Researchkollegen „US elections: Financial market roadmap“ vom 2.10.2020.

Das liegt auch an fehlenden renditestarken Alternativen. Risikobehaftete Anlagen wie Aktien sind mittlerweile zwar teuer (Bewertung), dürften aber im Vergleich zu Anleihen günstig bleiben.

von allerdings nicht aus. Angesichts der mittlerweile recht hohen Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnis) wird die Luft insgesamt wohl dünner, der Kursanstieg durch das erwartete Gewinnwachstum im einstelligen Bereich gedeckelt. Für die kommenden Wochen, möglicherweise Monate erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung mit zwischenzeitlichen Rücksetzern. Dafür sprechen die zahlreichen Risiken wie die Belastungen durch die Wahlanfechtungen, die zweite Corona-Welle, ein möglicher harter Brexit sowie die Unsicherheit, wann und wieviel Biden von seiner Wahlagenda umsetzen kann. Rückschläge würden wir indes für selektive taktische Zukäufe nutzen.

Was die regionale Allokation betrifft, präferieren wir europäische gegenüber US-Aktien. Europäische Unternehmenswerte bieten derzeit eine ansprechende Kombination aus einer günstigeren Bewertung, einer geringeren politischen Unsicherheit und einer Fortsetzung des Aufholprozesses der Value- und zyklischen Sektoren. Darüber hinaus erwarten wir, dass die Versorger und die Digitalsektoren in Europa durch den EU-Wiederaufbaufonds („recovery fund“) Auftrieb erhalten werden. Bei US-Aktien sehen wir begrenzteres Aufwärtspotenzial, wobei die hohe Gewichtung des Technologie- und Pharmasektors die Börsen dort weiterhin stützt. Sektorale Anpassungen sind nach dem Machtwechsel indes ratsam (siehe oben).

Anleihen werden generell durch expansive geldpolitische Maßnahmen der Zentralbanken unterstützt bleiben. Allerdings dürften die Staatsanleiherenditen am langen Ende jenseits kurzfristiger Schwankungen nach oben driften. Bidens Wirtschaftsprogramm akzentuiert diese Entwicklungen bei Treasuries längerer Laufzeit (höhere Wachstums- und Inflationsraten, steigende Staatsverschuldung). Zudem sind die Bewertungen von Staatsanleihen derzeit nicht interessant, vor allem nicht in Kerneuropa. Wir bevorzugen Staatsanleihen der Peripherieländer, die von der EZB und dem EU-Wiederaufbaufonds unterstützt werden. Topgeratete („investment grade“) Euro-Unternehmensanleihen werden durch die Käufe der EZB und durch die Carry Trades (Zinsdifferenzgeschäfte) der Anleger stark unterstützt. Wir sind darin Übergewichtet. Bei ihren US-Pendants dominiert die Skepsis. Zudem sind auch hier sektorale Anpassungen angeraten. Anzeichen für eine weltweite wirtschaftliche Erholung, die in China schon fortgeschritten ist (ausgeprägte V-Form), die Suche nach Renditen sowie ein schwächer werdender USD und die Stabilisierung der Ölpreise unterstützen selektive Kaufgelegenheiten bei Schwellenländeranleihen.

Bei EUR-USD sehen wir – akzentuiert durch den Biden-Sieg – mittelfristig weiteres Aufwärtspotenzial. Es dürfte allerdings überschaubar bleiben. Die Fundamentaldaten sprechen mehrheitlich für einen schwächeren US-Dollar (u.a. Zwillingdefizite, Realzins, Kapitalströme). Bei einer überzogen starken Euro-Aufwertung würde der US-Dollar wieder unser Interesse wecken. Er ist für uns strategisch zur Streuung im Portfolio wichtig.

Der Goldpreis bleibt vor dem Hintergrund rekordniedriger Zinsen (Opportunitätskosten) und der monetären Reflationierung der Zentralbanken gut unterstützt. Darüber hinaus sollte er seine Rolle als „safe haven“ immer wieder entfalten können, insbesondere im derzeit unsicheren Umfeld. Wir hatten unsere Goldposition bereits aufgestockt. Im Rohstoffsegment planen wir darüber hinaus keine weiteren Engagements – selbst wenn der Trend bei Industrierohstoffen (Öl & Metalle) mittelfristig eher nach oben zeigt (weltwirtschaftliche Erholung). Allerdings dürfte der Anstieg verhalten und die Volatilität hoch bleiben. Zwischenzeitliche Konsolidierungen sind wahrscheinlich. Nachdem mittlerweile auch die Markterwartungen nach oben gerichtet sind, drohen zudem **Rollverluste**. Das macht einen Einstieg in diese Vermögensklasse kompliziert und riskant.

Weil man als Finanzinvestor Rohstoffe nicht physisch kaufen und aufbewahren kann/will, erwirbt man Terminkontrakte und sichert sich damit einen Preis in der Zukunft. Will man investiert bleiben, kauft man mit Ablauf des Kontrakts mit dem frei werdenden Kapital in aller Regel den nächstfälligen Kontrakt („Überrollen“). Erwartet die Gesamtzahl der Marktteilnehmer allerdings steigende Rohstoffpreise, ist der jeweils neue Kontrakt teurer als der alte („Contango-Situation“). Der Investor erleidet Rollverluste.

DISCLAIMER

Unsere Darstellungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlungen der Bank dar. Diese Information genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die UniCredit Bank AG deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank AG zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank AG kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Informationen dienen lediglich der Information im Rahmen der individuellen Beratung durch Ihren Berater und können diese nicht ersetzen. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Quellen zu Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben: Thomson Reuters Datastream, eigene Berechnungen.

IMPRESSUM

Herausgeber:

UniCredit Bank AG
Arabellastraße 12
81925 München

Fachredaktion:

Dr. Philip Gisdakis,
Nikolaus Keis

Erscheinungsweise: nach Bedarf
Abgeschlossen am: 09.11.2020