

Verfasser

H. Terrence Riley III, CFA
Partner

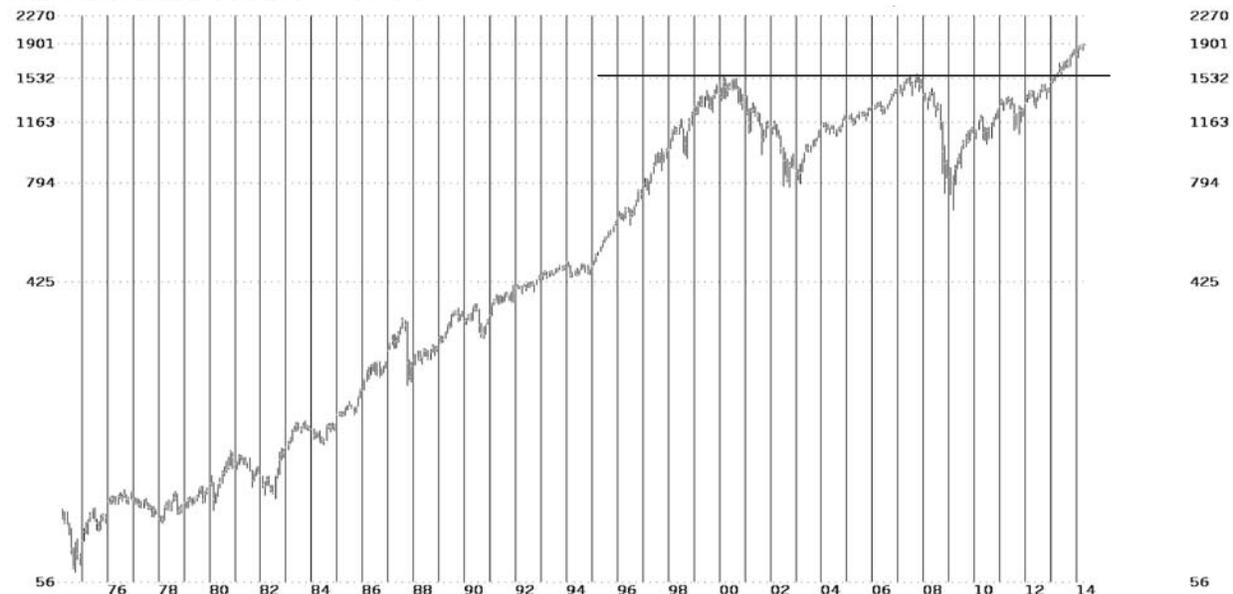
New York 5. Mai, 2014

Kontakt

Karin M. Müller
Partnerin
+1 (212) 326 9533
kmm@fvcm.us

S&P 500

Schlusskurs zum 2. Mai 2014: 1881.14



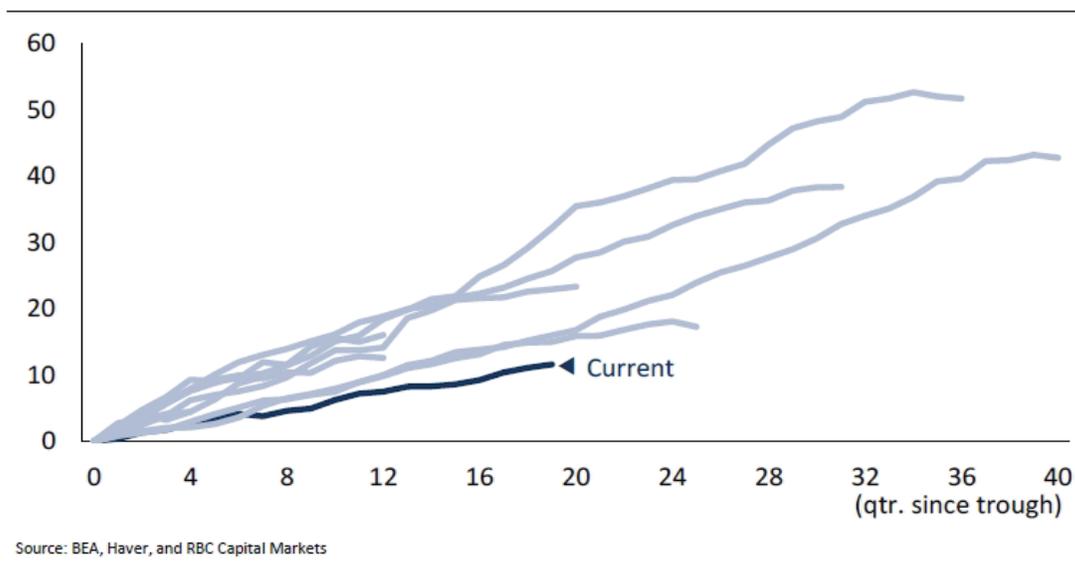
S&P 500 AUFWÄRTSTREND WIEDER INTAKT: MAN SOLLTE SICH NICHT GEGEN DEN TREND STELLEN

- Der derzeitige Aufschwung ist der langsamste seit der Nachkriegszeit;
- Die Erholung des Immobilienmarktes wie auch der Geschäftsinvestitionen verläuft moderat;
- Der private Sektor hat keinen Appetit für Schulden oder überhöhte Ausgaben;
- Ein langsames Wachstum deutet darauf hin, dass es keine Exzesse gibt, welche einer Rezession üblicherweise vorausgehen;
- Die Federal Reserve wird wahrscheinlich mit dem Tapering des QE3 weiter fortfahren und es ist solange von niedrigen Zinsen auszugehen, bis sich das Kredit- und Konsumwachstum beschleunigt, was aktuell nicht erwartet wird;
- Die Expansion der Wirtschaft, wie auch der Unternehmensgewinne sollte noch einige Jahre in weiterhin moderatem Tempo voranschreiten;
- Es gibt keinen Inflationsdruck, was höhere Bewertungen bei den Aktien rechtfertigt;
- Der S&P 500 hat das Doppel-Top, das bisherige Allzeithoch, durchbrochen und der Bullenmarkt hat wahrscheinlich noch eine lange Laufzeit vor sich.

Unsere in den letzten fünf Jahren optimistische Einschätzung betreffend des U.S. Aktienmarktes hat sich bewährt. Wir denken, dass dies auch erst der Anfang eines langanhaltenden Aufwärtstrends war. Wir empfehlen Investoren in Aktien übergewichtet zu bleiben. Die Bedingungen, welche den Bullen-Märkten ein Ende setzen könnten, sind nicht in Sicht. Tatsächlich profitiert der Aktienmarkt von nahe zu perfekten Verhältnissen. Wir gehen auf den folgenden Seiten näher hierauf ein. Was Aktien treibt sind höhere Unternehmensgewinne und auch robuste bis steigende Bewertungen, aufgrund von niedriger Inflation. Das ist genau das, was wir aktuell finden.

Die Wirtschaft Amerikas erlebte im ersten Jahrzehnt des Millenniums viele schwarze Tage, angefangen mit den Bärenmärkten im März 2000, als auch im Oktober 2007 (siehe Grafik S&P 500 auf der vorhergehenden Seite). Viele der damaligen Exzesse wurden gebändigt und es gibt Vieles was aktuell signifikantes Wachstumspotential verspricht: genügend Arbeiternehmer, niedrige Kapazitätsauslastungen, robuste Unternehmensbilanzen, gekoppelt mit einem hohen Level an liquiden Mitteln birgt dies großes Potential für Investitionen, sobald die Nachfrage wächst. Betriebsauslastungen und Rentabilität haben noch einen langen Weg vor sich, bis man womöglich wieder an die Grenzen stößt. Erst letztes Jahr durchbrach der S&P 500 die im Jahre 2000 gesetzte Höchstmarke. Der Bullenmarkt sollte so lange kein Ende finden, bis sich neue Exzesse aufgebaut haben. Wir glauben, dass dies nicht vor 2017 oder sogar noch später passieren sollte.

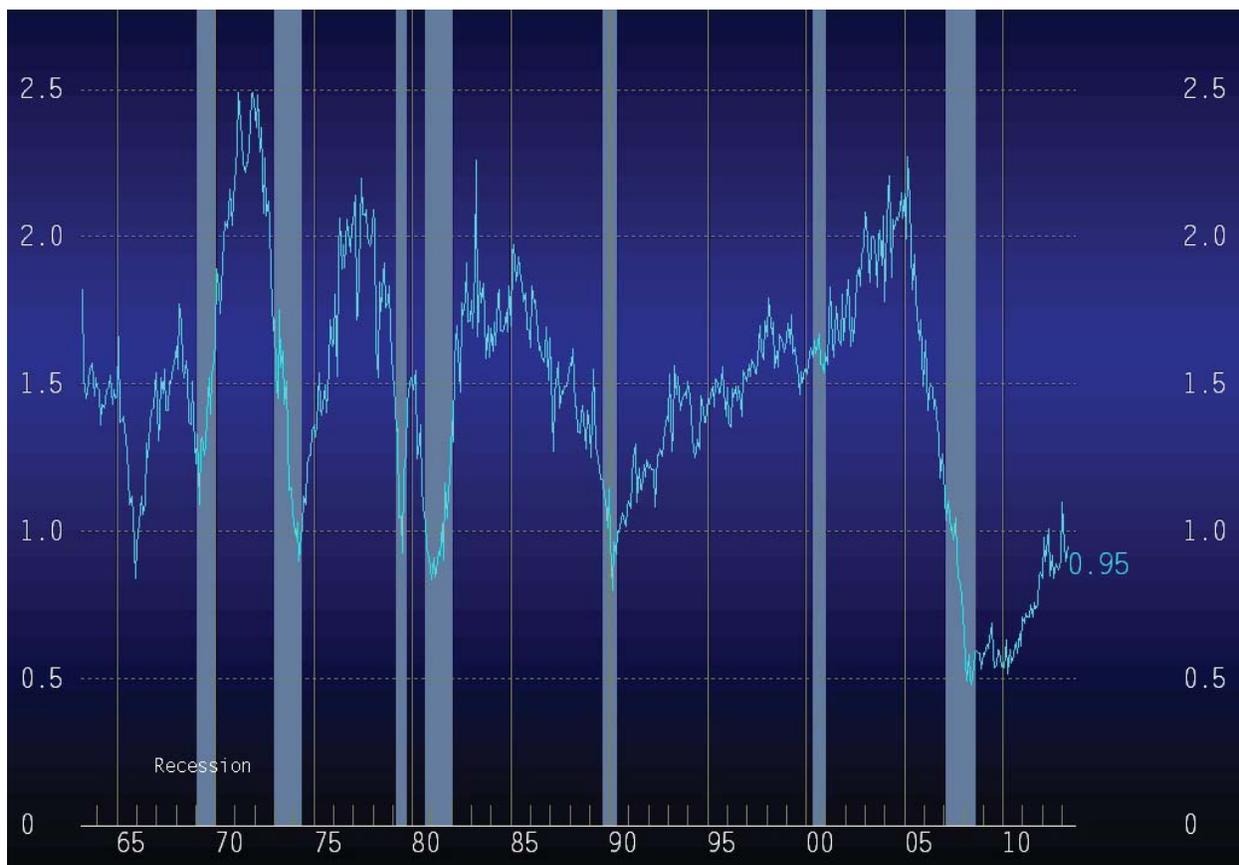
Chart 1: Kumulatives BIP Wachstum nach einer Rezession



Der derzeitige Aufschwung nährt sich seinem 5. Geburtstag und ist tatsächlich der langsamste in der Nachkriegszeit (siehe Chart 1). Als Begründung wurde die restriktive Kreditvergabe genannt. Mehr Kredite bedeuten mehr Ausgaben und damit mehr Wachstum. Es ist kein Zufall, dass Verbindlichkeiten während früherer Aufschwünge schneller wuchsen als das Brutto-Inlands-Produkt. Die jetzige Situation verhält sich nun anders, während das Kredit- und Leasingswachstum 2,1% beträgt, stieg das nominale BIP um 3,9%. Dennoch sehen wir dies als durchaus positiv an: **Ein Wachstum, welches nicht lediglich durch Schulden finanziert ist, ist ein gesundes und nachhaltiges Wachstum.** Jedoch ist dies auch ein Grund für einen langsameren Aufschwung - vor allem im Vergleich zu den schuldengeschürften Wachstumsphasen der Vergangenheit.

Die Zinsen sind nicht aufgrund der Fed niedrig. Zinsen sind mangels Nachfrage nach Krediten auf niedrigem Niveau. Die Geldpolitik der Fed ist normalerweise reaktionär. Sie senkt Zinsen in Anbetracht einer schrumpfenden Wirtschaft und erhöht diese wenn die Wirtschaft wieder Fahrt aufnimmt. Derzeit befinden wir uns in einer Situation, in welcher weder der Privat- noch der Industriesektor sich verschulden möchten, außer zu äußerst niedrigen Zinsen. Die Steigerung des Hypothekenzinses von 3,4% auf 4,4% während des letzten Jahres, verdeutlicht die Sensibilität des Konsumenten. Der Immobilienmarkt erhielt, mit einem Rückgang von 4,8 Millionen auf 4 Millionen verkauften existierenden Häusern pro Jahr, die Quittung. Die Konsumenten sind nicht bereit Kredite zu einem auch nur etwas höheren Zins aufzunehmen.

Chart 2: Baubeginne
In Millionen, saisonbereinigte jährliche Zahlen
Rezessionen sind durch vertikale Linien gekennzeichnet



Quelle: Thomson Baseline

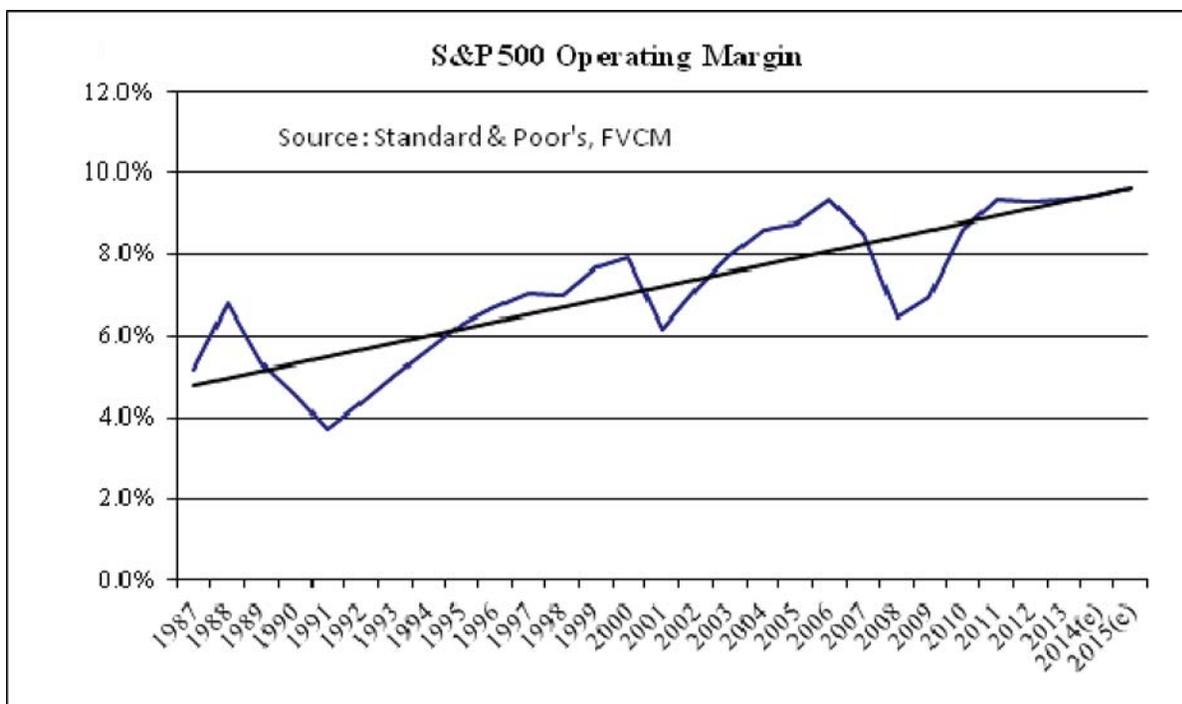
Historisch gesehen waren die größten Einflussfaktoren auf einen Wirtschaftsaufschwung eine starke Steigerung im Immobilienbau und mit etwas Verzögerung, das Wachstum von Investitionen in Betriebsanlagen. Diese beiden treibenden Faktoren laufen dieses Mal leider auf Sparflamme. Es gibt etwa 118 Millionen Haushalte in den USA. Während eines normalen Aufschwungs werden jährlich etwa 1,5 Millionen neue Haushalte gegründet, dies ist schon allein aufgrund des Bevölkerungswachstums von ca. 3 Millionen pro Jahr eine angemessene Zahl. Während dieser wirtschaftlichen Erholung sind die Baubeginne von einem Rezessionstief von 500.000 neuer Häuser pro Jahr auf nun ca. 1 Million gestiegen; und das, obwohl die Wirtschaft schon seit fünf Jahren wieder wächst. Diese Zahl veranschaulicht noch einmal den Widerwillen der Bevölkerung Kredite, selbst zu niedrigem Zins, aufzunehmen. Wie wir jedoch bereits nahegelegt haben, hat dieser Aufschwung aufgrund dieses Nachholbedarfs und des

gesunden Wachstums ohne starke Neuverschuldung der Bevölkerung noch einen langen Weg vor sich. Zusätzliche Immobilien müssen erstellt werden um der Nachfrage der jährlich wachsenden US-Bevölkerung Rechnung zu tragen.

GRUNDLAGEN DES AKTIENMARKTES

Die Gewinnmargen im S&P 500 sind in den letzten Jahren gestiegen. Dies liegt vor allem daran, dass die Lohnkosten im Verhältnis zum Umsatz gefallen sind. Dieses ist ein langanhaltender globaler Trend, nicht etwa ein kurz- bis mittelfristiges zyklisches Ereignis. Das Gewinnwachstum des S&P 500 für das Jahr 2014 wird mit 7% prognostiziert; was einen Gewinn von \$118.50 bedeutet. Für 2015 wird der Gewinn des S&P 500 mit \$128.00 geschätzt; ein Zuwachs von 8%. Diese Schätzung basiert auf einer konservativen Erwartungshaltung bzw. der Kontinuität des aktuellen Trends. Es ist nicht ganz eindeutig warum die Löhne in den letzten Jahren relativ zum Umsatz gesunken sind, vermutlich besteht ein Zusammenhang mit sinkenden logistischen Kosten, verbunden mit steigendem Handel, besseren und günstigeren Möglichkeiten der globalen Kommunikation und nicht zuletzt dem Lohn-Wettkampf auf einem globalen Level. Der Versuch eine Umkehrung in einem derartig langanhaltenden Trend zu prognostizieren könnte einen schnell als Narren erscheinen lassen. Es ist daher vernünftiger, mit einer Kontinuität dieses Trendes zu rechnen. Auch möchten wir darauf hinweisen, dass wenn der Tag kommt, an dem die Lohnkosten, aufgrund einer langfristigen Trendumkehr, anfangen zu steigen, wird dies wahrscheinlich mit steigendem Umsatzwachstum der Firmen einhergehen. Davon ist auszugehen, weil steigende Lohnkosten auch zusätzliche Kaufkraft der Arbeitnehmer bedeuten. Die steigenden Umsätze sollten aber trotz steigenden Lohnkosten auch steigende Unternehmensgewinne bringen. Im Endeffekt müssen wir also nur bei einer Rezession mit einer fallenden Profitabilität rechnen. Berücksichtigt man die aktuell in genügendem Umfang verfügbaren Realgüter (Arbeitskraft, Materialien etc.), die niedrige Inflation und nicht zuletzt die lockere Geldmarktpolitik, so sehen wir noch lange keine Rezession am Horizont.

Chart 3



Die Bewertung des Aktienmarktes (Kurs-Gewinn-Verhältnis bzw. KGV), ist genauso wie die des Rentenmarktes (Rendite) hauptsächlich durch die Inflation bestimmt. Die amerikanische Inflation ist niedrig und es besteht keinerlei Aufwärtsdruck. Sehr wahrscheinlich wird es noch einige Jahre an Konsumwachstum brauchen, bis die Inflation Fahrt aufnimmt. Die Inflation ist der gefährlichste und destruktivste Faktor für die Finanzmärkte – besonders für den Rentenmarkt, aber auch für Aktien. Bei zunehmender Inflation, so wissen Investoren, fällt der reale Wert ihrer zukünftigen Zins- und Dividendenzahlungen. Folglich steigt die Rendite der Anleihen und bei Aktien sinkt das KGV. Die gute Nachricht: Die derzeitige Inflation beläuft sich auf nur 1,4% (gemessen am BIP-Deflator, ein Indikator welcher die Inflation am umfassendsten misst) und es gibt keine Anzeichen für einen Aufwärtsdruck. Selbst bei einem starken Zuwachs der Kaufkraft und damit verbundenem Konsum, braucht die Inflation Jahre um sich aufzubauen. (Leider braucht man auch Jahre diese wieder in den Griff zu kriegen). Das nominale Konsumwachstum hält sich aktuell sehr beständig bei durchschnittlichen 4%. Gemäß unseren Modellen produziert ein solches Wachstum eine Inflationsrate von 1,4% - genau die Zahl, die wir im Moment in der Realität wiederfinden.

Bei einer Inflationsrate von 1,4% ist der S&P 500 um ca. 15% unterbewertet. Die US-Treasuries sind jedoch etwa richtig gepreist (siehe Chart 2). Nach unserer Einschätzung wäre der S&P 500 bei einem Wert von 2,200 Punkten, oder auch dem 18,5 fachen unserer geschätzten Gewinne (118,50) für 2014 oder dem 17,2 fachen der Gewinne (128,00) für 2015 fair bewertet. Dieses relativ hohe KGV ist aus demselben Grund "fair", aus welchem auch die 10 jährigen U.S.-Treasuries mit nur 2,6% "fair" bewertet sind. Ein niedriges nominales Konsumwachstum bedeutet eine niedrige Inflation, eine niedrige Inflation bedeutet wiederum hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse und niedrige Renditen bei festverzinslichen Papieren. In dem nachfolgenden 50-Jahres Chart erwartet Sie viel wirtschaftliche Geschichte; was wir hier herausheben möchten ist Folgendes: Die Bondrenditen folgen dem Konsumwachstum weil das auch die Inflation tut. Wie bereits erwähnt hielt sich das nominale BIP während der letzten Jahre sehr beständig bei durchschnittlichen 4%. Wir erwarten natürlich, dass die Bondrenditen irgendwann einmal wieder ansteigen werden, dafür brauchen wir jedoch erst einmal eine beständige Beschleunigung des Konsumwachstums. Demgleich erwarten wir eines Tages auch niedrigere KGV's. Aber auch hier sollte dies nur als Folge eines beständigen Konsumwachstum bzw. steigender Inflation erfolgen. All dies wird seine Zeit brauchen; einige Quartale wenn nicht sogar Jahre. In der Zwischenzeit ist mit hohen Marktbewertungen zu rechnen.

Chart 4

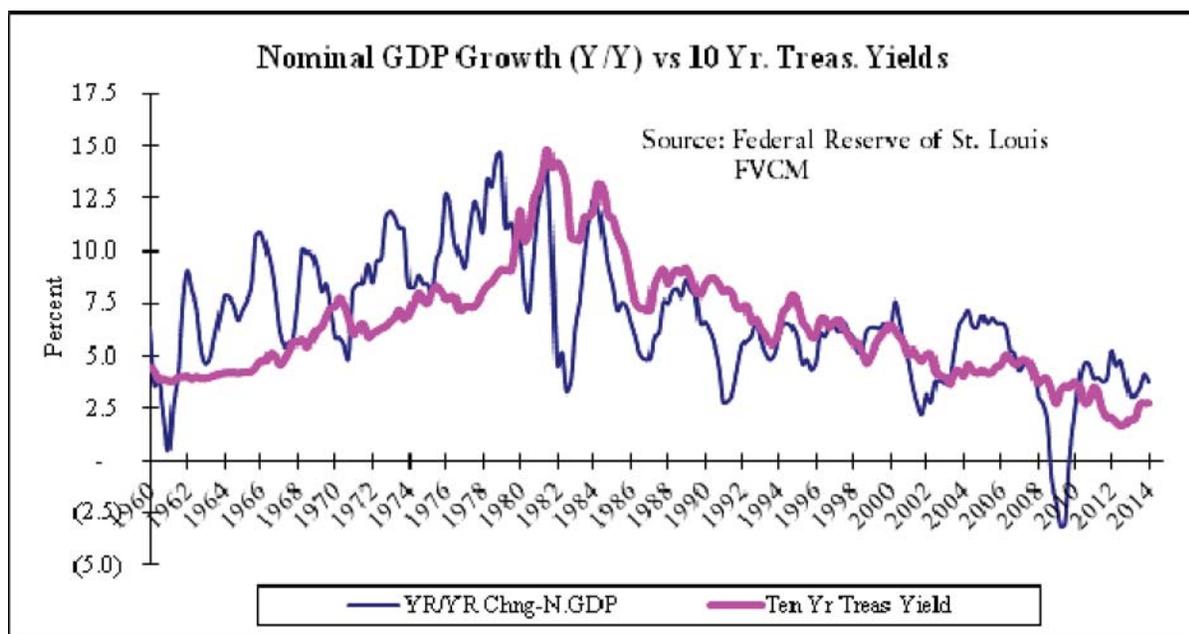


Tabelle 1

| Bull Markets | | | |
|--------------|--------|--------|-------|
| Trough | Peak | Return | # Mo. |
| Oct-66 | Nov-68 | 48% | 26 |
| May-70 | Jan-73 | 74% | 32 |
| Oct-74 | Feb-80 | 90% | 65 |
| Mar-80 | Nov-80 | 43% | 8 |
| Aug-82 | Aug-87 | 229% | 61 |
| Dec-87 | Jul-90 | 65% | 32 |
| Oct-90 | Mar-00 | 417% | 115 |
| Oct-02 | Oct-07 | 101% | 61 |
| Mar-09 | Apr-14 | 175% | 61 |

Source: RBC Capital Markets

Tabelle 2

| Bear Markets* | | | |
|---------------|--------|--------|-------|
| Peak | Trough | Return | # Mo. |
| Nov-68 | May-70 | -36% | 18 |
| Jan-73 | Oct-74 | -48% | 21 |
| Feb-80 | Mar-80 | -17% | 1 |
| Nov-80 | Aug-82 | -27% | 21 |
| Aug-87 | Dec-87 | -34% | 3 |
| Jul-90 | Oct-90 | -20% | 3 |
| Mar-00 | Oct-02 | -49% | 31 |
| Oct-07 | Mar-09 | -57% | 17 |

Source: RBC Capital Markets

DYNAMIK DES AKTIENMARKTES

Häufig gibt es in der Presse Berichte bzw. Prophezeiungen von "Börsen-Gurus", die einen Börsencrash oder eine neue Baisse vorhersagen. Dies ist natürlich ein guter Weg um mehr Zeitungen zu verkaufen bzw. im Rampenlicht zu erscheinen. Wir denken aber, dass die Tatsachen in die andere Richtung zeigen. Wie in der Tabelle 1 zu sehen ist, ist der aktuelle Bullenmarkt 61 Monate alt, was zwar lange ist, aber immer noch weit hinter dem Bullenmarkt der 90er Jahre liegt. Außerdem folgt der aktuelle Bullenmarkt der tiefsten Baisse der Neuzeit (siehe Tabelle 2). Angesichts der Tiefe des letzten Marktrückganges wäre ein langanhaltender Bullenmarkt normal. Darüber hinaus, wie

wir in diesem Bericht argumentiert haben, verläuft die aktuelle Erholung zwar langsam, wird aber ohne Rückkehr des raschen Schuldenwachstums angetrieben und sollte daher viel nachhaltiger sein. Solange die Erholung fortgesetzt wird, erwarten wir steigende Unternehmensgewinne und nach und nach weiter wachsende Aktienkurse.

Politische Krisen in der Ukraine oder anderswo haben immer das Potenzial Volatilität im Aktienmarkt zu verursachen, sind aber eher unwahrscheinlich ein Auslöser für einen Wechsel vom Bullen- zum Bärenmarkt. Wir sind die ersten, die zugeben, dass die Ereignisse in der Ukraine, als auch Syrien, dem südchinesischen Meer, Nordafrika und anderswo beunruhigend sind. Jederzeit können unerwartete internationale Ereignisse die Psychologie der Anleger verändern und einen Rückgang der Aktienpreise verursachen. Doch im Laufe der Geschichte gab es immer wieder negative geopolitische Ereignisse, die sich im Hintergrund abgespielt haben, und trotzdem wurden die Aktienkurse doch weiter durch Fundamentaldaten wie Unternehmensgewinne und die Inflation angetrieben. Sicherlich wirken die Ereignisse in der Ukraine negativ auf die Nation selbst, genauso wie auf Russland. In bestimmtem Umfang, stellen die Ereignisse in der Ukraine auch eine Gefahr für Westeuropa, aufgrund der engen Handelsbeziehungen mit Russland, dar. Im Gegensatz dazu, sind die USA jedoch recht gut isoliert und man kann es sich schwer vorstellen, dass die US-Wirtschaft direkt betroffen sein könnte. In der Tat gibt es in den USA zunehmende Diskussionen über die Notwendigkeit, die Energieexporte nach Europa zu erhöhen. Natürlich würden sich solche Geschäftsmöglichkeiten nur langsam entwickeln. Ansonsten denken wir, dass eine Gefahr für die USA voraussichtlich nur dann entsteht, wenn Russland einen der baltischen Staaten, die NATO-Mitglieder sind, angreift. Allerdings scheint ein solcher Ausgang als weniger wahrscheinlich.

Einige kurzfristige technische Indikatoren, wie der Relative-Stärke-Index (RSI) zur Zeit bei 56, deuten darauf hin, dass der S&P 500 aktuell etwas "überkauft" ist und eine kleine Korrektur anstehen könnte. Wir sind aber nicht sehr zuversichtlich, dass dies auch wirklich kommt. Erst seit kurzem sind die Nettoinvestitionen in Aktienfonds wieder positiv. Die Cash-Positionen sind nach wie vor hoch und sowohl Privatpersonen, als auch Institutionen wie Pensionsfonds und Universitätsstiftungsfonds sind in Aktien untergewichtet. Viele Anleger warten auf Rückschläge um ihre Aktienengagements zu erhöhen. Das Problem für solche Käufer besteht darin, dass wenn alle das tun, diese Rückschläge nie wesentlich sind. Sobald die Preise etwas fallen, fließt Geld in den Markt und macht den Rückgang zunichte. Leider kommen die Rückschläge manchmal auch erst nachdem die Preise bereits gestiegen sind. Deswegen raten wir dazu, anstelle zu versuchen bei Rückschlägen zu kaufen, lieber das verfügbare Kapital in regelmäßigen Abständen dem Aktienmarkt hinzuzufügen.

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.