

H. Terrence Riley III, CFA
12. Mai 2020

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

S&P 500



Aktien erholen sich schnell, wirtschaftliche Erholung wird langsamer erfolgen

Das US-Finanzministerium und die US-Notenbank haben alle Register gezogen, um sicherzustellen, dass US-Unternehmen dem exogenen Schock von Covid-19 standhalten. Die von der Regierung umgesetzten Programme sind zahlreich; darunter zinsgünstige Kredite an mittelständische Unternehmen, spezielle Programme für die Fluggesellschaften, verzeihliche Kredite an kleine Unternehmen mit weniger als 500 Beschäftigten, eine um 600 Dollar pro Woche erhöhte Arbeitslosenhilfe und eine einmalige "Stimulus"-Zahlung von 1.200 Dollar an die meisten in den USA lebenden Menschen. Außerdem senkte die US-Notenbank die kurzfristigen Zinsen auf nahe Null und stellte riesige Mengen an Dollarliquidität bereit indem sie die Bilanz drastisch durch den Kauf von US-Staatsanleihen und risikobehafteten Papieren, einschließlich hypothekenbesicherter Wertpapiere und Renten ETFs, erweiterte. Darüber hinaus hat die Fed ausländischen Zentralbanken durch Währungs-Swaps zusätzliche Dollarliquidität zur Verfügung gestellt.

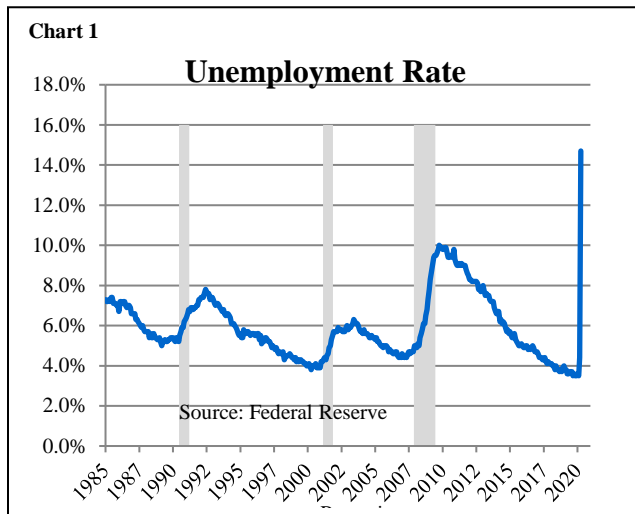
Das Vertrauen der Anleger wächst und die Preise steigen. Die extreme Reaktion der Fed hat den Anlegern die Zuversicht gegeben, dass sich die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2020 erholen wird. Die Aktienkurse haben etwa zwei Drittel der Kursverluste vom Februar/März, wieder gut gemacht. Der Markt erwartet bereits eine Erholung der Unternehmensgewinne im Verlauf dieses Jahres und die Investoren waren deshalb nachsichtig mit den schwachen Zahlen, die viele Firmen im ersten Quartal hatten. Wir sind zuversichtlich, dass die Tiefststände vom März im S&P 500 nicht getestet werden. Die Märkte sind volatil und ein Rücksetzer von 5% bis 10% ist jederzeit möglich. Voraussichtlich werden die Preise im Jahresverlauf aber weiter klettern.

Natürlich basiert unsere Erwartung einer Erholung auf den anhaltenden Fortschritten gegen das Virus. Die USA hatten in der Spitze 38.000 neu Infizierte, sowie 2.800 Todesfälle pro Tag. Die jüngsten Zahlen lagen bei 18.000 bzw. 1.000, und gehen weiter zurück. Das größte Risiko für die Weltwirtschaft ist eine erneute Infektionswelle, die zur anhaltenden bzw. wiederkehrenden Schließungen in der Wirtschaft führen würde. Es gibt jedoch mehrere Faktoren, die ein solches Risiko mindern. Der Grund, warum die Regierungen schnell die Weltwirtschaft stilllegten und Quarantänen auferlegten war, "die Ansteckungskurve zu glätten", um die Krankenhäuser nicht zu überfordern. Es wurden bereits viele Erkenntnisse über das Virus gewonnen, wie beispielsweise die Umstände, unter denen es am leichtesten übertragbar ist. Geschlossene Räume und die Zeitdauer sind wesentliche Faktoren. Es scheint, dass der Virus weder im Freien noch auf einer Fahrt im Aufzug leicht übertragbar ist. Gesichtsmasken schützen den Träger nicht unbedingt davor sich selbst mit dem Virus zu infizieren, verhindern aber, dass das Virus vom Träger der Maske auf andere übertragen wird. Auch wurden die Produktionskapazitäten von medizinischer Ausrüstung im Gesundheitswesen erheblich erhöht. Und obwohl die Entwicklung eines Impfstoffs voraussichtlich noch lange Zeit benötigt, oder im schlimmsten Fall nie gefunden wird, bleibt anzumerken, dass sich die Behandlungsmethoden für Betroffene deutlich verbessert haben. Und letztlich wurden in Orten wie New York City mehr als ein Fünftel und inzwischen vielleicht schon ein Drittel der Einwohner positiv auf Antikörper getestet. Eine wachsende Zahl von Menschen mit Antikörpern wird die Ausbreitung des Virus weiter verlangsamen. Auch werden zunehmende Tests und Pläne für die Rückverfolgung von Personen, die mit Infizierten in Kontakt gekommen sind, die zukünftige Ausbreitung begrenzen. Eine realistische Annahme ist vermutlich, dass das Virus über Jahre präsent sein wird, es aber besser kontrollierbar ist, genau wie viele der daraus resultierenden gesundheitlichen Leiden.

Die Wirtschaft prallte im ersten Quartal 2020 gegen eine Mauer, als das reale BIP in den USA mit einer annualisierten Rate von 4,8 % schrumpfte. Zusammen mit dem plötzlichen Rückgang der Produktion sprang die Arbeitslosenquote auf 14,7 %, da große Teile der Gesellschaft gezwungen wurden, zu Hause zu bleiben. Die aktuellen Daten zeigen, dass die am stärksten betroffenen Sektoren das Restaurant- und Gastgewerbe sowie sonstige persönliche Dienstleistungsanbieter sind. Das Gesundheitswesen war ebenfalls betroffen, da die Menschen optionale Maßnahmen und Behandlungstermine hinausschoben und sich von Arztpraxen im Allgemeinen fernhielten. Am wenigsten betroffen waren Technologie- und nicht-zyklische Bereiche der Wirtschaft, einschließlich des Pharmasektors und der Basis-Konsumgüterindustrie. Mit Blick auf die Zukunft ist es schwer zu sagen, welche Unternehmensbereiche sich bald erholen werden. Reise- und Unterhaltungsindustrie haben möglicherweise die schwierigste Zeit vor sich, da es viele Monate dauern kann, bis die Menschen bereit sind, an einer großen Sportveranstaltung teilzunehmen oder in einen Disney-Themenpark zu fliegen. Restaurants können wahrscheinlich wieder öffnen, aber mit reduzierter Kapazität und mit reduzierter Belegschaft. Die Arbeitslosigkeit wird wahrscheinlich langsam zurückgehen und das stimmt uns hinsichtlich der diskretionären Konsumwerte nicht sehr optimistisch. Die bleibende hohe Unsicherheit wird die Begeisterung für teure Anschaffungen wie Häuser, Autos und Urlaub dämpfen. Unternehmen erkennen jetzt sicherlich, sofern sie es nicht schon vorher taten, die Vorteile von Cloud-Computing und Kommunikationsdienstleistung. Viele Bereiche des Technologiesektors dürften deswegen auch weiterhin die am besten performenden Unternehmen bleiben. Ein reales Wirtschaftswachstum sollte bis Juli wieder zurückkehren. Allerdings wird für das gesamte Jahr 2020 ein negatives BIP-Wachstum von -4,3 % prognostiziert. Für 2021 werden gute Zuwächse erwartet (siehe Tabelle 1).

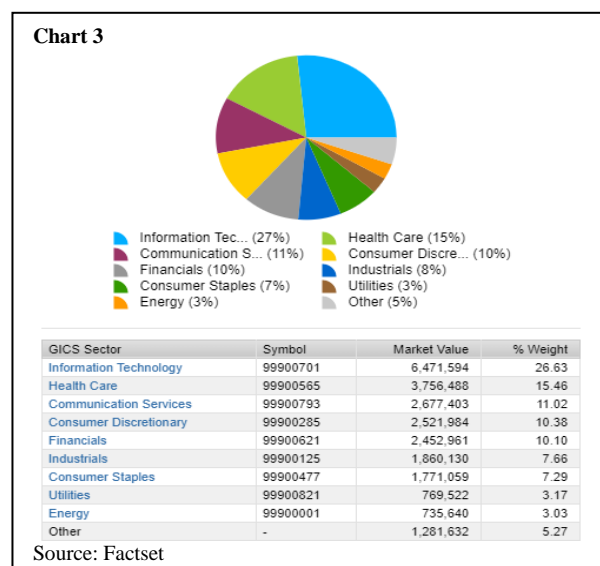
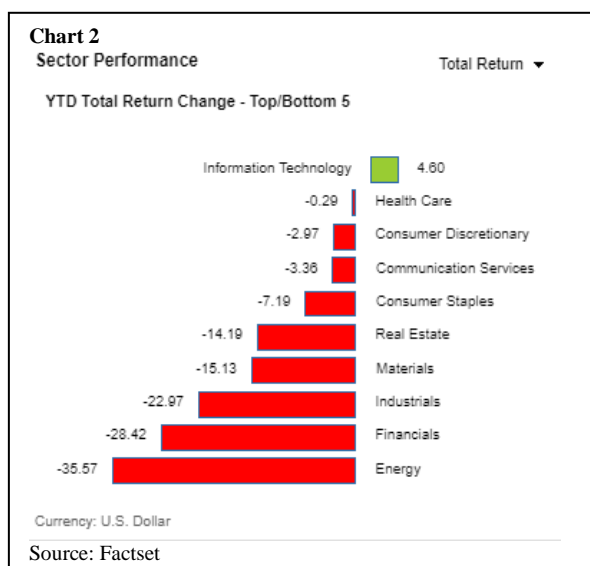
Country	CY '17	CY '18	CY '19	CY '20	CY '21	CY '22
G7						
Canada	3.2	2.0	1.6	-6.2	4.4	1.8
France	2.4	1.7	1.3	-6.7	4.5	1.5
Germany	2.8	1.5	0.6	-6.1	4.3	1.8
Italy	1.8	0.7	0.3	-7.9	5.0	0.6
Japan	2.2	0.3	0.7	-3.4	1.7	1.3
United Kingdom	1.9	1.3	1.4	-5.9	3.6	2.1
United States	2.4	2.9	2.3	-4.3	3.4	2.2

Tabelle 1



Source: Factset

Technologie, bereits der größte Sektor im S&P 500 (siehe Schaubild 3), ist der einzige Sektor, der sich im bisherigen Jahresverlauf positiv entwickelt hat. Wie bereits erwähnt, ist die Bedeutung der Technologiebranche während dieser Krise immer deutlicher geworden, und die Kapitalausgaben in diesem Bereich dürften noch verstärkt werden. Allerdings haben die nachstehenden Sektoreinstufungen einige Beschränkungen. Apple zählt z.B. zum Technologiesektor, könnte aber wohl auch als ein Unternehmen des Konsumsektors betrachtet werden. Tatsächlich hat Apple billigere Telefone eingeführt, da die Verbraucher begonnen haben, sich den hohen Preisen zu widersetzen. Im Gegensatz dazu macht Amazon etwa 40% des diskretionären Konsumsektors aus. Amazons Geschäft hat sich aber eher wie ein Mix aus Basiskonsum-Unternehmen (Hauslieferungen einschließlich Lebensmittel) sowie Technologieunternehmen (AWS-Cloud-Computing Aktivitäten) verhalten. Die relativ gute Entwicklung des diskretionären Konsumsektors (Schaubild 2) spiegelt einen Gewinn von 30% bei Amazon sowie Gewinne von Home Depot (8%), Ebay (17%), Tractor Supply (17%) wider. Fast alle anderen Werte waren stark negativ und werden aufgrund der anhaltenden Arbeitslosigkeit wahrscheinlich weiterhin mit Gegenwind rechnen müssen.



Die Konsensprognose für den S&P 500 ist, dass der Umsatz um etwa 5% zurückgehen wird - im Einklang mit dem BIP - während die operativen Erträge im Jahr 2020 um etwa 20% schrumpfen (siehe Tabelle 2). Jetzt, da Aktien mit dem 22,6-fachen der düsteren Gewinnschätzung für 2020 und dem 17,9-fachen der Schätzung von 2021 gehandelt werden, sind Aktien keineswegs billig. Allerdings sieht die Dividendenrendite des S&P 500 von 1,9% im Vergleich zur Rendite von 0,68% auf 10-jährigen US-Staatsanleihen attraktiv aus. Auch stehen die hohen Kurs-/Gewinn-Verhältnisse im Einklang mit der niedrigen Inflationsrate. Da das Wirtschaftswachstum und das Wachstum der Unternehmensgewinne in der zweiten Jahreshälfte 2020 zurückkehren sollte, dürften die Aktienkurse parallel steigen. Die Kursgewinne werden wahrscheinlich durch die aktuell relativ hohe Bewertung begrenzt sein und wir rechnen nicht mit hohen zweistelligen Zuwachsraten. Unterm Strich sollten die Gewinne am Aktienmarkt die Renditen am Anleihemarkt jedoch deutlich übertreffen. Jede Kursschwäche sollte u. E. dazu genutzt werden Aktien von Unternehmen zu kaufen, welche unter einem nun konservativeren Verbraucher am wenigsten leiden.

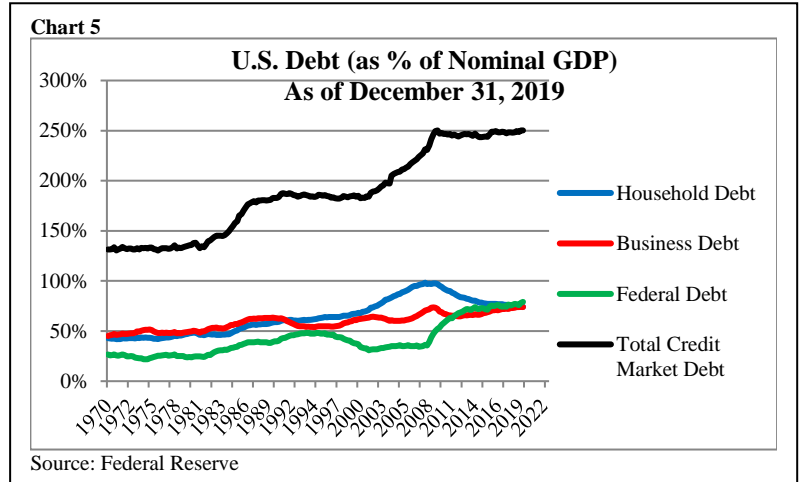
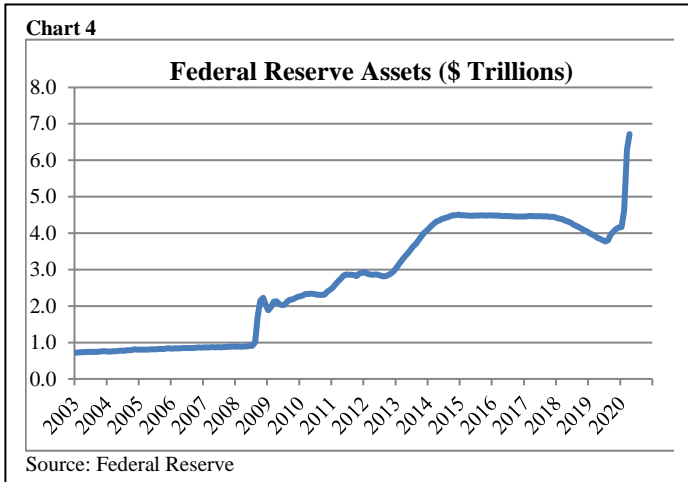
	Dec '15 CY	Dec '16 CY	Dec '17 CY	Dec '18 CY	Dec '19 CY	Dec '20E CY	Dec '21E CY	Dec '22E CY
EPS	116.79	118.22	131.46	159.65	162.07	128.28	163.75	185.80
Dividends per Share	44.76	46.53	49.60	54.18	58.17	59.05	61.95	67.38
Sales per Share	1,116.95	1,150.51	1,219.04	1,341.97	1,406.65	1,339.30	1,456.61	1,555.49
Cash Flow per Share	167.14	172.83	184.33	209.91	220.07	192.26	235.07	281.72
Free Cash Flow per Share	97.79	103.83	111.74	128.38	132.60	114.73	152.19	171.56
Book Value per Share	727.80	757.44	801.02	834.52	891.53	900.82	961.44	1,199.83

Tabelle 2

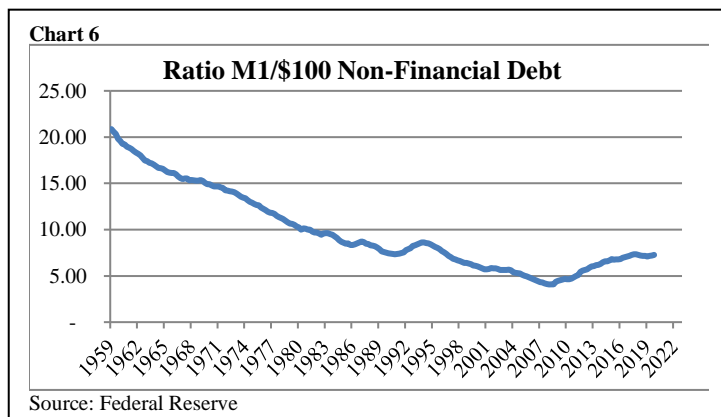
Im großen Ganzen geht es um die Schuldenlast

Wie schon während der Finanzkrise 2008 hat die Federal Reserve Finanzpapiere gekauft und ihre Bilanz erweitert, um Liquidität zur Verfügung zu stellen und das Ausgabeverhalten zu unterstützen. Analog 2008, als die US-Notenbank das erste "Quantitative Easing (QE)" Programm aufgelegt hatte, fragen sich die Menschen nun, ob die Offenmarktgeschäfte der Fed zusammen mit den Einkommensstützungs- und Kreditprogrammen des US-Finanzministeriums zu Inflation führen werden.

Zunächst sollten wir festhalten, dass die Verbraucherpreise im März und April mit einer Jahresrate von -5,0 % bzw. -9,1 % gesunken sind. Das unmittelbare Problem scheint die Deflation zu sein, nicht die Inflation. Die logische Frage, die sich stellt ist: Wie kann die Deflation anhalten, wenn die Fed effektiv Bargeld im Austausch gegen Anleihen in den Markt pumpt. Die Antwort ist, dass der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP schon seit Jahrzehnten steigt. Wenn bereits ein beträchtlicher Teil des Einkommens zur Schuldentilgung gebunden ist, ist es für Privatpersonen und Unternehmen schwierig, neue Ausgaben zu tätigen. Es ist eine einfache Tatsache, dass Schulden die Ausgaben und damit die Inflation drücken.



Das Liquiditätsniveau, gemessen anhand von Bargeld und Sichteinlagen bei Banken (M1), ist im Verhältnis zu den „nicht-Finanz“-Schulden (Summe der Schulden von Regierung, Privatpersonen und aller Firmen, die nicht im Finanzsektor sind) seit Jahrzehnten rückläufig (Schaubild 6). Wenn Sie den Gedankengang akzeptieren, dass Menschen versuchen, Barguthaben im Verhältnis zu ihrem Einkommen und Ausgaben zu halten, folgt daraus, dass diese Barguthaben von Schulden beeinflusst werden. Liquidität ist erforderlich, um diese Schulden zu bedienen. Aktienanleger können die Situation auch so sehen: Wenn man Geld auf der Bank hat, ist man *long* in Geld; wenn man Schulden hat, ist man *short* in Geld. Ein Ereignis wie eine Pandemie löst im Wesentlichen einen Verkäufer-Engpass aus, bei dem die Menschen ihre Ausgaben kürzen müssen, um für die laufenden Kreditzahlungen genügend Bargeld zu haben. Ohne die Bereitstellung von Bargeld durch die Fed zur Deckung der gestiegenen Liquiditätsnachfrage wäre der Rückgang im Konsum und die Deflation noch gravierender. Wie wir gesehen haben, hat die Japanische Notenbank dreißig Jahre lang quantitative Lockerungen eingesetzt, und trotzdem stagnierte das Preisniveau. Es wird nun auf absehbare Zeit eine ähnliche Dynamik für die USA und Europa erwartet; außer der allgemeine Schuldenstand wird im Verhältnis zu Bargeld und Einkommen reduziert.



Hinweis: Finanzschulden sind die Passivseite der Bankbilanzen und beinhalten Kundeneinlagen. Diese sind hier nicht enthalten, da eine primäre Funktion der Banken darin besteht, Einlagen anzunehmen. Das Verhältnis wäre auch bedeutungslos, weil es die Geldmenge (M1) als Prozentsatz der Einlagen messen würde. Schlussendlich würde es, wenn Bankverbindlichkeiten/Einlagen einbezogen würden, insbesondere das Bild von Ländern mit einem großen Bankensektor (wie der Schweiz) verzerren.

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.