

H. Terrence Riley III, CFA
29. Februar, 2016

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

ZUSAMMENFASSUNG

Die fallenden Aktienkurse im August 2015 und zu Beginn dieses Jahres spiegeln die aktuelle Instabilität Chinas wider. Die China-Blase droht nun zu platzen. Die anderen Schwellenländer und so manch andere Branchen werden dadurch beeinflusst. Im Speziellen ist der „Supercycle“ der Rohstoffmärkte, der ganze 10 Jahre angedauert hat, nun zu einem Ende gekommen. Die Auswirkungen finden wir nicht nur in den Aktienmärkten und Rohstoffpreisen sondern auch in den Kreditmärkten. Investoren sorgen sich nun ob in Zukunft Kredite zurückbezahlt werden, wie viel Kredit vergeben wird und wie gut die Bonität der Banken ist. Wir erwarten, dass sich der Großteil der Probleme aber auf China, vom Rohstoffpreis abhängige Schwellenländer und bestimmte Branchen begrenzt. Dies war auch der Fall, als in 1989/90 die Japan-Blase geplatzt ist.

Die aktuellen Wirtschaftsdaten zeigen an, dass die U.S. Wirtschaft auch in den nächsten Quartalen langsam wachsen wird. Die Erträge im S&P 500 sollten in 2016 steigen; auch weil nun nach und nach der gestiegenen USD auf das Ertragswachstum der Unternehmen im S&P 500 keinen Effekt mehr hat. Aktuell sind Aktien, unter Berücksichtigung des niedrigen Inflationsniveaus, erheblich unterbewertet. Die Aktienkurse sollten daher über die nächsten 2 bis 5 Jahre signifikant anziehen. Für die nächsten Monate jedoch erwarten wir im Aktienmarkt, aufgrund der Unsicherheiten in den asiatischen Märkten, weiterhin eine hohe Volatilität. Dazu kommt noch die Sorge um die europäischen Banken. Ein weiterer Rückschlag am Aktienmarkt ist für die nahe Zukunft deswegen durchaus denkbar. Ist dies der Fall, gehen wir davon aus, dass der Markt schnell wieder auf das alte Niveau zurückspringen würde.

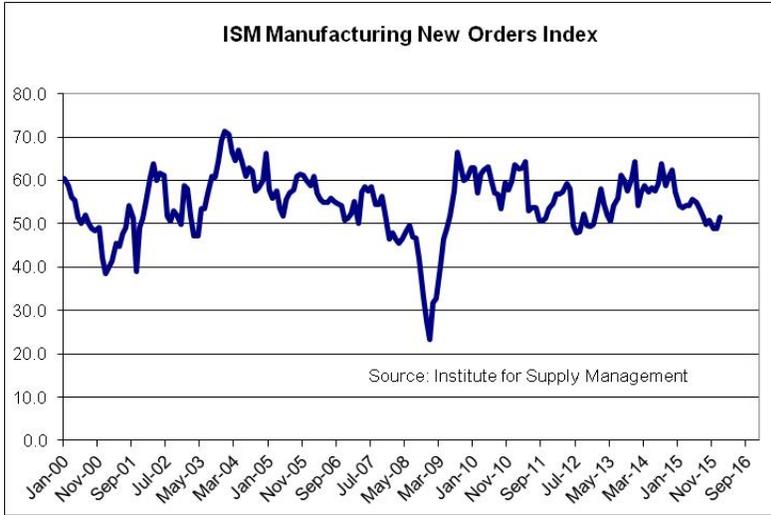
U.S. WIRTSCHAFTSINDIKATOREN BLEIBEN WEITERHIN POSITIV

Die letztlichen Korrekturen am Aktienmarkt ließen Angst vor einer Rezession aufkommen; die Wirtschaftsindikatoren zeigen in eine andere Richtung. Die schwachen Wirtschaften in Brasilien und anderen wichtigen ausländischen Märkten haben die amerikanischen Exporte negativ beeinflusst.

Die U.S. Exporte fielen von ihrem Top, das im 3. Quartal 2014 bei jährlich \$2,36 Billionen (13,5% des BIP) lag, auf \$2,21 Billionen (12,2%) für das 4. Quartal 2015. Dies spiegelt sowohl den gestiegenen USD wie auch die schwache Nachfrage der ausländischen Märkte wider. Große Bedeutung hatte, dass die Profitabilität vieler Unternehmen aufgrund von Rezessionen bzw. von Schwäche in den ausländischen Wirtschaften gelitten hat. Es ist natürlich von Firma zu Firma unterschiedlich, aber ca. ein Drittel der Gewinne des S&P 500 werden im Ausland generiert.

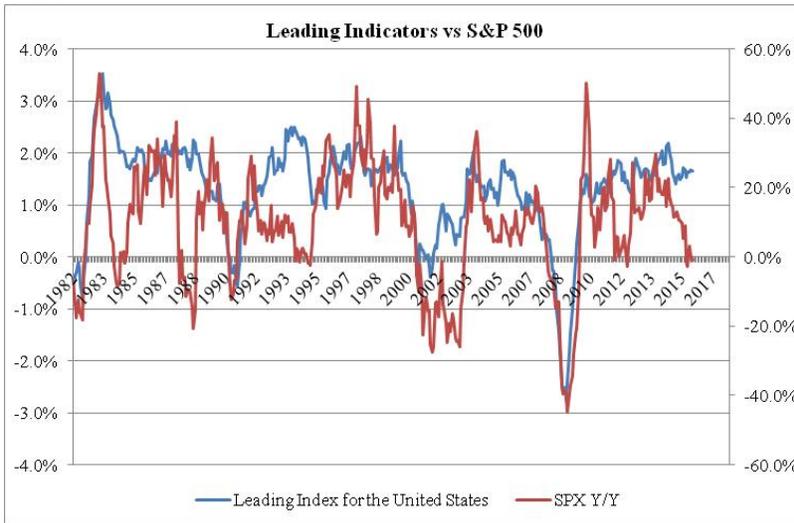
Trotz dieser negativen Punkte, zeigen die folgenden Indikatoren auf eine moderate Expansion für die amerikanische Wirtschaft:

Chart 1



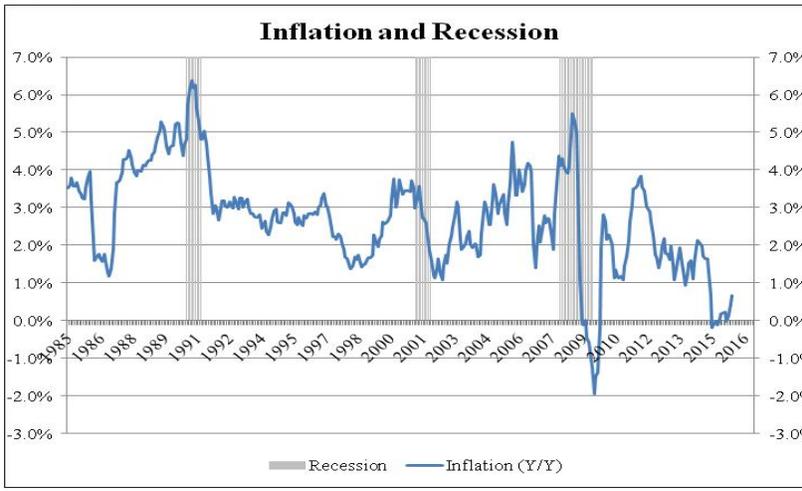
Trotz all dem Gegenwind für amerikanische Unternehmen lag der letzte Stand des ISM (Manufacturing New Orders Index) bei 51,5. Eine Zahl über 50 zeigt auf Wirtschaftswachstum hin.

Chart 2



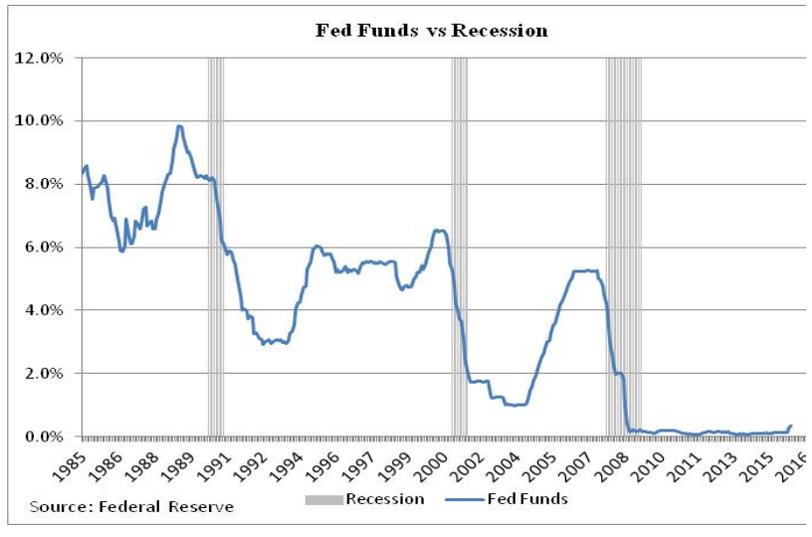
Der Index der vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren "Leading Indicators" ist weiterhin positiv - trotz der Korrektur im S&P 500. Diese Abweichung ist nicht neuartig. In 1994 verlor der Aktienmarkt an Wert während der „Leading Index“ auf positiv stand. In 1995 legte der S&P 500 ganze 34% zu.

Chart 3



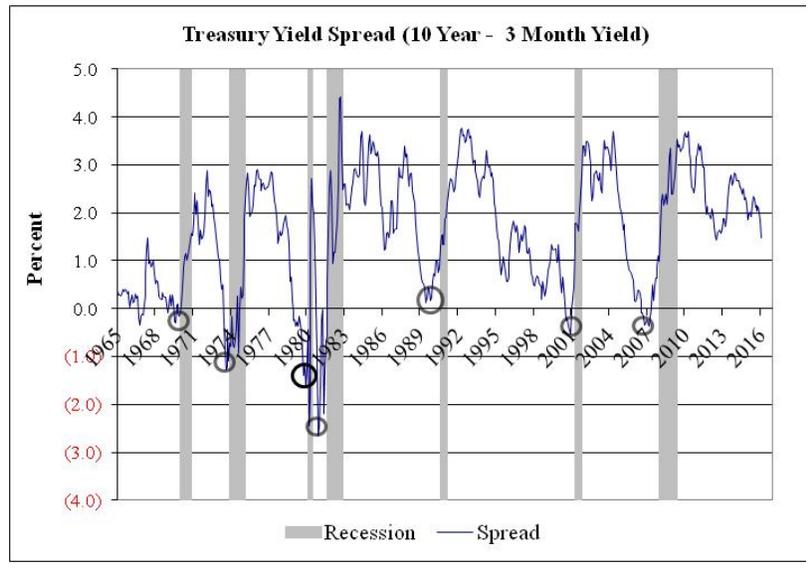
Typischerweise ist einer Rezession stets Inflation vorausgegangen. Das liegt daran, dass Inflation signalisiert, dass Überschüsse in den Unternehmenskreisläufen entstehen und dass die Geld- und Fiskalpolitik verschärft werden muss. Inflation ist aktuell allerdings kein Thema.

Chart 4



Vor den letzten Rezessionen hat die amerikanische Zentralbank die "Fed Fund" Zinsen (Kreditzinsen für Banken) während geraumer Zeit stetig erhöht. Die Erhöhung vom Dezember von 0,25% hat sich kaum bemerkbar gemacht.

Chart 5

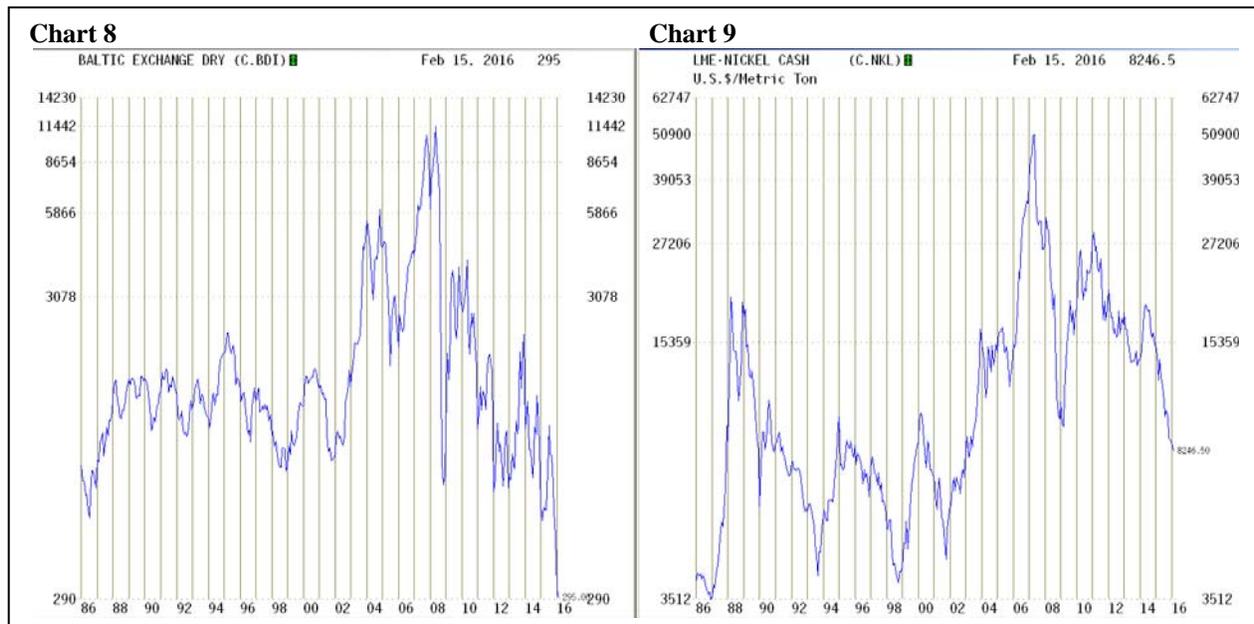
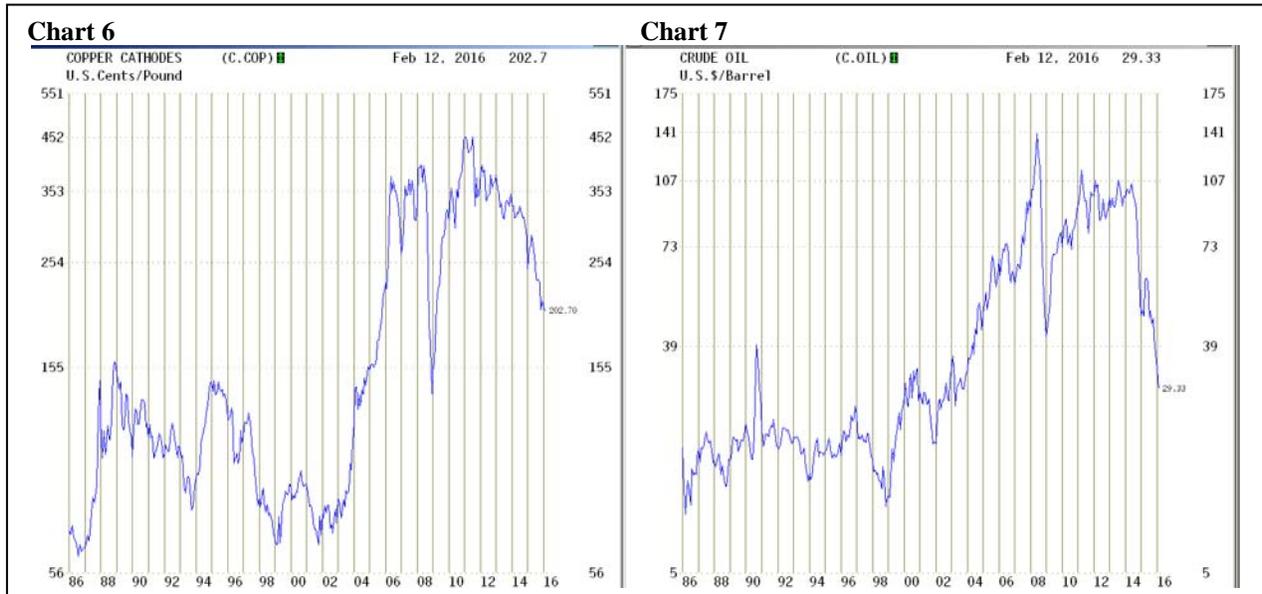


Die Form der Renditekurve für U.S. Treasury kann berechnet werden indem der 3-Monatszins vom 10-Jahreszins subtrahiert wird. Wie im Chart links zu sehen ist, war die Zinskurve vor den letzten Rezessionen sehr flach oder sogar negativ. Aktuell ist die Kurve etwas abgeflacht, da der 10-Jahreszins für die Bonds gefallen ist; sie blieb aber trotzdem positiv.

DIE IMPLOSION DER CHINA-ROHSTOFFE

Der zentrale Faktor, welcher die Märkte zurzeit so stark beeinflusst, ist die Beendigung des durch China ausgelösten „Superzyklus der Rohstoffe“. Anfang des letzten Jahrzehntes begann in China eine Phase schnellen Wachstums, welche durch die staatlich geleitete industrielle Politik geschürt wurde. Gigantische Investitionen wurden in Infrastruktur, industrielle Expansionen und im Wohnungsbau getätigt. Die Chinesen haben zum Beispiel mehr Stahl produziert als die U.S.A., Europa, Russland und Japan gemeinsam. Es gibt noch viele weitere solche extremen Exzesse. Diese große Nachfrage aus China führte dazu, dass internationale Unternehmen große Investitionen in neue Kapazitäten tätigten, vor allem in Schwellenländern und Industrien welche Rohstoffe wie z.B. Kupfer, Eisenerz und Öl förderten. Die Preisanstiege während der letzten 10 Jahre resultierten in was wir heute den „Superzyklus der Rohstoffe“ bezeichnen, welcher aber inzwischen schon wieder beendet ist. Die Überinvestitionen aus diesem Zyklus bringen nun aber Probleme auch außerhalb der Rohstoff Industrie mit sich.

In den folgenden Charts ist das Ende des Superzyklus der Rohstoffe sehr deutlich zu erkennen. Im letzten Jahrzehnt ist die wirtschaftliche Bedeutung Chinas auf dem Weltmarkt erheblich gestiegen. China hat nicht nur Japan als zweitgrößte Weltwirtschaftsmacht überholt, sondern lockte mit seiner großen Nachfrage weltweit auch Investoren an, welche von dieser steigenden Nachfrage profitieren wollten.



Die graphischen Darstellungen in den obigen Abbildungen spiegeln China als gemeinsamen Einflussfaktor wider. Mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit wird es eine beachtliche Zeit dauern bis sich diese dargestellten Exzesse wieder normalisieren. Der Anstieg des Kupferpreises (Chart 6) schaffte für Unternehmen wie Freeport-McMoran, welche in der Bergbauindustrie tätig sind, Anreize, Milliarden in den Bau von Super Minen zu investieren. Einige dieser Projekte kommen aber erst jetzt in Betrieb, wo sie nicht mehr benötigt werden. Eine ähnliche Entwicklung ist im Bereich der Ölproduktion und anderen Rohstoffen wie Eisenerz und Nickel (Chart 9), welche zur Herstellung von Edelstahl benötigt werden, zu sehen. Es ist auch aufschlussreich, die im Chart 8 gezeigte Blasenbildung und den anschließenden Absturz des „Baltic Dry Index“ zu betrachten. Dieser Index zeigt im Wesentlichen

die Kosten für die Verschiffung von Seefracht weltweit auf. Mitte des letzten Jahrzehntes ist hier ein starker Preisanstieg zu verzeichnen. Dieser Preisanstieg führte zu hohen Investitionen im Schiffbau. Das Resultat ist eine weltweite Überflutung mit Verschiffungskapazitäten; und das in einem Umfeld eines sich abschwächenden Handels. Daher implodierten die Frachtsätze.

“Deep Value” Investoren könnten möglicherweise dazu verleitet sein, Kapital in diese abgeschlagenen Sektoren zu investieren. Wir denken jedoch, dass es dafür noch zu früh ist. Es dauert eine geraume Zeit, um auf die starke Nachfrage eines Kolosses wie China zu reagieren und das Angebot an Öl, Kupfer, Schiffskapazitäten usw. aufzubauen. Genauso wird es leider auch eine erhebliche Zeit dauern bis sich das Angebot nun auf die stark gesunkene Nachfrage aus China anpasst. Die Preise werden wegen dieser nötigen Anpassung des Angebots sowie aufgrund von Spekulationen in den nächsten Jahren wahrscheinlich sehr volatil sein. Auch wird dieser Anpassungsprozess Insolvenzen mit sich bringen.

KREDITMÄRKTE UNTER DRUCK

Die gewaltigen Überinvestitionen, die aus der Chinablase und dem Rohstoff “Supercycle” stammen, verursachen nun Probleme in den Kreditmärkten. In den U.S.A ist die Rendite für hochverzinsliche Anleihen aus dem Energiesektor explodiert. Der Spread zu Treasuries ist von 4% auf 14% angestiegen. Ähnliche Entwicklungen zeigen sich auch bei Minen, Stahl, Fracht und anderen eng verbundenen Branchen. Doch dieser Schaden ist nicht nur auf Junk-Bonds begrenzt. Auch die Renditen von Anleihen, welche Moody’s beispielsweise mit Baa (moderates Kreditrisiko) bewertet, stiegen stark an (siehe Chart Nr. 10).

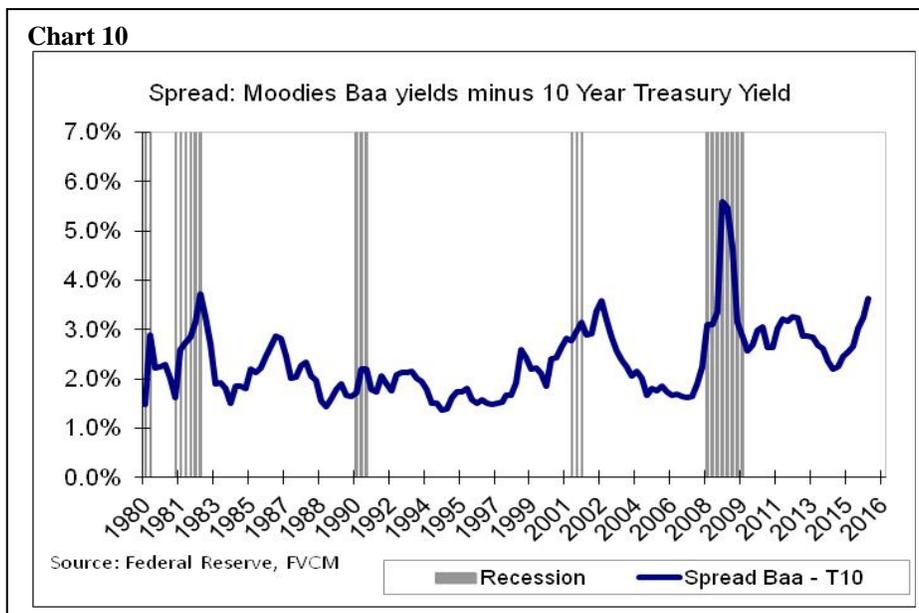
Die Risiken und Ungewissheiten bei Schulden, die von Ausländern in USD ausgegeben wurden, führen in den Kreditmärkten zusätzlich zu Problemen. Viele ausländische Unternehmen verschuldeten sich in USD, weil die Renditen in ihrer Heimatwährung höher lagen. Auf diese Weise haben ausländische Unternehmen über viele Jahre von der lockeren Geldpolitik der FED profitiert. Gemäß der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIS) sind aktuell über 10 Billionen in USD notierte Kredite am Markt, bei denen die Schuldner Nicht-Banken sind, und die Ausgabewährung nicht die Heimatwährung ist. Ein Großteil dieser Kredite wurde von Schwellenländern ausgegeben. Chinesische Firmen alleine sind Schuldner von ca. 1,2 Billionen in USD notierte Krediten. Bemerkenswert ist, dass $\frac{3}{4}$ aller in USD ausgegebenen Kredite (inklusive Bonds) von nicht-amerikanischen Banken und sonstigen ausländischen Institutionen ausgegeben wurden bzw. in deren Besitz ist. Ganze 80% aller USD-Kredite, die von Banken weltweit vergeben wurden, wurden von nicht-amerikanischen Banken ausgegeben. Beispielsweise schätzt die BIS, die in USD notierten Kredite, die von chinesischen Banken ausgegeben wurden, auf aktuell fast 1 Billionen USD. Durch den stärker gewordenem Dollar können diese sehr gefährlich werden. Ein Beispiel hierfür ist die brasilianische Petroleo Brasileiro SA, die seit 2008 über 40 Milliarden USD-Bonds ausgegeben hat. Die Firma generiert zwar Einnahmen in USD, jedoch, wird es die Firma aufgrund des so stark gefallenen Ölpreises schwer haben, die in Dollar notierten Verbindlichkeiten zurückzuzahlen. Bei Unternehmen, die die meisten Umsätze in ihrer Heimatwährung generieren, ist der Druck durch die Stärke des USD noch größer. Seit Mitte 2011 hat die brasilianische Währung gegenüber dem USD mehr als 60% ihres Wertes verloren. Weiterführende Informationen können mit den folgenden Links eingesehen werden:

<http://www.bis.org/publ/work483.pdf>

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1512e.htm

Sehr deutlich zeigt sich der Stress am Kreditmarkt auch in der schlechten Performance der Bankaktien, die den allgemeinen Aktienmarkt stark unterperfornt haben. Die amerikanischen Banken werden als gut kapitalisiert angesehen. Die Eigenkapitalquote (Kapital zu Assets) liegt bei durchschnittlich 9%-12% (Bank of America = 10,9%). Es bereitet aber das Kontrahentenausfallrisiko der europäischen Banken Sorge. Die europäischen Kontrahenten haben Eigenkapitalquoten von nur ca. 8% (Deutsche Bank = 4.2%). Zu der niedrigeren Eigenkapitalquote kommt hinzu, dass die Anzahl an

notleidenden Kredite in Europa deutlich höher ist als in Amerika. Die Wahrscheinlichkeit, dass Banken in den kommenden Monaten und Jahren Ihre Rückstellungen für notleidende Kredite erhöhen müssen ist groß, da die Auswirkungen der fallenden Rohstoffpreise und des gestiegenen Dollarkurses in der globalen Wirtschaft ihre Wellen schlagen. Unglücklicherweise gibt es keinen guten Weg vorauszusagen, was für eine Kette an Ereignissen zu erwarten ist. Wir stufen aber die Risiken bei Aktien der Finanzbranche aktuell als hoch ein.

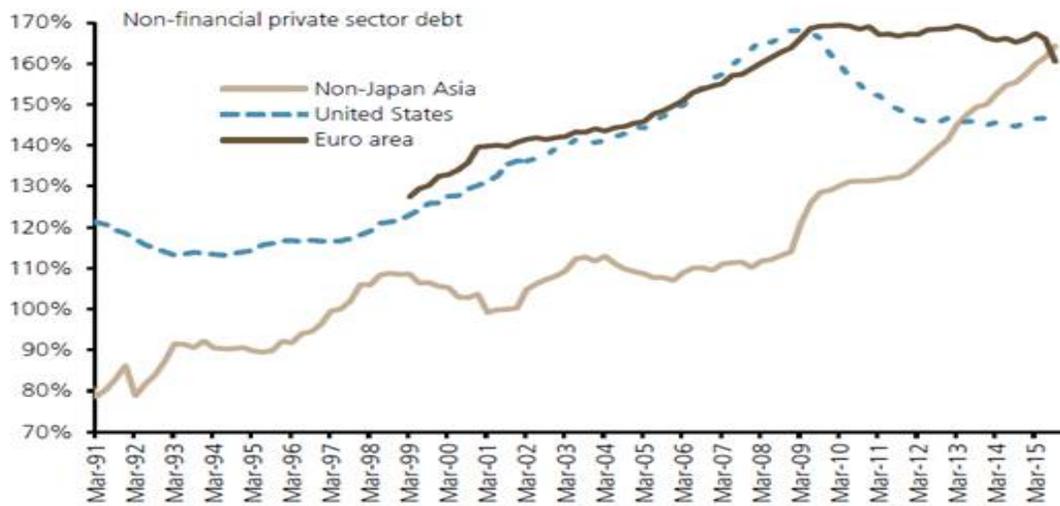


ZU VIEL KREDIT; ZU WENIG DOLLAR

Die diesjährige negative Entwicklung der Kredit- und Aktienmärkte spiegelt nicht nur den Einbruch der Rohstoffpreise wider. Investoren ist der hohen Grad der weltweiten Verschuldung bewusst und auch das höhere Risiko, das dieses stark verschuldete globale System mit sich bringt. Das Ausgabenwachstum wurde in der westlichen Welt über Jahrzehnte durch Krediterhöhung angefeuert. Zwischenzeitlich leisten aber auch China und andere ostasiatische Länder dem hochverschuldeten Westen gute Gesellschaft (siehe Chart 11). Es gibt wahrscheinlich keine harte Kreditobergrenze, die für Personen, Unternehmen oder Staaten über einen gewissen Zeitraum aufrechterhalten werden kann. Anzumerken ist jedoch, dass es schwieriger und schwieriger wird das Wachstum der Neuverschuldung aufrechtzuerhalten, je höher die Schulden in Proportion zum Einkommen werden. Hinzu kommen Schockmomente wie die Finanzkrise von 2008, die wahrscheinlich die Bereitschaft zur Kreditaufnahme grundsätzlich gesenkt haben. Dies zeigt sich z.B. darin, dass trotz gesteigener Anzahl an Beschäftigten, die Anzahl an Hausbesitzern in Amerika aktuell weiterhin niedrig ist. Die Bevölkerung ist konservativer geworden und bevorzugt es zu mieten. Das hohe Niveau an Verschuldung reduziert also das Tempo der Neuverschuldung und damit auch das Ausgabenwachstum. Das hohe Kreditniveau erklärt damit auch, warum die Kreditzinsen im säkularen Abwärtstrend sind. Ab einem gewissen Punkt können und wollen sowohl Privatpersonen als auch Unternehmen keine zusätzlichen Kredite mehr aufnehmen, weshalb die Darlehensgeber sehr attraktive Konditionen bieten müssen, um überhaupt noch zusätzliche Kreditnehmer anlocken zu können.

Chart 11

Non-financial private sector debt to GDP ratios in the US, Euro area and non-Japan Asia

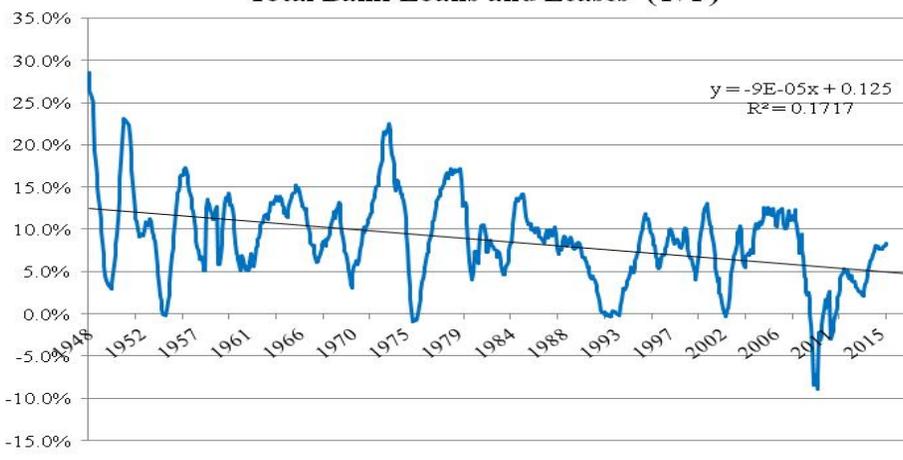


Source: UBS, Haver

Die Kreditvergabe durch Banken durchlief in den U.S.A. letztlich einen starken zyklischen Aufschwung. Der Langzeittrend ist allerdings fallend. Nach dem zweiten Weltkrieg war die Höhe an Hypothekendarlehen mit 25% des BIP gegenüber heute mit 78% (der Höchststand in 2008 war 98%) sehr niedrig. In den ersten Jahren der Nachkriegszeit war das Kreditwachstum sehr hoch. Dies ist damit zu erklären, dass die Soldaten nach Hause kamen, zur Schule gingen, Familien gründeten und Häuser kauften. Als das Kreditniveau über die Jahrzehnte stieg, verlangsamte sich der Wachstumstrend und schrumpfte von jährlich 12,5% auf 5% (Chart 12). Dank des zyklischen Aufschwungs lag das Wachstum im Kreditvolumen Jahr über Jahr im Januar 2016 bei 8,1%. Der aktuelle Trend des überdurchschnittlichen Kreditwachstums könnte noch einige Jahre andauern, irgendwann wird jedoch eine Grenze erreicht, und sich wieder drehen.

Chart 12

Total Bank Loans and Leases (Y/Y)



Source: Federal Reserve, FVCM

Selbst wenn die Kreditvergabe der Banken aufgrund einer verschuldeten Bevölkerung, die wenig Appetit für neue Schulden hat, abnahme (siehe Chart 12), kann die Fed durch Vermögensankäufe (quantitative Lockerungen (QE)) die Ausgaben weiterhin ankurbeln.

Wenn die FED Anleihen von Banken ankauft, erhält die Bank im Gegenzug eine Einzahlung auf ihrem Bankreservenkonto bei der FED. Diese Bankreserven haben keine direkte Auswirkung auf die Ausgaben der Bevölkerung. Wenn die FED allerdings Anleihen von "Nichtbanken" kauft wird Geld auf ein Tagesgeldkonto eingezahlt und die FED hat mit diesem Vorgang die Geldmenge M1 erhöht. Vereinfacht beschrieben ersetzt die FED einen Treasury Bond im Besitz der Bevölkerung durch neu geschaffenes Geld. Nach Beginn der Finanzkrise musste die FED diese Maßnahme als quantitative Lockerung (QE) durchführen, da das Kreditwachstum der Banken in 2008/2009 negativ war. QE hat geholfen Geld und damit Ausgabekraft an die Öffentlichkeit zu transferieren.

Die nominalen Ausgaben sind aufgrund der relativ geringen Geldmenge und des relativ hohen Verschuldungsgrades nur langsam gewachsen. 1959 kamen auf jeden \$1,00, welcher auf Tagesgeldkonten bei den Banken oder bar im Umlauf war (M1 Geldmenge) ein Betrag von \$4,90 in Verschuldung (Gesamtkreditmarktschulden). Inzwischen sind es fast \$20 an Schulden pro umlaufenden Dollar. Nach mehreren Jahrzehnten säkularen Wachstums von Schulden im Verhältnis zu Geld, macht es den Eindruck, dass wir nun zum Ende kommen. Wahrscheinlich ist die Konsequenz, dass das zukünftige Wachstum der nominalen Ausgaben mehr durch QE der FED und weniger durch Bankkreditvergaben unterstützt werden muss.

Die Zentralbanken sind dazu fähig das Ausgabenwachstum und die Inflation zu managen. Das reale Wachstum können sie allerdings kaum bis gar nicht beeinflussen. Aus diesem Grund sind die so genannten „strukturellen Reformen“ so wichtig. Barrieren bei der Unternehmensgründung, Gesetze, die die Flexibilität des Arbeitsmarktes begrenzen, nicht nachvollziehbare Regularien, welche die Unternehmenstätigkeiten einschränken und törichte Steuern beeinflussen die Angebots-Seite und können die Wirtschaft stagnieren lassen, unabhängig davon, wie sich die Zentralbanken verhalten. Wenn Zentralbanken reales Wachstum schaffen könnten, wären Venezuela und Zimbabwe ein Paradies. Aufgrund der sinnvollen oder auch albernen Gesetze, welche Unternehmen zwangsweise in ihrer Geschäftstätigkeit einhalten müssen, können die Zentralbanken das reale Wachstum lediglich die nominalen Ausgaben mit ihren Handlungen unterstützen oder schwächen. Das ist alles.

Dies sollte Grund zur Sorge bereiten. Wie man bereits in Japan beobachten konnte, ist ein starker Einfluss der Zentralbanken einfach zu schaffen; die Unterstützung der Politiker zu erhalten ist ein Problem. Das liegt daran, dass es die Wählerschaft negativ beeinflussen könnte oder es schwierig ist Gesetze abzuschaffen bei denen Gruppen vom Schutz der Regierung oder durch Subventionen profitieren. Deutschland hat allerdings bewiesen, dass es durchaus möglich ist, auch wenn es kein einfacher Weg ist.

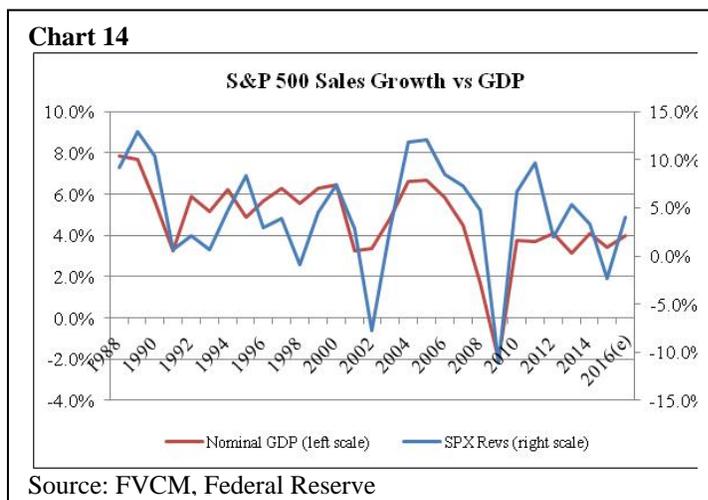
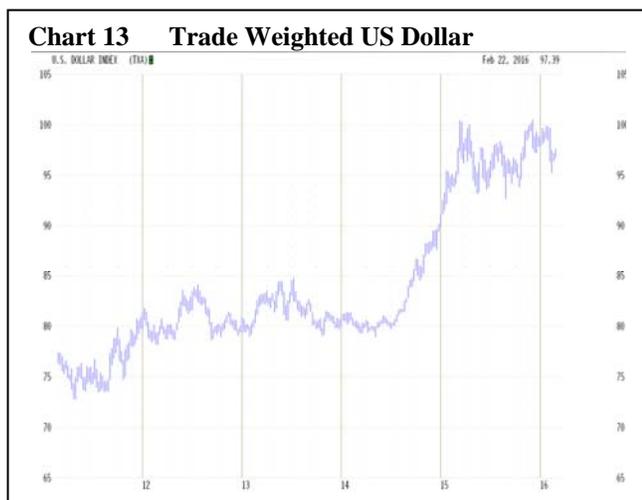
U.S.-UNTERNEHMENSGWINNE SOLLEN WIEDER ANSTEIGEN

Umsatz und Erträge des S&P 500 (SPX) fielen in 2015 um 2,4%. Der Energiesektor (bisher 12% des Index) war zwar ein Faktor, der Rückgang war jedoch überwiegend dem starken Dollar geschuldet. Der Auslandsumsatz und die Auslandsgeschäfte machen mehr als ein Drittel der Umsätze und Erträge im SPX aus. Der deutliche Anstieg des handelsgewichteten Dollar-Wechselkurses dämpfte die im Ausland erzielten Ergebnisse, nach Rückrechnung in den USD, ab. Wie in Abbildung 13 zu sehen ist, stieg der USD von ca. Mitte 2014 bis zum ersten Quartal 2015 an. Der Trend hat sich aber seitdem abgeflacht.

Umsatz- und Ertragssteigerungen für die Firmen im SPX sind bereits im Kommen. Der Abwärtsdruck auf die Erträge, der aufgrund des gegenüber dem Vorjahr gestiegenen Wechselkurses entstanden war, sollte ab Mitte 2016 nachlassen. Im zweiten Quartal 2015 gingen die Umsätze um 9% gegenüber dem Vorjahr zurück. Im vierten Quartal 2015 stiegen die Erträge jedoch bereits wieder um 2,8%. Grundsätzlich tendiert das Ertragswachstum des SPX dazu, dem Wachstum des nominalen

BIP zu folgen (siehe Abbildung 14). Der Unterschied ist zum Großteil auf den Effekt der Auslandsgeschäfte zurückzuführen.

In den letzten Jahren sind die Erträge, durch die starken Gewinne der amerikanischen Unternehmen in Schwellenländern und anderen ausländischen Märkten, schneller als die U.S.-Wirtschaft gewachsen. Sie können jedoch im Jahre 2015 sehen, dass das Ertragswachstum schwächer als das BIP-Wachstum war. Das ändert sich jetzt wieder. Trotz der Hindernisse aus dem Energiesektor gehen wir von einem Umsatz- und Ertragswachstum zwischen 3% und 5% aus.



Die operativen Ergebnisse des S&P 500 fielen im vergangenen Jahr um ein Prozent, während die eher konservativen GAAP-Gewinne um ganze 12% zurückgingen. In der Zukunft gehen wir jedoch wieder von Gewinnsteigerungen aus. Wie gerade erläutert, ist der negative Effekt des Anstiegs des USD in 2014-2015 jetzt fast zu einem Ende gekommen und die Erträge steigen wieder. Die Gesamtarbeitskosten wuchsen mit einer ziemlich konstanten Rate von etwa 2% (siehe Abbildung 15) trotz der Tatsache, dass die Arbeitslosenquote auf 4,9% gesunken ist. Die Arbeitslosigkeit müsste noch wesentlich mehr fallen, bevor die Arbeitskosten wirklich klettern. Wir sehen auch kein Aufwärtsrisiko durch die Finanzierungskosten. Betriebsgewinnmargen sollten in etwa stabil bleiben (siehe Abbildung 16), oder sich sogar ein wenig erweitern. Es wird vorausgesagt, dass das operative Ergebnis von \$117,97 im Jahr 2015 auf \$124 im Jahr 2016 steigen wird. Die GAAP-Gewinne, welche auch erhebliche Kosten im Energiesektor als auch andere Einmalkosten enthalten, hatten in '15 einen Einbruch und die Erholung sollte (siehe Tabelle 1) im Jahr 2016 umso größer ausfallen.

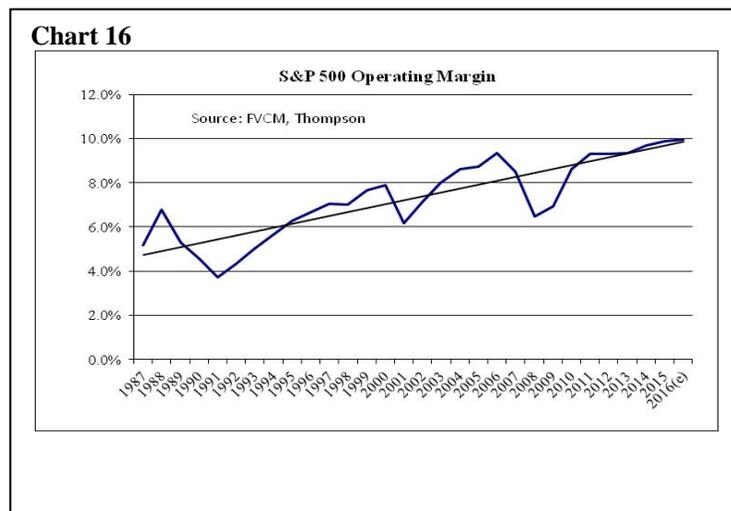
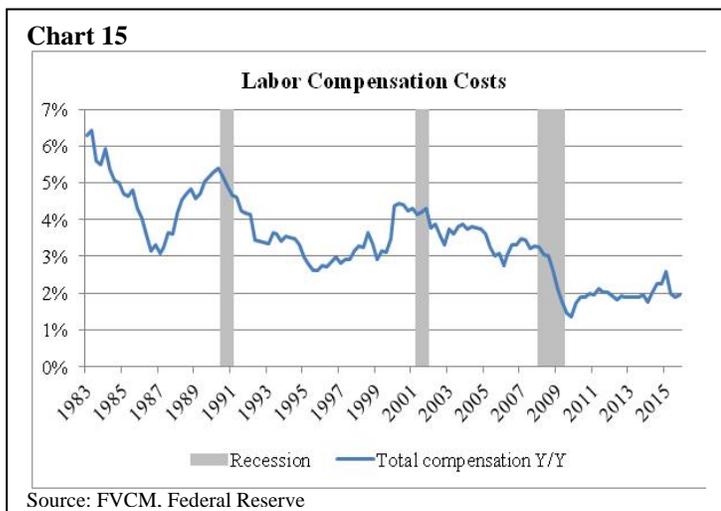


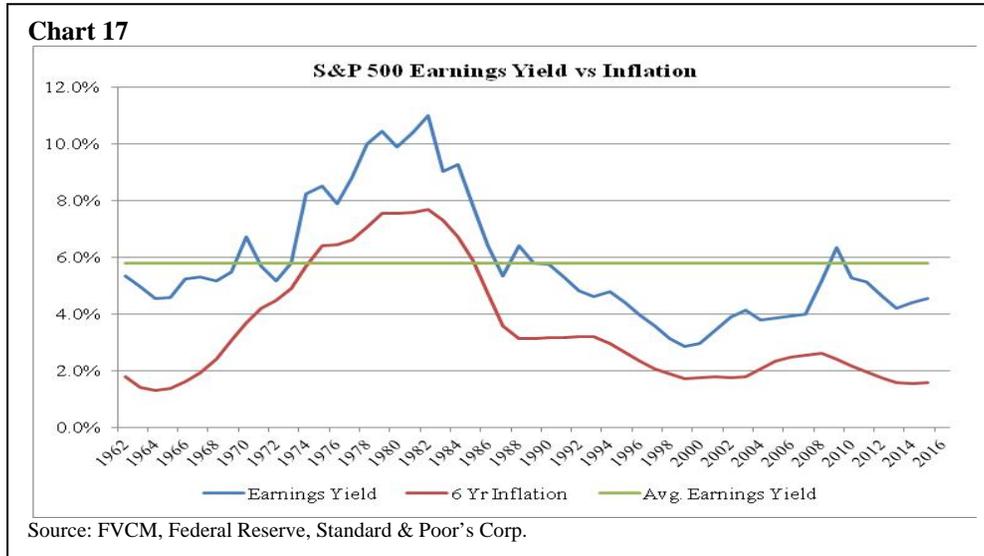
Table 1

Source: FVCM, Thomson Baseline, Standard & Poor's Corp.

	Operating Earnings	GAAP Earnings	GAAP Trailing 6
2000	56.34	50.00	41.38
2001	45.17	24.69	39.84
2002	48.13	27.59	37.98
2003	55.55	48.74	39.48
2004	66.99	58.55	42.96
2005	76.29	69.93	46.58
2006	88.17	81.51	51.84
2007	86.23	66.18	58.75
2008	68.63	14.88	56.63
2009	65.26	50.97	57.00
2010	86.73	77.35	60.14
2011	102.76	86.95	62.97
2012	104.57	86.51	63.81
2013	110.66	100.20	69.48
2014	118.64	102.31	84.05
2015	117.97	90.40	90.62
2016(e)	124.00	103.11	

AKTIEN SIND GÜNSTIG; DIE TÄUSCHUNG BEIM DURCHSCHNITT

Es stimmt, dass das KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) des S&P 500 über dem historischen Durchschnitt liegt. Trotzdem sind Aktien momentan aufgrund der aktuell niedrigen Inflation sehr günstig. Die Tatsache, dass Aktien teuer bewertet sind, da das KGV über dem historischen Durchschnitt liegt, wird in der Presse und auch unter einigen einflussreichen Wirtschaftswissenschaftlern, als Tatsache angesehen. Dies ist in unseren Augen allerdings falsch. Das KGV ist aus dem gleichen Grund hoch aus dem die Anleiherenditen niedrig sind: die Inflation ist das Gift, welches Bewertungen schrumpfen lässt. Doch mit der andauernden und glaubhaft niedrig bleibenden Inflation ist es an der Zeit zu akzeptieren, dass das KGV hoch bleiben sollte. In der Abbildung 17 wird die Gewinnrendite des S&P 500 der letzten 6 Jahre mit der Inflationsrate der letzten 6 Jahre verglichen. (Anmerkung: Wir bevorzugen die Gewinnrendite anstelle des KGVs. Die Gewinnrendite ist der Gewinn durch den Kurs geteilt; das KGV der Kurs durch den Gewinn). Wir betrachten den 6-jahres Zeitraum, da die Erwartungen der Marktteilnehmer stärker an die jüngere Vergangenheit geknüpft sind. Der 6-Jahres Zeitraum eignet sich statistisch gesehen am Besten. Als die Inflation in den 70ern stieg, ist auch die Gewinnrendite des S&P 500 gestiegen – was bedeutet, dass das KGV gefallen ist. Anfang der 80er Jahre, als die Inflation fiel, ging auch die Gewinnrendite des S&P 500 zurück (während das KGV stieg). Diese Entwicklungen sind in sich schlüssig. Investoren schätzen den Wert der zukünftigen Gewinne niedriger ein wenn diese von der Inflation aufgefrassen werden, während sie die Gewinne höher bewerten, wenn die Inflation niedrig ist. Die aktuelle Gewinnrendite liegt unter dem historischen Durchschnitt. Dies hat allerdings keine Aussagekraft, solange die Inflation nicht zum Durchschnittswert von 3,5% zurückkehrt. Aktuell deutet nichts darauf hin, dass die Inflation dorthin zurückfindet; was aber nicht heißt, dass dies nicht möglich ist.



Basierend auf der durchschnittlichen Inflationsrate der letzten 6 Jahre (1,6%), zeigt unser Regressionsmodell einen fairen Wert des S&P 500 von 2295 –ca. 18% über dem aktuellen Niveau. Unser Modell nimmt GAAP-Gewinne der letzten Jahre (siehe Abbildung 18), um die Auswirkungen des Konjunkturzyklus zu glätten - eine Methode, die ursprünglich von Graham & Dodd in ihrem berühmten Buch von 1934 "Securities Analysis" vorgeschlagen und auch in jüngster Zeit von Robert Shiller populär gemacht wurde. Allerdings vergleicht unser Modell dieses konjunkturbereinigte KGV mit dem historischen Verlaufsmuster der Inflation, um den "fairen" Wert des konjunkturbereinigten KGV (siehe Daten in Tabelle 2) zu bestimmen.

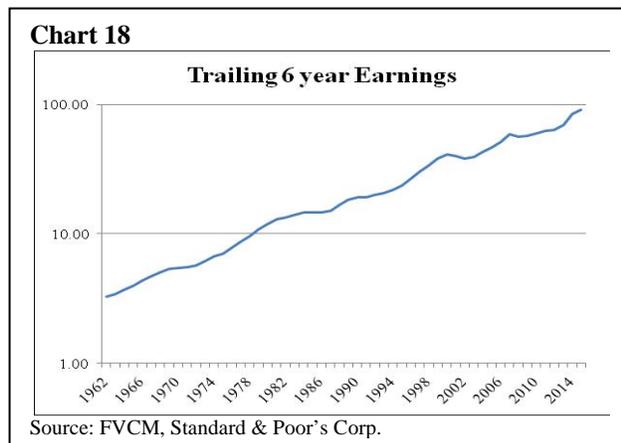


Table 2

S&P 500 Fair Value

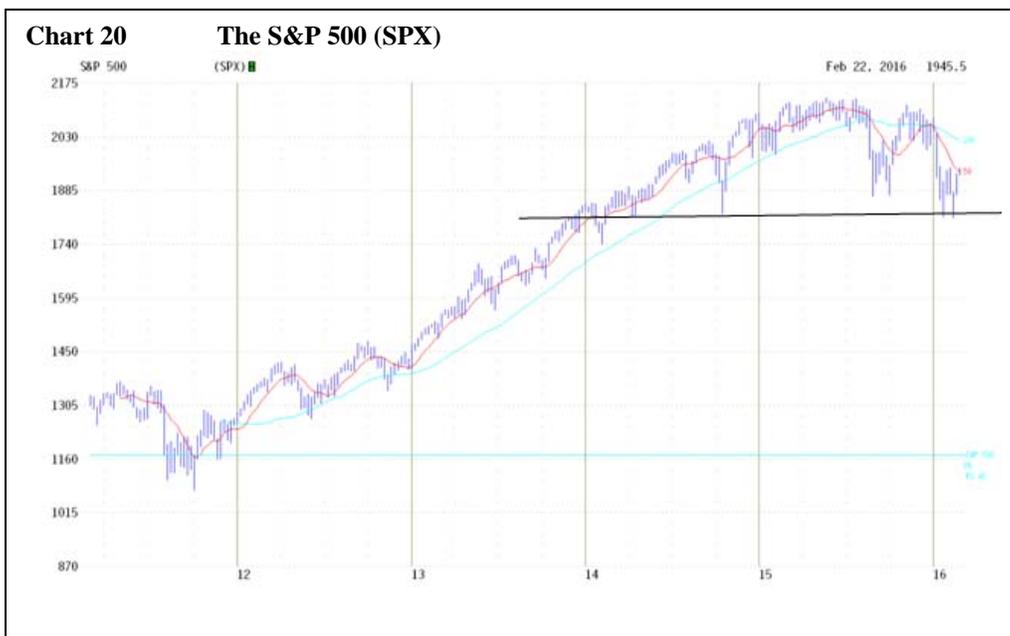
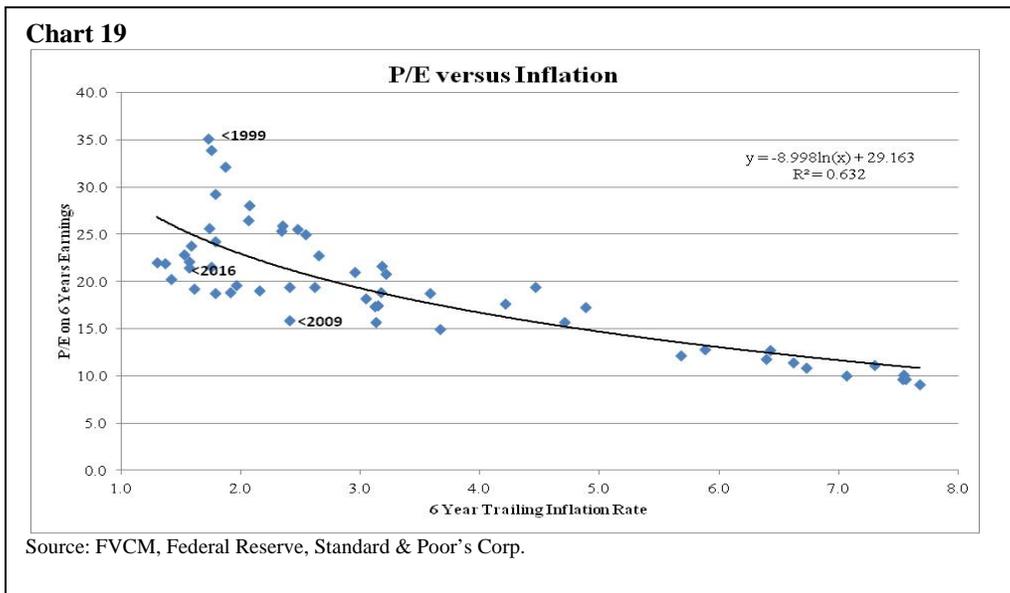
Trailing 6 Year Earnings (2015)	90.62
Trailing 6 Year Inflation (%)	1.6
Fair P/E on Trailing Earnings	25.3
Fair S&P500	2,295
Earnings GAAP 2016(e)	103.1
Earnings Operating 2016(e)	124.0
P/E 2015 GAAP Earnings (target)	22.3
P/E 2015 Operating Earnings (target)	18.5

Source: FVCM, Federal Reserve, Standard & Poor's Corp.

Obwohl die Aktien aktuell sehr günstig sind, garantiert dies nicht, dass die Kurse in naher Zukunft weiter steigen. Die in Chart 19 zu sehende Linie bildet unser Regressions-Modell ab. Es liefert den angemessenen Wert "fair value" des S&P 500 bei verschiedenen Niveaus der Inflation. Die Punkte repräsentieren die tatsächlichen KGVs der letzten fünf Jahrzehnte. Wir haben den Datenpunkt für 2016 hervorgehoben. Zu sehen ist, dass dieser unterhalb der Linie liegt, und daher eine Unterbewertung signalisiert. Für Vergleichszwecke haben wir ebenfalls die Punkte für die Jahre 1999 und 2008 gekennzeichnet.

Modelle wie diese zeigen auf, ob man Aktien günstig einkauft. Sie zeigen allerdings nicht an, ob man die Aktien in den nächsten Monaten nicht noch günstiger einkaufen hätte können. Wäre das Modell perfekt, würden alle Punkte auf der Linie liegen. Die Streuung der Punkte um die Linie zeigt, dass Investoren

nicht nur aus Gründen der Bewertung Aktien kaufen und verkaufen. In 1999/2000 trieb die Euphorie auf Grund des Internets und anderen neuen technologischen Entwicklungen den S&P 500 auf eine 40%ige Überbewertung. Und heute, wie wir oben diskutieren, führt der Zerfall der China-Rohstoffblase und der damit verbundenen Angst und Nervosität der Anleger den Markt auf eine 18%ige Unterbewertung.



Obwohl die Aktien aktuell sehr preiswert sind, ist der S&P 500 in diesem Jahr bereits um 5% und seit Mai 2015 sogar um 9% gefallen (siehe Chart 20) und es wird erwartet, dass die Volatilität weiterhin hoch bleibt. Wir denken nicht, dass sich etwas an der Nervosität der Investoren ändern wird, bis sich die Währungs-, Rohstoff- und Kreditmärkte anfangen zu beruhigen. China bleibt weiterhin im Mittelpunkt wegen den bedeutenden Kapitalabflüssen aus diesem Lande und der daraus möglicherweise folgenden aufgezwungenen Yuan Abwertung. Mögliche Kreditausfälle im Zusammenhang mit dem Zerbrechen der Rohstoffblase verunsichern die Investoren und sie sehnen sich nach größerer Klarheit.

Da die Aktien so günstig sind, denken wir, dass Investoren mit einem Anlagehorizont von zwei bis fünf Jahren gut abschneiden sollten. Jegliche weitere Rückgänge in den Marktpreisen stellen eine neue gute Kaufmöglichkeit dar. Investoren, die in den nächsten Monaten Bargeld benötigen, sollten möglicherweise auf der Seite stehen. Ein hohes Ausmaß an Ungewissheit provoziert auch ein hohes Ausmaß an Volatilität, sodass auf kurze Sicht fast alles passieren kann. Wir können aber auch eine Bewegung der Kurse nach oben nicht ausschließen, sollte das Thema China sich doch besser herausstellen, als momentan angenommen wird.

Wir empfehlen, dass Investoren sich mehr auf Branchen konzentrieren, welche weniger stark von der China/Rohstoff Implosion betroffen sind. Außerdem sollten sie den Bilanzen und Handelsvolumina noch mehr Bedeutung zukommen lassen als normal.

Wir haben uns von allen Bankaktien und Finanztiteln, die mit größerem Risiko behaftet sind, getrennt und bleiben diesen fern, bis die Kreditmarktrisiken sich abflachen. Wie bereits schon beschrieben, kann es Jahre dauern bis sich das Überangebot vieler Rohstoffe und damit verbundenen Branchen, wie der Transportindustrie, abbaut und sich an die neue Nachfrage angepasst hat. Daher werden wir diese Segmente vorerst mehrheitlich vermeiden. Die besten Möglichkeiten liegen wahrscheinlich in den Unternehmen, die anständige Wachstumsmöglichkeiten haben und welche sich mehr auf den inländischen, amerikanischen Markt konzentrieren. Letztendlich denken wir, dass Amerika die China-Krise überstehen wird, wie es auch die Japan Krise in 1989/1990 überstanden hat. Halten Sie sich einfach nur gut fest für einen wilden Ritt!

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.