

H. Terrence Riley III, CFA
11. April, 2019

Kontakt: Karin Müller-Paris
+1(212) 326 9533 kmm@fvcms.us

S&P 500



Tabelle 1 S&P 500	2014	2015	2016	2017	2018	2019(e)	10 Apr 19
Kurs (Jahresbeginn)	1,848.36	2,058.90	2,043.94	2,238.83	2,673.61	2,506.85	2,888.24
Gewinne (zukünftig)	113.01	100.45	106.26	124.51	151.60	154.81	157.53
KGV	16.4	20.5	19.2	18.0	17.6	16.2	18.3

Risiken sind im Gleichgewicht: Aktieninvestoren sollten investiert bleiben

Eine alte Börsenwahrheit besagt, dass man sich mit seinen Anlageentscheidungen nicht gegen die Zentralbank stellen sollte. Aus diesem Grunde können Aktieninvestoren aktuell glücklich sein. In unserem Aktienmarktreport vom Oktober 2018 hatten wir auf das Risiko hingewiesen, dass die Fed eine Aktienmarktkorrektur auslösen könnte. Dies ist leider auch passiert, nachdem der Vorsitzende der Fed öffentlich suggeriert hatte, dass die Fed bereit sei die kurzfristigen Zinssätze über den „natürlichen Zinssatz“ zu erhöhen. Im Januar 2019 hat die Federal Reserve jedoch ihre Leitzins-Politik geändert und der Markt erwartet nunmehr für 2019 keine Zinserhöhungen. Darüber hinaus hat die Fed angekündigt, das quantitative Kontraktionsprogramm der Geldpolitik im September 2019 zu beenden und dadurch die Bilanzsumme der Fed deutlich über den bisherigen Erwartungen zu halten. Die Entscheidung der US-Notenbank, die US-Wirtschaft nicht mehr so stark zu bremsen, ist der Auslöser für den deutlichen Kursanstieg der Aktienkurse in diesem Jahr. Aufgrund der niedrigen Inflationsrate hat die Fed sogar die

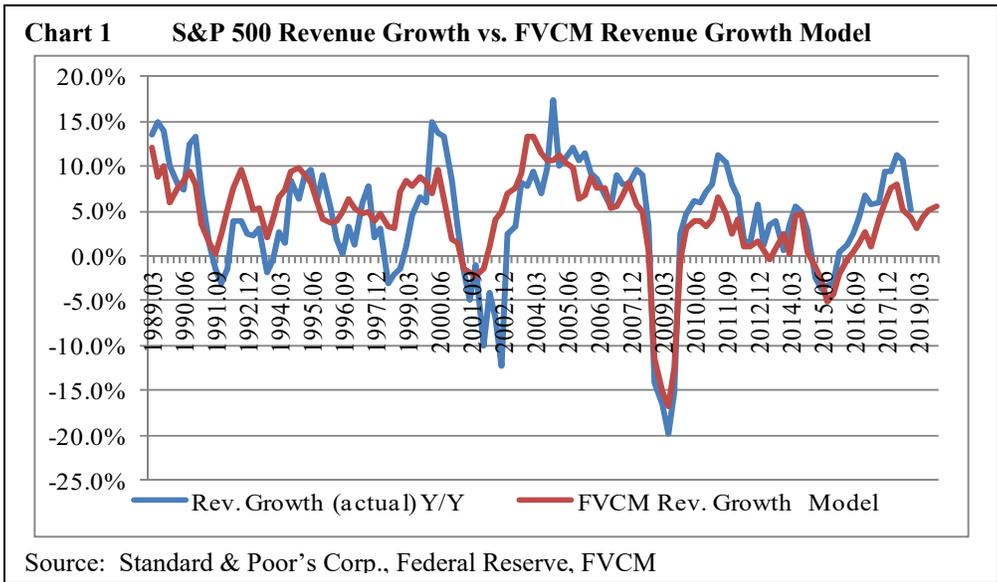
Möglichkeit die Geldpolitik gegebenenfalls zu lockern. Allein dieser Faktor dürfte langfristigen Aktienanlegern etwas Sicherheit geben. Die Zeit für ernsthafte Besorgnis kommt, wenn die Inflation sich aufbaut und die Zentralbanken unter Druck kommen, die Geldpolitik stark zu straffen. Dieses Szenario sehen wir nicht am Horizont.

Taktisch erscheinen die Aktien kurzfristig überkauft zu sein, die Fundamentaldaten sind jedoch nach wie vor überwiegend bullisch. Der S&P 500 ist seit dem Tief vom 24. Dezember 2018 um 23% angestiegen und liegt nun mit 2878 in Reichweite des alten Hochs von 2930, das im vergangenen Oktober erreicht wurde, bevor die Fed die Korrektur auslöste. Korrektur und Erholung bilden charttechnisch ein nahezu perfektes V, dessen Ab- und Auf von der Fed ausgelöst worden ist. Die Anleger werden sich wahrscheinlich wieder auf die fundamentalen Businessdaten konzentrieren, insbesondere auf die Unternehmensgewinne. Nach einem solchen Aufschwung wäre eine kleine Korrektur nicht ungewöhnlich. Solange sich die Geschäftsbedingungen jedoch weiter verbessern, dürfte der Trend der Aktienpreise nach oben tendieren.

Das Wachstum hat sich verlangsamt und die Zinskurve gibt ein Warnsignal. Die jüngsten Daten aus den USA deuten zwar auf eine Abkühlung des rasanten Wachstums von 2018 hin, lassen jedoch für 2019 nach wie vor auf eine expandierende Wirtschaft und steigende Unternehmensrentabilität schließen. Eine markante Ausnahme zu den allgemein positiven Daten bildet jedoch die Zinskurve der Treasuries (Verhältnis der kurzfristigen zu den längerfristigen Zinssätzen). Eine invertierte oder umgekehrte Zinskurve, war in der Vergangenheit einer der besten Indikatoren, um eine anstehende Rezession vorauszusagen. Basierend auf diesem einen Faktor schätzte die N.Y. Federal Reserve kürzlich die Wahrscheinlichkeit einer Rezession innerhalb der nächsten zwölf Monaten auf 27%. Die meisten anderen US-Daten, wie der Index der Frühindikatoren und der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe, sind jedoch weiterhin positiv. Es ist möglich, dass die langfristigen Zinssätze in den USA aufgrund niedriger und häufig sogar negativer Renditen in Europa und Asien "künstlich" gedrückt sind. In diesem Fall liegt das Rezessionsrisiko wahrscheinlich unter 27%. Darüber hinaus ist die Konsensschätzung für das reale 2019er USA BIP-Wachstum über die letzten zwölf Monate mit 2,4% bemerkenswert stabil geblieben.

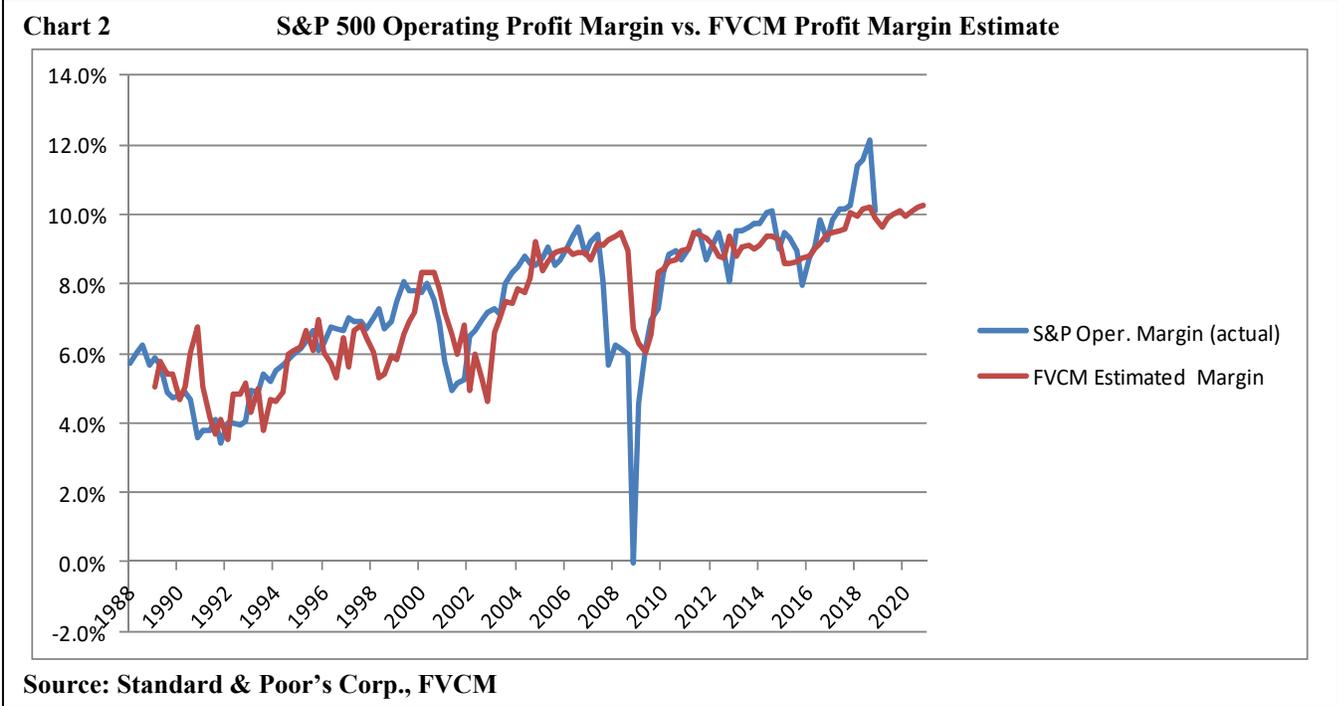
Unternehmenswachstum setzt sich fort

Wir erwarten, dass die Erträge für den S&P 500 (SPX) im ersten Quartal 2019 im Vergleich zum Vorjahr um 3,0% und im Gesamtjahr um 4,5% steigen werden. Unternehmenserträge sind überproportional abhängig von der U.S. Wirtschaft – und somit dem nominalen BIP. Bei einem nominalen BIP-Wachstum von Null würden die SPX-Unternehmenserträge um etwa 6% sinken. Für jeden Prozentpunkt im Wirtschaftswachstum steigen die Unternehmenserträge im S&P 500 um mehr als 2%. Wenn das nominale Wirtschaftswachstum dann 5% übersteigt, beginnen die Zahlen durchzustarten (im Jahr 2018 lag das nominale BIP-Wachstum bei 5,2% und wir erwarten für 2019 ein ähnliches Wachstum). Ein weiterer wichtiger Faktor ist der US-Dollar-Wechselkurs, da fast 40% der Umsätze in Übersee erzielt werden. Der Dollar schwächte sich gegen Ende 2017 und bis Anfang 2018 ab und trug im letzten Jahr erheblich zum Umsatzwachstum bei. Seit März 2018 klettert dieser nun aber und sorgt für Gegenwind. Die Stärke des Dollars ist der Hauptgrund dafür, dass die Erträge in diesem Jahr nur um 4,5% wachsen, obwohl das nominale BIP-Wachstum wieder 5% übersteigen sollte. Unser in Abbildung 1 gezeigtes Modell prognostiziert das Ertragswachstum des S&P 500 anhand des nominalen BIP-Wachstums, welches voraussichtlich mit knapp über 5% wachsen sollte, und der Wechselkurse, von denen wir annehmen, dass sie sich stabilisieren werden.



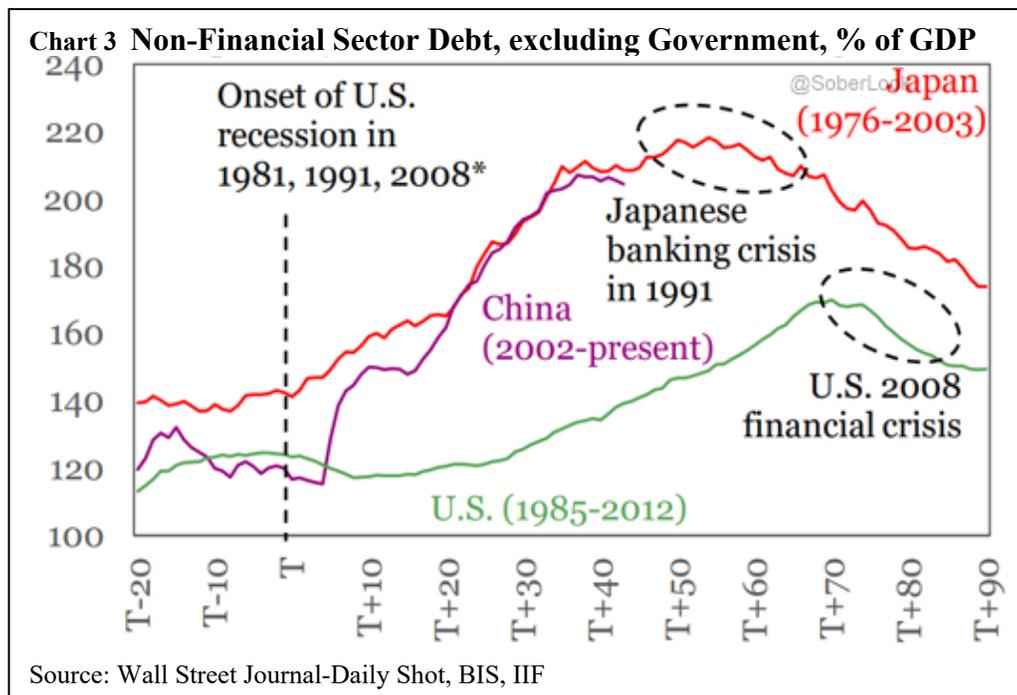
Seit Jahren wird spekuliert, dass die Gewinnmargen „zum Mittelwert zurückzukehren“ werden.

Wir bleiben hierzu skeptisch. Wir denken, dass die Margen in diesem Jahr und im Jahr 2020 etwa unverändert bleiben. Erstens gibt es einige Schätzungen, dass die Expansion der Gewinnmargen in den letzten 20 Jahren fast ausschließlich auf das Wachstum des US-amerikanischen Technologiesektors, der bekanntermaßen schnell wächst und profitabel ist, zurückzuführen ist. Zweitens sind die Lohnkosten einer der größten Einflussfaktoren auf die Gewinnmargen. Insgesamt wuchsen die Löhne und Gehälter mit einer bescheidenen jährlichen Rate von etwa 3%. Wenn man die Produktivität berücksichtigt, die sich im vierten Quartal 2018 beschleunigt hat und im Jahresvergleich um 1,9% gestiegen ist, steigen die Lohnstückkosten langsamer an als viele Inflationsindikatoren. Ein weiterer großer Einflussfaktor auf die Gewinnmargen sind die Zinskosten. Trotz einiger Vorhersagen zeigen die Kreditkosten keine Anzeichen eines Anstiegs. Zusätzlich haben die Unternehmensmargen im Jahr 2019 dank der Steuersenkungen von Trump, bei der die effektiven Steuersätze von 25% auf rund 19% gesenkt wurden, einen erheblichen Schub erhalten. Das wird sich auch nicht schnell wieder ändern. Inklusiv des Umsatzwachstum rechnen wir für 2019 mit einer Nettogewinnmarge von 11,0% und operativen Erträgen von 154,81 gegenüber einer Marge von 11,3% im Jahr 2018 und einem Ertrag von 151,6. Für das Jahr 2020 rechnen wir mit einem Ertrag von 166 bei einem Umsatzwachstum von 5,6% und einer Gewinnmarge von 11,2%.



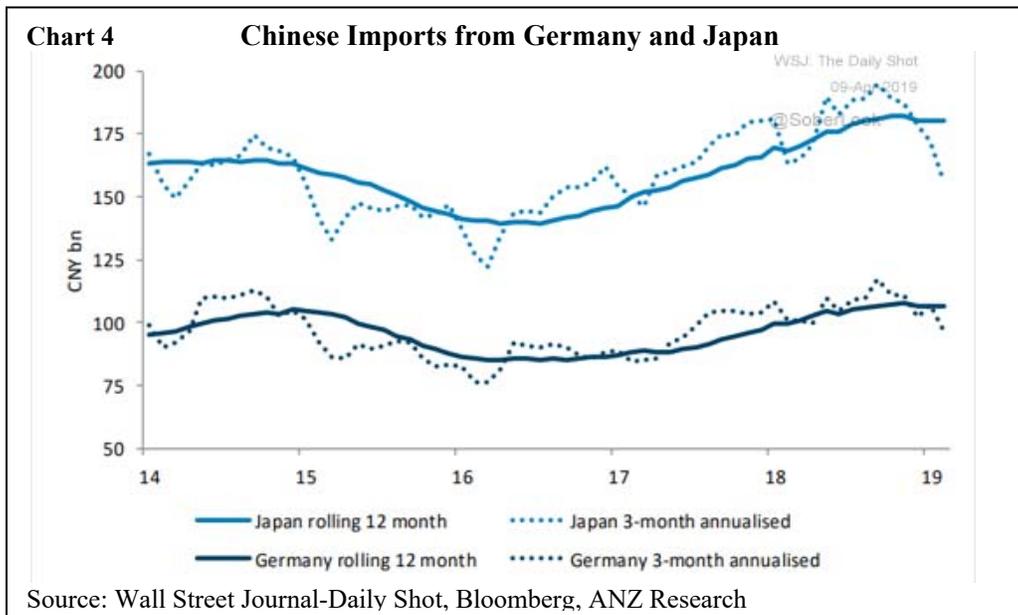
Risiken bestehen immer, Bewertungsniveaus sind jedoch fair

Das größte Risiko für das globale und US-amerikanische Wachstum ist unserer Meinung nach der extreme Anstieg der chinesischen Verschuldung, die sich größtenteils seit der Finanzkrise von 2008 angesammelt hat (siehe Abbildung 3). Die zentralen Planer in Peking haben Schulden eingesetzt, um durch massive Infrastrukturprojekte, massive Immobilienprojekte und indirekte und direkte Subventionen für unrentable staatliche Unternehmen einen Rückgang im Wirtschaftswachstum zu verhindern. Es ist unmöglich zu wissen, wie lange dies noch so weiter gehen kann, aber so rasche Schuldenkumulation endet selten gut, insbesondere wenn die Schulden aus politischen Gründen entstanden sind. Japan wurde in den achtziger Jahren, wie China jetzt, als die neue aufstrebende wirtschaftliche Supermacht angesehen, die die USA in den Schatten stellen würde. Doch Japan leidet immer noch unter den in den achtziger Jahren aufgebauten Schulden, die aus der Phase extremer Immobilienspekulation und massiver Neuverschuldung stammen. Wir möchten darauf hinweisen, dass sich die USA in den neunziger Jahren trotz des in Japan beginnenden Einbruchs ("das verlorene Jahrzehnt" usw.) in einer Phase des Wachstums und des Wohlstands befand. Wenn China in eine Krise gerät, sind die USA nicht vor den negativen Auswirkungen gefeit. Jede Nation geht jedoch ihren eigenen Weg und zahlt für ihre Politik ihren eigenen Preis. Die USA sollten auch in diesem Szenario weiter wachsen.



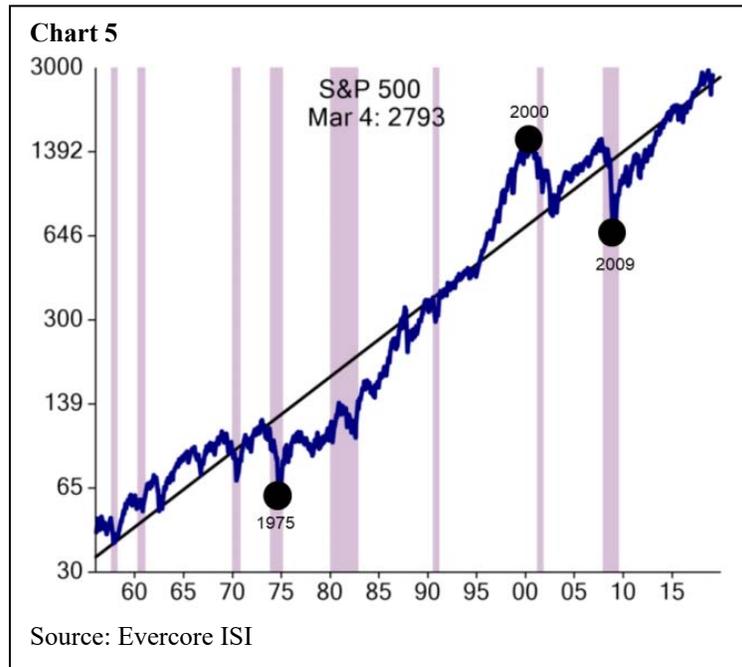
Hinweis: In der obigen Tabelle 3, das in der horizontalen Achse dargestellte T zeigt den Beginn der Krise des jeweiligen Landes an. Die Zahlen repräsentieren Quartale, also ist T + 40 beispielsweise 10 Jahre nach T.

Europa stellt aufgrund seiner Größe und Bedeutung auch ein erhebliches Risiko für die USA dar. Deutschland, die größte europäische Wirtschaft, weist in ihrem Produktionssektor bemerkenswerte Stresssymptome auf, welche zum Großteil auf China zurückzuführen sind. Die Exporte aus Deutschland nach China sind ebenso wie die aus Japan gesunken. Die Bedenken sind jedoch nicht zu hoch, da erwartet wird, dass die derzeitige chinesische Politik die Wirtschaft stimulieren wird. Darüber hinaus gibt es Anzeichen dafür, dass China und Europa beim Handelsfrieden Fortschritte machen. Andere wohlbekanntere Faktoren sind die große Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit und die recht instabile politische und Bankensituation in Italien.



Es scheint uns, dass diese Risiken aus Übersee die Hauptfaktoren dafür sind, die aktuell zu der flachen bzw. umgekehrten Zinskurve führen und auch in Zukunft Druck ausüben werden. Eine stetige Kapitalflucht aus China sowie die sich verschlechternde Lage in Europa - und die daraus resultierenden niedrigen Zinssätze - sind die Faktoren, die die US-Anleiherenditen unter Druck setzen. Wir glauben nicht, dass die niedrigen US-Renditen die heimische Schwäche widerspiegeln. Wenn die Zinsstrukturkurve für einen längeren Zeitraum stark negativ bleibt, müssen wir die Wahrscheinlichkeit einer bevorstehenden Rezession einräumen. Wenn dieser Zeitpunkt kommt, werden wir Aktien reduzieren. Derzeit handelt der S&P 500 jedoch mit einem 18-fachen KGV, was für eine niedrige Inflation und positives Wachstumsumfeld angemessen ist. Wir möchten auch darauf hinweisen, dass der IT-Sektor mehr als 20% des S&P 500 ausmacht, verglichen mit etwa 5% in Europa. Diese High-Tech-Gewichtung rechtfertigt wahrscheinlich ein höheres KGV, da es wahrscheinlich ist, dass die Tech-Revolution hinsichtlich ihrer Bedeutung der industriellen Revolution des 19. Jahrhunderts ähnelt. Darüber hinaus profitiert der US-amerikanische Produktionssektor von einem raschen Wachstum der US-amerikanischen Energieproduktion und von Energiekosten, die unterhalb des globalen Niveaus liegen. Unterm Strich werden Anleger wahrscheinlich am besten bedient sein, wenn sie die Nervosität aufgrund der beschriebenen Risiken unterdrücken und sich auf die langfristigen Chancen von Aktieninvestition konzentrieren.

Wir schließen unseren Report mit der untenstehenden Grafik der Analysten von Evercore ISI ab. Diese zeigt, dass sich der S&P 500 in den letzten 50 Jahren annualisiert 7,2% bzw. 10,6% inklusive Dividenden, zugelegt hat. Das größte Kapitalwachstum fiel denjenigen Investoren zu, welche langfristig im Aktienmarkt investiert blieben.



Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Kurs- und 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. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanzinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt. Da dieser Report ohne Gewähr ist und es sich um eine Momentaufnahme handelt, stellt dieser keine Anlageberatung dar. Investoren müssen selbst entscheiden, ob eine Anlage in den erwähnten Finanzinstrumenten aufgrund der involvierten Chancen und Risiken für sie sinnvoll ist. Anleger sollten ebenfalls ihre eigene Anlagestrategie, die finanzielle, rechtliche und steuerliche Situation mitberücksichtigen. Investoren werden aufgefordert, ihren Anlageberater für eine individuelle Beratung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren. Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der U.S.-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die signifikanten Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt. F&V Capital Management, LLC oder einer ihrer Geschäftsführer, Partner oder Angestellten können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen.