

Von: H. Terrence Riley III, CFA
 21. August 2013

Kontakt: Karin Mueller
 +1(212) 326 9533 kmm@fvcm.us



Das aktuelle Marktumfeld erinnert wieder einmal daran, dass während eines Bullenmarktes oft genau so viel Angst verbreitet wird, wie während eines Bärenmarktes. Der Aktienmarkt befindet sich seit einigen Jahren in einem recht stabilen Aufwärtstrend. Die ganze Zeit hindurch wurde jedoch immer wieder vor einem drohenden Kollaps gewarnt. Jede 5%ige Korrektur war von Warnungen vor dem nun anstehenden Crash begleitet. Aktuell werden Bedenken in Bezug auf einige ernstzunehmende Themen geäußert (Fed-Politik und steigende Zinsen), jedoch häufen sich auch wieder die unsinnigen „Weltuntergangsprognosen“ wie z.B. die Diskussion um das wieder auftretende “Hindenburg-Omen”. Die Basis ist jedoch folgende: Bullenmärkte enden im Exzess! Erst wenn das Wirtschaftswachstum sehr stark, der Konsum und die Ausgaben hoch, die Vermögenswerte extrem überbewertet sind und die Fed versucht das alles zu zügeln, dann sollte von einem Ende des Bullenmarktes gesprochen werden. Gegenwärtig ist jedoch die Inflation niedrig, genügend überschüssige Arbeitskraft und Industriekapazität

vorhanden und es besteht ausreichend Raum für weiteres Wirtschaftswachstum. Das US-Haushaltsdefizit konnte von 10 % auf 4 % des BIP reduziert werden und ist weiterhin rückläufig. Die Verschuldung der privaten Haushalte ging zurück. Der Prozentanteil, der vom Nachsteuereinkommen zur Zins- und Schuldentilgung benötigt wird, ist so niedrig wie seit 30 Jahren nicht mehr. Auch steigen die Beschäftigung sowie das Einkommen. Im Hinblick auf all dies sollten Korrekturen bei den Aktienpreisen eher moderat ausfallen und nur von kurzer Dauer sein.

Den schwarzen Peter für die aktuell leichteren Aktienkurse schiebt man der Fed zu. Der Grund dafür ist, dass der Fed-Vorsitzende Ben Bernanke am 19. Juni diesen Jahres darauf hingewiesen hat, dass die Fed im September beginnen könnte, die Menge der Anleihenankäufe zu reduzieren und dass das „Quantitative Easing“ (QE) evtl. bis Mitte 2014 komplett eingestellt wird. Aktuell kauft die Fed \$40 Mrd. Hypotheken gesicherte Wertpapiere sowie \$45 Mrd. Treasuries pro Monat. Aktuell glaubt man, dass die Anleihenankäufe nach dem Fed Meeting am 17. – 18. September von \$85 Mrd. auf \$75 Mrd. pro Monat reduziert werden. Zwei Punkte sollte man nicht vergessen: Erstens sind \$75 Mrd. pro Monat immer noch äußerst expansiv. Zweitens hat Bernanke öfters betont, dass die Reduzierung des QE von den Wirtschaftsdaten abhängig ist. Anders gesagt wird QE nur dann zurückgefahren, wenn die Wirtschaft stark genug wächst und sich die Arbeitslosigkeit weiterhin reduziert. Dann ist dies auch angemessen. Sollte die Wirtschaft jedoch schwächeln, dann wird die Stimulierung der Wirtschaft durch das QE weiterhin anhalten. Beide Szenarien sollten den Aufwärtstrend am Aktienmarkt unterstützen. Wir werden uns erst dann Sorgen um den Bullenmarkt machen, wenn die Arbeitslosigkeit niedrig ist und sich die Inflation beschleunigt. Ein Mangel an Industriekapazität und hohe Inflation sind Gift für den Bullenmarkt. Da wir nicht an diesen Punkt gelangt sind, sehen wir in jeglichem Rückgang der Aktienkurse immer noch eine Kaufgelegenheit.

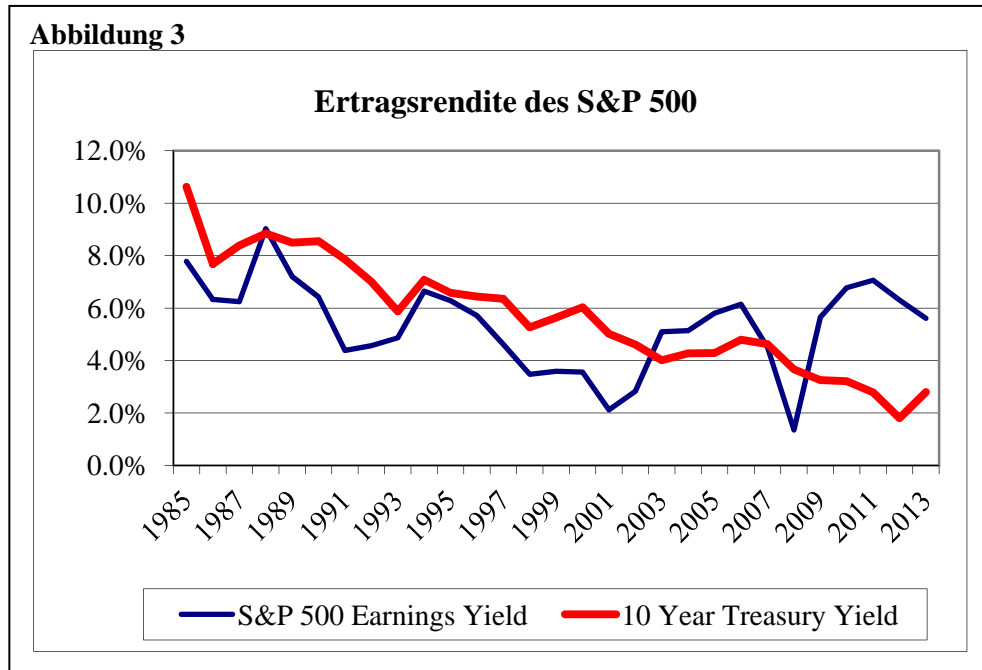
In unserem Bericht vom Mai 2013 schrieben wir, dass die Rendite der 10jährigen US-Staatsanleihen in den kommenden Monaten wieder auf 3% ansteigen könnten. Wir sind nun fast auf diesem Niveau angelangt und Anleihen scheinen wieder etwas attraktiver. Die Rendite der 10jährigen Staatsanleihen befand sich seit 3 Jahrzehnten im Abwärtstrend (siehe Bild 2 unten). Aktuell sind wir in etwa am Top des langfristigen Abwärtstrendkanals angekommen. Auch sieht der Bondmarkt fundamental richtig bewertet aus. Mit nominalen Renditen von 2,8%, liegt die reale Rendite zwischen 1,3% und 1,8%. Die realen Renditen wurden historisch von realen Wachstumsraten bestimmt, so dass die aktuelle Spanne richtig erscheint. Im Hinblick auf das anstehende September Fed-Treffen könnte es durchaus auch zu weiteren Aufwärtsbewegungen im Zinsmarkt kommen, jedoch sehen momentan Anleihen überverkauft aus. Eine Investition in diesem Bereich erscheint nicht als schlechte Option.

Abbildung 2: 10jährige US-Staatsanleihe



Aktienkurse werden durch das Gewinnwachstum der Unternehmen bestimmt sowie von Veränderungen in den Bewertungsniveaus der Aktien, wie z.B. dem KGV. Beides sollte weiterhin den Aktienmarkt höher treiben. Während die Aussichten für das Gewinnwachstum eher unspektakulär erscheinen, haben die Bewertungsniveaus immer noch kein faires Niveau erreicht. Ein Beispiel: Anstatt den Markt im Hinblick auf das KGV zu bewerten, kann man auch den Kehrwert des KGV's, die sogenannte Ertragsrendite als Messlatte heranziehen. (Anmerkung: Eine Bond Rendite errechnet sich durch das Dividieren des Zinses durch den Anleihenpreis während bei der Ertragsrendite die Erträge des S&P500 durch den Preis des S&P500 geteilt wird). Wie in Abbildung 3 zu sehen ist, kletterte die Ertragsrendite des S&P 500 von unter 2 % auf mehr als 6 % als während der Wirtschaftskrise die Kurse fielen. Auch nach den jüngsten Kursanstiegen bei den Aktien liegt die Ertragsrendite des S&P 500 immer noch bei ca. 5,6% und damit deutlich höher als die 2,8% Rendite auf 10jährige Staatsanleihen. Die Konsensschätzungen gehen von einer Steigerung der Unternehmensgewinne in den nächsten vier Quartalen um 4% bis 8% aus. Selbst wenn das Bewertungsniveau der Aktien unverändert bleiben sollte, können wir, ausgehend vom Mittelwert von 6%, eine Gesamtertragsrendite von 8% für den S&P erwarten (6% Kursgewinn aufgrund der Ertragssteigerungen + 2% Dividendenzahlung). Wie dem auch sei, wir denken, dass es berechtigt ist, anzunehmen, dass sich die Bewertungsniveaus weiter erhöhen, wenn die immer noch am Markt vorhandene Angst und Nervosität überwunden wird und Kapital nach und nach in den Aktienmarkt zurückkehrt. Wir sehen für die kommenden 12 Monate einen 10% bis 20% Gewinn am Aktienmarkt durchaus als realistisch an. Wenn die Unternehmensgewinne nun um 6% klettern und die Ertragsrendite sich nur bis auf 5,1% reduzieren sollte, würde der S&P 500 den Stand von 1900 erreichen – ausgehend vom aktuellen Niveau wäre dies ein Kursanstieg von 15%. Wenn man dann noch die Dividendenzahlungen dazurechnet, ist es einfach, die Begründung dafür zu finden, dass gute Zeiten für den Aktienmarkt vor uns liegen.

Abbildung 3



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 Anagemöglichkeiten 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.