

H. Terrence Riley III, CFA
12. Februar, 2018

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

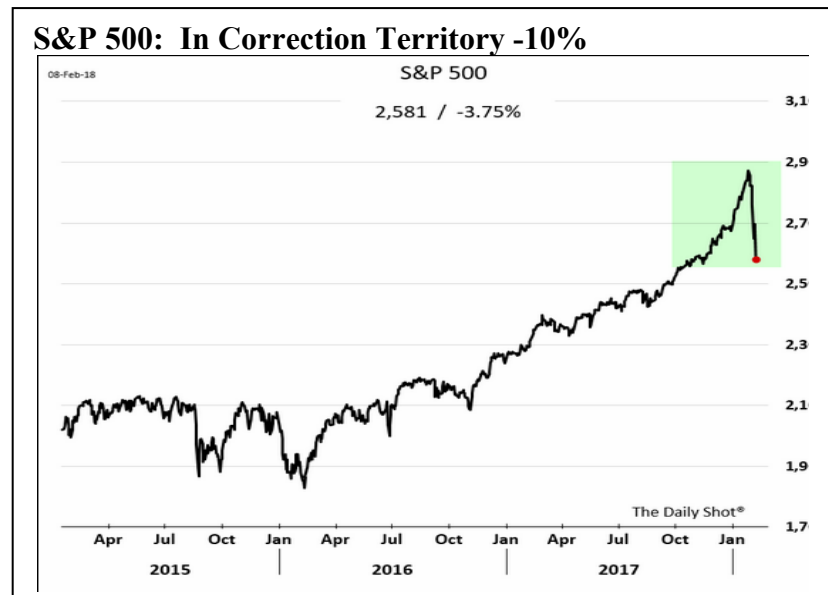
Die Volatilität kehrt zurück

Die Traumwelt an den Märkten ist ins Wanken geraten, zumindest vorübergehend. 2017 war das erste Jahr in der Geschichte, in dem der S&P 500 jeden Monat eine positive Rendite erzielte. Selbst das ideale Jahr 1995 kann da nicht mithalten (siehe Tabelle 1). Vor allem, wenn man dann noch den ersten Monat des Jahres 2018 hinzuzieht, in dem der S&P 500 eine Gesamtrendite von 5,73% erzielte. So sicher wie die Nacht dem Tag folgt, haben die Aktienmärkte unweigerlich Abwärtsbewegungen. Der Hauptunterschied ist, dass wir mit Gewissheit sagen können, wann die Nacht kommen wird, indem wir auf unsere Uhr schauen, leider ist das bei den Abwärtsbewegungen der Aktienpreise nicht so kalkulierbar, sondern passiert eher zufälligerweise. In letzter Zeit wurden diese Bewegungen durch die große Anzahl von automatischen und computergesteuerten Handelstransaktionen noch aufgeblasen. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind jedoch weiterhin hervorragend und die Aussichten für die Wirtschaft sind positiv. Daher erwarten wir, dass die Aktienkurse ihren Aufwärtstrend weiter fortsetzen. Die Zeit, um sich über eine tiefere und langwierigere Korrektur am Aktienmarkt Sorgen zu machen, kommt erst, wenn man eine Rezession am Horizont erkennen kann. Dies ist aktuell noch nicht der Fall.

Tabelle 1

S&P 500 Total Returns

	1995		2017
Jan	2.59%	Jan	1.90%
Feb	3.90%	Feb	3.97%
Mar	2.95%	Mar	0.12%
Apr	2.95%	Apr	1.03%
May	4.00%	May	1.41%
Jun	2.32%	Jun	0.62%
Jul	3.32%	Jul	2.06%
Aug	0.25%	Aug	0.31%
Sep	4.22%	Sep	2.06%
Oct	-0.36%	Oct	2.33%
Nov	4.39%	Nov	3.07%
Dec	1.93%	Dec	1.11%



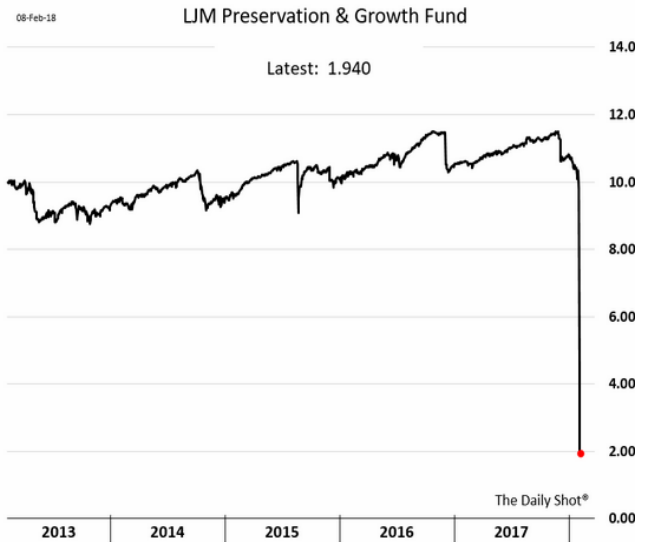
Die extreme Geschwindigkeit dieser Korrektur spiegelt das "Engineering" der modernen Märkte wider, mit ihren gehebelten, börsengehandelter Produkten, computergesteuertem Handel und bestimmten Absicherungsstrategien. Eine dieser neuen „Allwetter“-Strategien ist die sogenannte „Risk Parity“, welche von den Hedgefonds-Manager dieser Strategien verlangt, Vermögenswerte zu verkaufen wenn die Volatilität steigt, was wiederum den Verkaufsdruck erhöht und die Volatilität weiter ansteigen lässt. Ein weiteres Produkt, welches in den letzten Jahren an Popularität gewonnen hat, sind gehebelte, börsengehandelte strukturierte Produkte, die sich an den VIX-Index koppeln. Der VIX-Index widerspiegelt die implizierte Volatilität in den Preisveränderungen der Optionen auf den S&P 500 Index. Die Volatilität war über lange Zeit extrem niedrig und Spekulanten wetteten darauf, dass die Volatilität auch niedrig bliebe. Aber sobald die Zahlen anfangen zu steigen, kam es zu einem Torschlusspanik-

Moment. Wie in Abbildung 2 unten zu sehen ist, sind die Anlagen in solche Produkte zusammengebrochen. Als ein Beispiel sei hier der fast schon ironisch benannte Hedgefonds „LJM Preservation and Growth Fund“ (Konservierungs- und Wachstumsfonds) erwähnt. Dieser, von LJM verwaltete Fonds, war eine stark gehebelte Wette in Erwartung weiterhin tiefer Volatilitäten. Der Fonds brach innerhalb einer Woche um 82% ein (siehe Abbildung 3).

Chart 2
Assets under management on leveraged ETPs has cleared overnight to levels from 2012-13



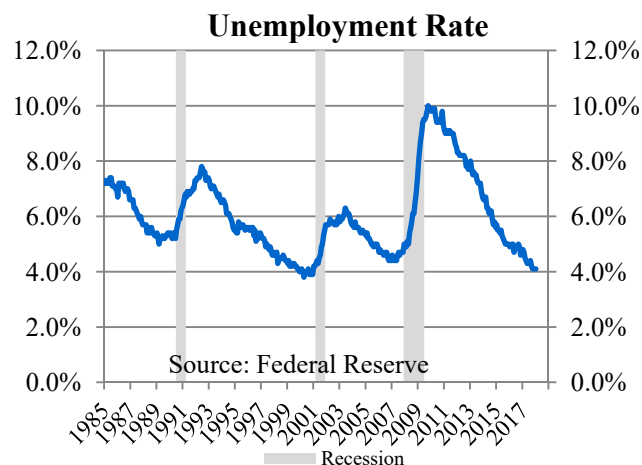
Chart 3



Arbeitsmarktzahlen verursachen Inflationsangst

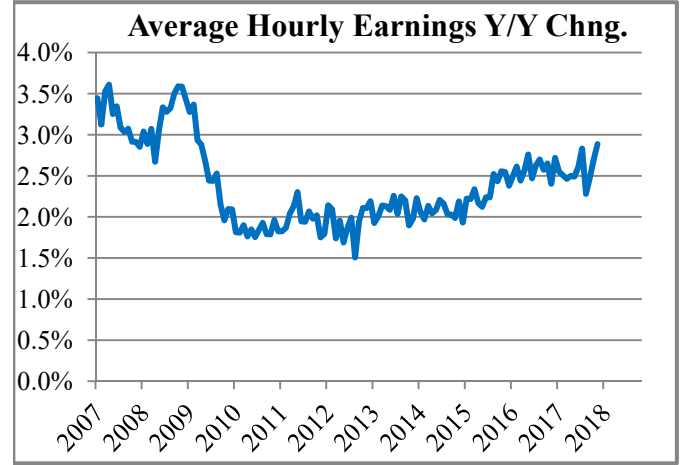
Der grundlegende Faktor für diesen Anstieg der Volatilität scheint der angespannte Arbeitsmarkt und die steigenden Löhne zu sein. Der Ausverkauf der Aktien begann am Freitag, den 2. Februar, nachdem das US-Arbeitsministerium gemeldet hatte, dass im Januar 200.000 neue Arbeitsplätze geschaffen wurden, während die Arbeitslosenquote bei 4,1% verharrte (siehe Abbildung 4). Aber was die Anleger wirklich erschreckte, war, dass die durchschnittlichen Stundenlöhne um 2,9% gegenüber dem Vorjahr angestiegen sind, was den größten Anstieg seit Juni 2009 darstellt (Abbildung 5). Der Grund, warum die Märkte so negativ auf diese Nachrichten reagierten, war, dass einige Leute glauben, dass niedrige Arbeitslosigkeit und steigende Löhne sofort Inflation verursachen. Das wäre sicherlich Gift für die Aktien – und Rentenmärkte. Aber wie wir weiter diskutieren werden, glauben wir jedoch nicht, dass Inflation eine unmittelbare Gefahr darstellt.

Chart 4



Source: Federal Reserve

Chart 5



Source: Federal Reserve

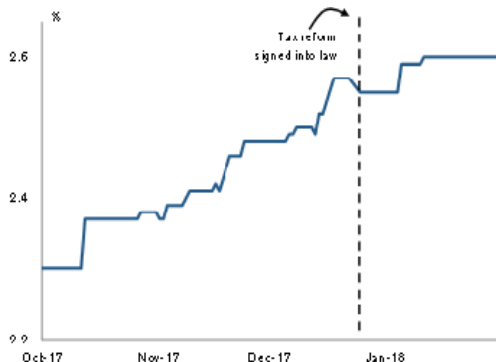
FVCM vertritt die Position, dass eine niedrige Arbeitslosenrate kein Faktor des „Inflationsproblems“ ist. Zugegeben, unsere Meinung stimmt nicht mit der Phillips-Kurve überein, welche einer der Hauptkomponenten der Federal Reserve Modelle ist. Gewiss wären wir nicht so kühn zu sagen, dass sich der Preis der Arbeit (Löhne) unabhängig vom Arbeitsangebot bewegt. Sicher werden die Löhne steigen, wenn sich die Arbeitsmarktbedingungen verschärfen. Steigende Beschäftigung kann auch als steigende Produktion verstanden werden. Das bedeutet aber auch, dass mehr Güter und Dienstleistungen produziert werden, welche mit der momentanen Geldmenge gekauft werden können, und das ist nicht inflationär. Das Problem ist, wenn mehr Dollars die gleiche Menge an Waren jagen, also Ausgabenwachstum ohne Produktionswachstum. Darüber hinaus können Unternehmen Lohnerhöhungen nur dann mittels Preiserhöhungen durchsetzen, wenn solche Preiserhöhungen aus Nachfrageperspektive möglich sind (Ausgaben sind die eigentliche Ursache). Ohne Nachfrage müssen Unternehmen den Kostenanstieg auffangen und geringere Gewinnmargen erleiden. Letzten Endes ist die Arbeitslosenquote kein Inflationsfaktor, oder Japan mit seinen historisch niedrigen Arbeitslosenquoten hätte keine so anhaltend niedrige Inflationsrate, und Venezuela, das Massenarbeitslosigkeit und sinkende Produktion hat, würde keine Hyperinflation durchleben.

Populäre Wirtschaftsdiskussionen stellen auch Anzeichen von kognitiver Dissonanz dar, wenn es um die Arbeitsmärkte geht. Auf der einen Seite gibt es eine Fülle von Bedenken, dass in den USA die Arbeiter ausgehen. Auf der anderen Seite gibt es eine große Diskussion darüber, wie die Automatisierung die Menschen arbeitslos macht, vor allem mit steigenden Mindestlöhnen. Sogar McDonald's versucht jetzt, die Arbeitskosten zu senken, indem es den Kunden erlaubt, Essen mittels Telefon zu bestellen. Was wird aus all diesen McDonald's-Mitarbeitern an den Restauranttheken passieren? Die Gefahr der Arbeitslosigkeit hat sogar einige (sonst vernünftige) Menschen dazu veranlasst, allen ein "garantiertes Einkommen" zu sichern. Aus unserer Perspektive ist der Arbeitsmarkt in den USA so flexibel, dass die Automatisierung zwar zu einigen Arbeitsplatzverlusten führen wird, dass die Geschäftstätigkeit aber dynamisch genug ist, dass diese Arbeitnehmer in anderen Bereichen, in denen es zurzeit einen Arbeitskräftemangel gibt, wie z.B. dem verarbeitenden Gewerbe oder Baugewerbe, Anstellung finden werden. Die Quintessenz ist, dass ein hohes Produktivitätswachstum mit geringer Arbeitslosigkeit und Automatisierung einhergeht. All das Stöhnen und Klagen wegen "Säkularer Stagnation" oder einer "Neuen Normalität" wird sich letztlich als falsch erweisen, wenn man nur den Märkten freien Lauf lässt.

Steigende Anleiherenditen signalisieren ebenfalls keine Inflation

Die Anleiherenditen sind gestiegen und signalisieren ein stärkeres reales Wirtschaftswachstum; nicht Inflation. Wie in Abbildung 6 zu sehen ist, haben Ökonomen, seit der Wahl Trumps, ihre Schätzungen für das reale Wirtschaftswachstum angehoben; eine Widerspiegelung der neuen unternehmensfreundlichen Politik. Diese Schätzungen wurden seit der Verabschiedung des neuen Steuergesetzes weiter erhöht (die vertikale gestrichelte Linie), und werden wahrscheinlich weiter angehoben. Die Einkaufsmanager-Umfragen (PMI) waren in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften überzeugend und es scheint, dass eine synchronisierte globale Expansion im Gange ist. Diese Ansicht steht im Einklang mit der Tatsache, dass die Anleiherenditen sowohl in den USA als auch in Deutschland parallel gestiegen sind (Abbildung 7).

Chart 6 2018 Real GDP Growth Estimates



Source: Credit Suisse

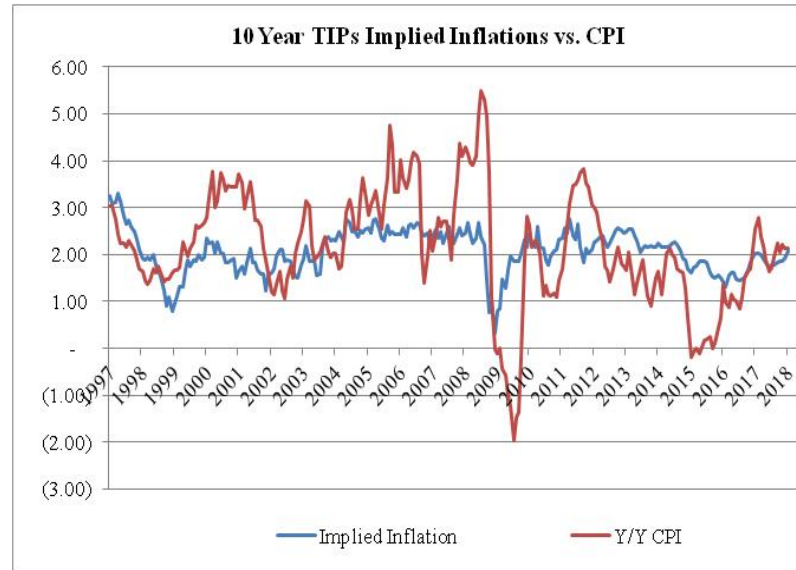
Chart 7 U.S. vs German 10 Year Bond Yields



Source: European Central Bank, Federal Reserve, FVCM

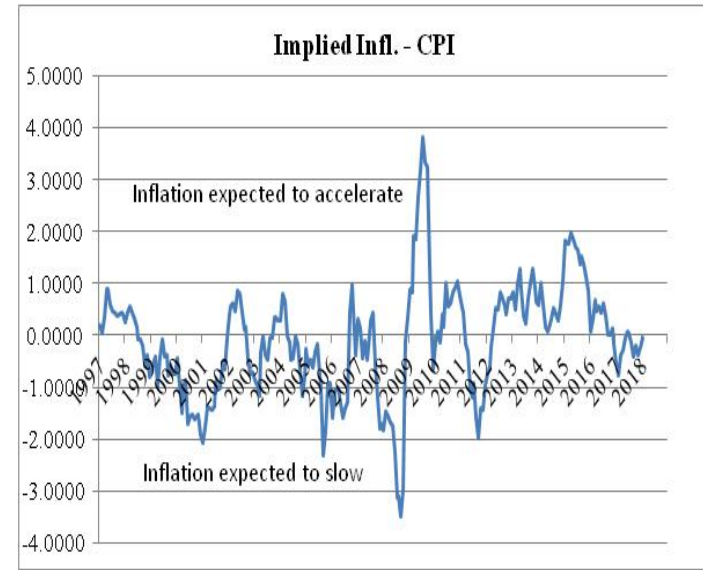
Eine Möglichkeit, die Inflationserwartungen an den Anleihemärkten zu messen, sind die inflationsgeschützten Staatsanleihen, die sogenannten Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS), und diese weisen nicht auf höhere Inflation hin. TIPS zahlen zweimal im Jahr Zinsen wie normale Staatsanleihen, aber der Kapitalbetrag wird mittels des Verbraucherpreisindex (CPI) angepasst. Da TIPS deren Anleger vor Inflation schützen, ist der Unterschied zwischen den Renditen nominaler 10-jähriger Schatzanleihen und 10-jähriger TIPS eine marktbasierende Messung der Inflationserwartungen für die nächsten 10 Jahre. Wie Abbildung 9 zeigt, liegt die implizite Inflationsrate und die Veränderung der Verbraucherpreise im Jahresvergleich bei je rund 2%. Diagramm 10 zeigt den Unterschied zwischen diesen beiden Linien auf. Die Folgerung daraus ist, dass der TIPS-Markt nicht erwartet, dass sich die Inflation beschleunigt oder verringert. Wenn dies der Fall wäre, würde der Anstieg der nominalen Anleiherenditen ausschließlich auf steigende Renditen von Realanleihen zurückzuführen sein, was mit den Erwartungen für ein schnelleres Realwirtschaftswachstum übereinstimmt. Dies ist wichtig, denn wenn die Anleiherenditen aufgrund der Erwartungen eines schnelleren realen Wachstums steigen, ist die Implikation für Aktien positiv. Nur wenn der Anstieg der Renditen auf die Inflation zurückzuführen ist, ist er für Aktien negativ.

Chart 9



Source: Federal Reserve, FVCM

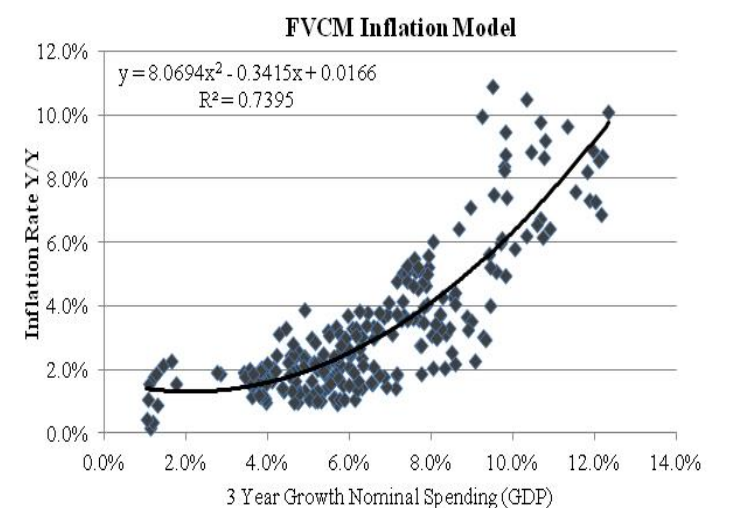
Chart 10



Source: Federal Reserve, FVCM

FVCMs Inflationsmodell (Chart 11) sagt immer noch eine Inflation in der Bandbreite von 1,5% - 2,0% voraus. Die Monetaristen theoretisierten und fanden empirische Daten, die zeigen, dass das Geldwachstum die fundamentale Quelle der Inflation ist. Geld ist jedoch nur inflationär, wenn es ausgegeben wird. Wenn Menschen Geld horten, wirkt dies nicht inflationär. Unser Modell ist an diese wesentliche Tatsache gebunden. Wir haben festgestellt, dass die Gesamtausgaben der letzten 3 Jahre, derzeit nur 3,6% Jahresrate, am besten für die Schätzung des aktuellen Inflationsdrucks geeignet sind. Inflation ist wie ein großes Schiff, das die Geschwindigkeit sehr langsam ändert. Selbst wenn sich die nominalen Ausgaben 2018 auf 6% beschleunigen sollten, würde der Inflationsdruck immer noch nicht ausreichen, um eine Inflation von deutlich über 2% zu generieren.

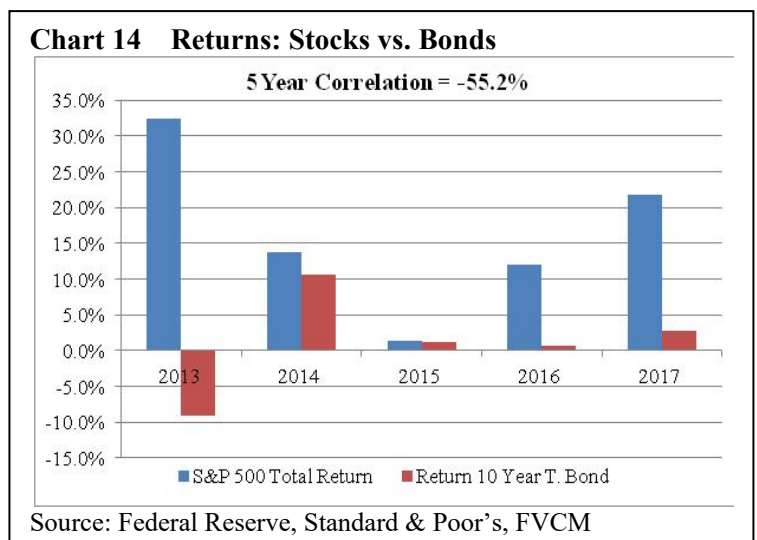
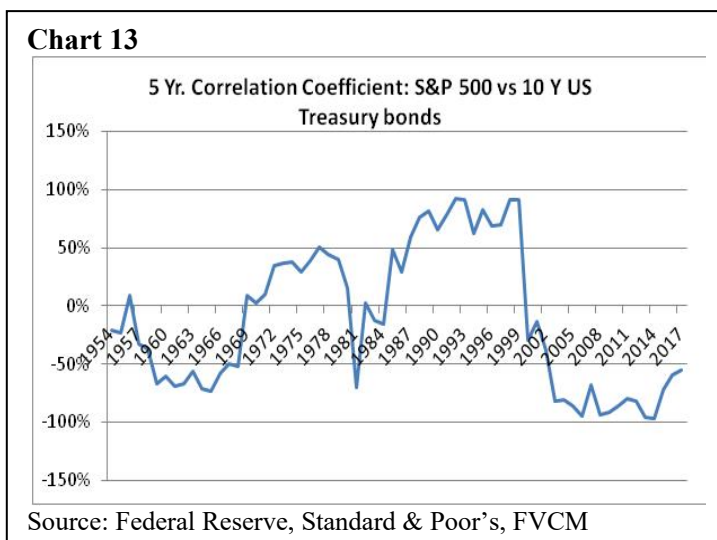
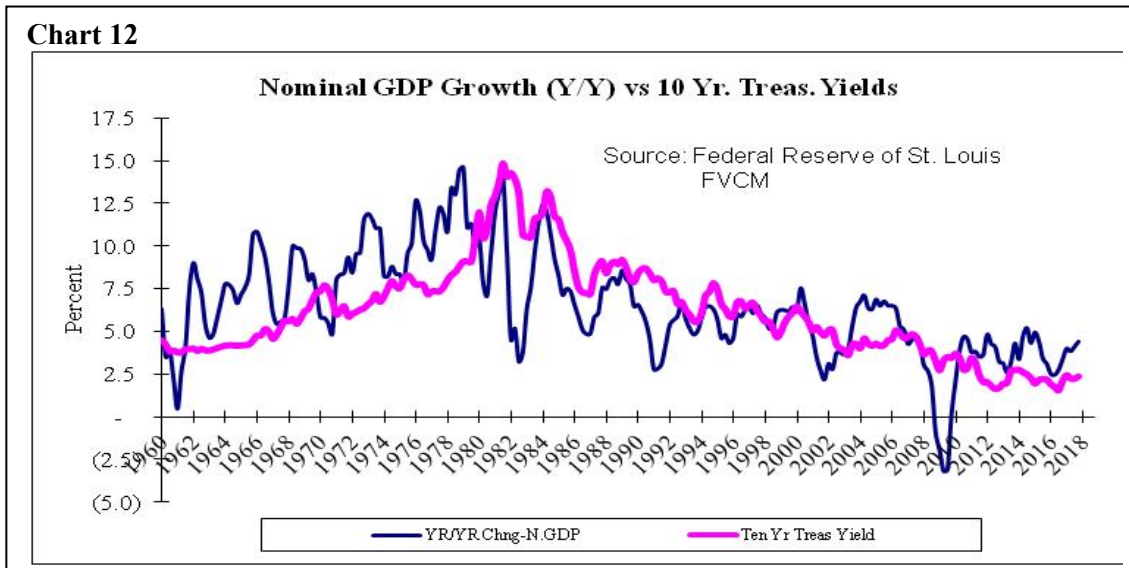
Chart 11



Source: Federal Reserve, FVCM

Bonds sind etwas mehr in Gefahr, aber noch Ok für Portfolios

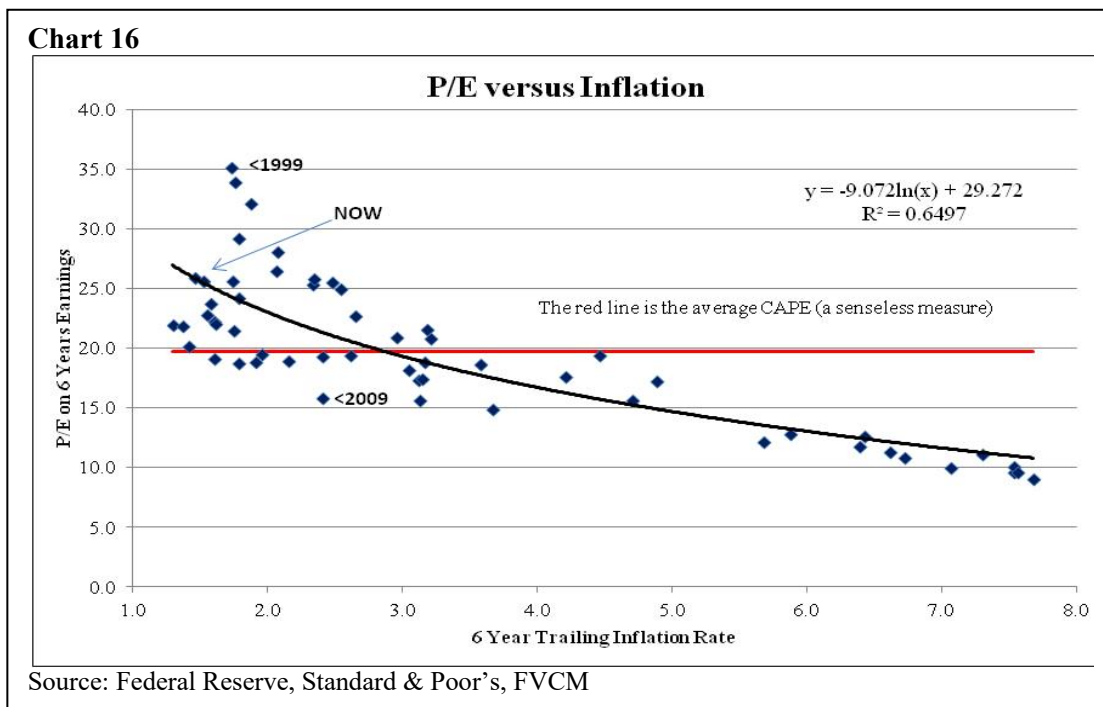
Während die Inflation kein wesentliches Problem darstellt, könnten die langfristigen Anleiherenditen aufgrund steigender Wachstumserwartungen weiter unter Druck geraten. Vor allem die deutschen Bundesanleihen könnten höhere Renditen sehen und der Spread zu Treasuries könnte enger werden (siehe Grafik 7). Die U.S.-Renditen haben historisch um das nominale BIP-Wachstum tendiert (Grafik 12). In den 1960er und 1970er Jahren lag das nominale BIP-Wachstum über der Zehnjahresrendite und beide bewegten sich aufwärts. Ab den 1980er Jahren wurden diese Rollen getauscht und die Anleiherenditen lagen stets über dem nominalen Wachstum. Mit dem Ende der Tech-Blase im Jahr 2000 wurde die Beziehung instabiler, da die Zentralbanken die Zinssätze drückten, um zusätzliches Wachstum anzuregen (die Menschen wollen nicht ausgeben, wenn sie bereits hoch verschuldet sind). Da der aktuelle Konjunkturzyklus nun durch die Fiskalpolitiken verlängert und beschleunigt wird, sind höhere Renditen in den nächsten Jahren noch möglich. Wenn sich der Konjunkturzyklus aufgrund der strafferen Geldpolitik jedoch nach Süden dreht, vermuten wir, dass die Anleiherenditen wieder deutlich nachgeben werden.



Langfristige Anleihen können nach wie vor noch eine wichtige Rolle in Portfolios spielen. Wie aus Abbildung 13 hervorgeht, tendieren die Renditen von S&P 500 und den 10-jährigen Staatsanleihen über lange Zeiträume invers zu korrelieren, inklusive dem Zeitraum seit 2000. In den vergangenen fünf Jahren hatten Aktien und Anleihen eine negative Korrelation von 55% (siehe Grafik 14). Daher können Anleihen eine Rolle als Hedge für Aktienportfolios spielen. Insbesondere, wenn sich der Konjunkturzyklus ändert, werden die Anleger wahrscheinlich feststellen, dass ihre Gesamtportfolioerträge durch die Einbeziehung festverzinslicher Wertpapiere „geglättet“ werden.

Positiver Ausblick für Aktien

Der S&P 500 ist fair bewertet, basierend auf dem FVCM-Modell (Grafik 16). Laut unserem Bewertungsmodell sind durch den starken Anstieg der Aktienkurse im vergangenen Jahr die Aktien um ca. 10% überbewertet gewesen. Unser Modell errechnet das faire KGV anhand einer Regression zwischen den konjunkturbereinigten Erträgen und der vergangenen Inflation. Aufgrund der letztlichen Aktienmarktkorrektur sind die Werte nun wieder genau auf der Regressionsgeraden, d. h. dem fairen Marktwert. Behalten Sie jedoch drei Dinge im Hinterkopf: 1) Der faire Wert steigt aufgrund des Ertragswachstums um etwa 6,4% pro Jahr; 2) Bewertungsniveaus sind ein schlechter Prädiktor für Aktienbewegungen in den nächsten paar Jahren; 3) Aktien neigen dazu, von unterbewertet auf vollbewertet, wie auch kürzlich der Fall, auf überbewertet zu klettern, bevor ein Bullenmarkt endet. Momentum ist oft ein Freund. Unser Hauptpunkt ist, dass Aktien nicht überbewertet sind, wie es so oft in den Medien wiederholt wird. Wenn die Inflation niedrig bleibt dürfen die Bewertungsniveaus hoch sein.



Die Wertentwicklung der Aktien sollte in den nächsten Jahren hauptsächlich vom Gewinnwachstum bestimmt werden, und in dieser Hinsicht sieht es gut aus. Wie wir bereits in früheren Berichten aufgezeigt haben, werden die Bärenmärkte durch Rezessionen und die daraus folgenden Abwärtsbewegung in den Unternehmensgewinnen verursacht. Der Purchasing Managers Index (PMI), der Leitindex, die Form der Renditekurve und andere Primärindikatoren stehen immer noch auf grün und die Wirtschafts- und Gewinnwachstum steht bevor. In diesem Zusammenhang ist wahrscheinlich das beste Argument für höhere Aktienkurse in den nächsten ein oder zwei Jahren, dass die Unternehmensgewinne mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit ihre Aufwärtsdynamik fortsetzen werden.

Chart 17

Source: Evercore ISI

Die Ökonomen von Evercore ISI haben darauf hingewiesen, dass in der Vergangenheit die Gewinne des S&P 500 gestiegen sind, während sich die durchschnittlichen Stundenlöhne beschleunigt haben (Abbildung 17). Dies überrascht uns nicht sehr, da die Arbeitskosten nur die Hälfte der Gesamtkosten ausmachen. Und da die meisten Unternehmen hohe Fixkosten haben, werden die Margen bei einer wirtschaftlichen Expansion typischerweise größer. Ein solcher "operativer Hebel" kann steigende Löhne mehr als kompensieren.

Evercore ISI prognostiziert für den S&P 500 eine Steigerung des Ergebnisses von 14% im Vergleich zum Vorjahr (4Q17) und 20% per 1Q18. Der S&P 500 ist jetzt etwa beim 15,5fachen KGV auf Basis der ISI Prognose (170) per Ende 2019 bewertet. Wir halten diese Zahlen für aggressiv, aber erreichbar. Nach Jahren des enttäuschenden Wachstums werden die allgemeinen Erwartungen - einschließlich unserer - wahrscheinlich höher angesetzt werden müssen.

Abschlusskommentar zum Aktienmarkt

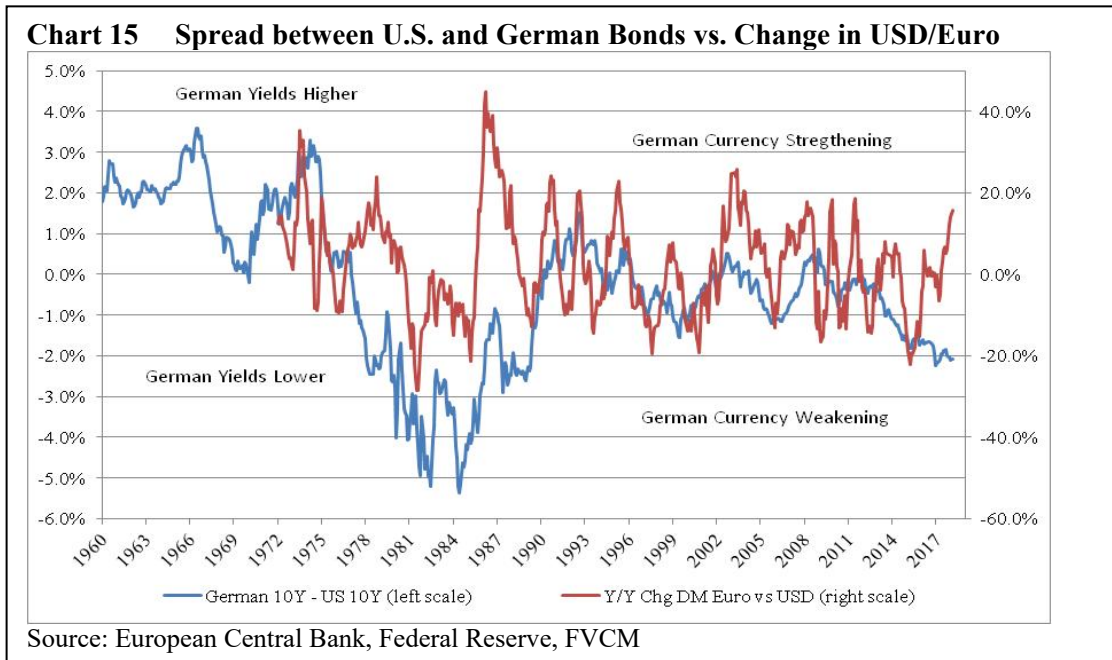
Die Rückkehr der Volatilität, die wir im Februar gesehen haben, ist eher eine Rückkehr zur Normalität. Über einen längeren Zeitraum hinweg profitieren Aktionäre mehr als Bondinvestoren oder Menschen die Liquidität halten, da die Aktienanleger bereit sind, die Schwankungen in den Preisen, die periodisch auftreten, durchzustehen. Volatilität ist Teil des Deals. Wir glauben, dass Anleger ihre langfristige Performance verbessern können, wenn Sie ihre Aktienengagements anpassen, wenn sich Inflations- und Rezessionsrisiko zeigen. Aber wir denken, dass die kleineren "Korrekturen", wie jene, die diesen Monat begann, besser ignoriert oder als Kaufgelegenheit genutzt werden sollten.

Wechselkurs Paradox

Wir erwarten keine größeren Wechselkursbewegungen, obgleich wir der jüngsten Euro-Stärke etwas skeptisch gegenüberstehen. Alan Greenspan, ehemaliger Präsident der Federal Reserve, äußerte sich in seiner berühmten Rede über die Schwierigkeit der Modellierung von Wechselkursen. Der Grund, dass dies so schwierig ist, liegt darin, dass die Umrechnungskurse der Fremdwährungen weitgehend durch Kapitalverkehr bestimmt werden. Dieser übersteigt die Nachfrage nach Devisen aufgrund des Warenhandels bei weitem. Und Kapitalströme sind unbeständig. Aber die Kapitalströme sind zu einem großen Teil eine Funktion der Zinsdifferenzen - das Kapital strebt nach höheren Renditen. Daher ist es merkwürdig, dass der Euro gegenüber dem Dollar stärker geworden ist (die rote Linie in Abbildung 15), da der Zinsunterschied zwischen der 10-jährigen US-Staatsanleihe und der deutschen 10-jährigen Bundesanleihe stabil geblieben ist (blaue Linie).

Die Stärke des Euro ist an die Erwartung geknüpft, dass die EZB ihr quantitatives Lockerungsprogramm ("Quantitative Easing" - "QE") "reduzieren" wird (tapering). Konkret brach der Euro im Juli 2017 aus seiner zweijährigen Handelsbandbreite mit dem Dollar aus, als Mario Draghi öffentlich über die steigende Inflation in Europa sprach und erwähnte, dass die EZB in ihrer Sitzung vom September über das QE-Programm diskutieren würden. Aber während die EZB weiterhin nur über die Möglichkeit diskutiert, die quantitative Lockerung zu beenden, hat die Federal Reserve bereits damit begonnen die Zinsen anzuheben und schrumpft bereits ihre Bilanz. Eine einfache Analyse könnte vermuten lassen, dass die Wirtschaft mit den steigenden Zinsen und der schrumpfenden Zentralbankbilanz diejenige mit der stärkeren Währung sein sollte, aber das ist nicht der Fall. Die F/X-Märkte präsentieren sich immer als Paradox.

Eine tatsächliche Ankündigung der EZB, ihr QE-Programm zurückzufahren, könnte paradoxerweise der Zeitpunkt sein, zu dem der Euro nach unten korrigiert. Wie bereits erwähnt, ist das Auseinanderlaufen zwischen dem Wechselkurs des Euro (rote Linie in Abbildung 15) und dem Zinsunterschied der 10-jährigen deutschen zur 10-jährigen U.S. Staatsanleihe (blaue Linie) ein Grund daran zu zweifeln, ob die jüngste Stärke des Euros nachhaltig sein kann. Es gibt ein altes Sprichwort im Aktienmarkt, "buy on the rumor and sell on the news." (Kauf beim Gerücht und verkauf bei Nachrichten). Wir vermuten, (zugegebener Maßen leider ohne hohe Überzeugung), dass der Euro seine Dynamik verliert, wenn die EZB die quantitative Lockerung zur Realität werden lässt. Dann werden sich die Anleger auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten der Eurozone und die Auswirkungen der geldpolitischen Drosselung konzentrieren.



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.