

H. Terrence Riley III, CFA
18. November, 2015

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

- ❖ Umsätze und Gewinne stehen wegen der Energiepreise und den Wechselkursen der Währungen unter Druck
- ❖ Die Arbeitslosenquote ist niedrig und die Kosten für Angestellte könnten steigen
- ❖ Es sieht so aus, als dass die Fed im Dezember die Zinsen anheben wird
- ❖ Die Inflation ist niedrig und wird voraussichtlich auch niedrig bleiben
- ❖ Renditen für Anleihen könnten fallen – trotz der anstehenden Änderungen in der Geldpolitik
- ❖ Der faire Wert des S&P 500 liegt bei 2300 (12.5% über dem aktuellen Niveau)
- ❖ Der Langzeit-Bullenmarkt ist intakt, wobei die Möglichkeit eines noch stärkeren Dollars uns etwas Sorgen bereitet

Die Erträge des S&P 500 fielen im dritten Quartal 2015 um etwa 4%, obwohl die Gewinne der Unternehmen, mit Ausnahme des Energiesektors, gestiegen sind. Die Umsätze haben sich nur mäßig entwickelt, was zum Teil dem starken USD geschuldet ist. Der durchschnittliche Wechselkurs, zu welchem der Dollar im letzten Quartal gehandelt wurde, liegt 18% über dem des letzten Jahres. Über ein Drittel des Umsatzes im S&P 500 wird außerhalb der USA generiert. Die Stärke des Dollars bedeutet, dass Umsätze, die in ausländischen Währungen erzielt werden, in weniger U.S.-Dollar resultieren. Dies kann im gewissen Umfang kompensiert werden, da den großen multinationalen U.S.-Konzernen außerhalb der USA auch Produktionskosten entstehen. Diese sind nun wegen des starken Dollars verhältnismäßig niedriger. Aktieninvestoren lassen diesen Effekten typischerweise keine besonders große Bedeutung zukommen, da die Auswirkungen von Wechselkursveränderungen sich i.d.R. nur übergangsweise bemerkbar machen und zudem auch Vorteile mit sich bringen. Ein Vorteil des starken Dollars ist zum Beispiel, dass der Import von Rohmaterialien und anderen Gütern momentan verhältnismäßig günstig ist. Ein weiterer Vorteil stellt die erheblich höhere Kaufkraft im Ausland dar, welche sich für multinationale U.S. Konzerne besonders stark auswirkt, wenn sie ausländische Firmen oder sonstige ausländische Anlagen erwerben. Wie wir aber später noch erörtern werden, bringt ein zu extrem steigender Dollar auch signifikante negative Effekte.

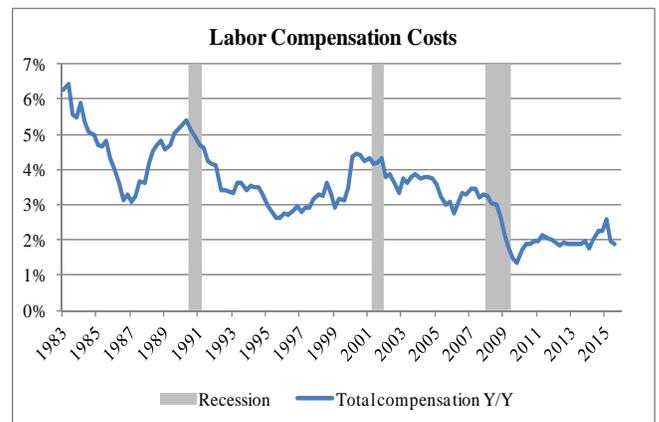
Die größte Bremse für die Erträge im S&P 500 stellte im letzten Quartal der Ertragseinbruch im Energiesektor von 57% dar. Sowohl die inländische Produktion als auch die ausländische Produktion von Öl und Erdgas sind stetig gewachsen, während die Erträge durch den Rückgang des Energiepreises niedergeschmettert wurden. Der Rohölpreis ist beispielsweise um 51% gefallen. Während der durchschnittliche Preis pro Barrel im vergangenen Jahr bei \$91,16 lag, betrug der Preis pro Barrel im dritten Quartal 2015 nur noch \$45,15. Wir denken nicht, dass sich der Preis allzu schnell erholen wird. Dies hat unterschiedliche Gründe. Zum einen finden U.S. Produzenten neue und effizientere Wege Öl und Gas zu fördern. Während die Produktion nun in abgelegenen Orten wie North Dakota heruntergefahren wird, da das Öl hier erst mit dem Zug transportiert werden muss, wächst hingegen die Produktion in Teilen von Texas, die durch Häfen, Ölpipelines und anderer Infrastruktur leicht zugänglich sind. Auch würden viele Quellen, die aktuell geschlossen werden, bei einem höheren Ölpreis schnell wieder geöffnet werden und das hätte zur Folge, dass das Angebot wieder steigen würde. Positiv ist jedoch, dass sich die Profitabilität im Energiesektor auf dem aktuellen, sehr niedrigen Level stabilisieren sollte und dieser Sektor in Zukunft nicht weiter die Gewinne des S&P 500 nach unten drücken sollte.

Wir haben unsere Erwartungen bezüglich der Gewinne im S&P 500 für das Jahr 2015 von 121 (Schätzung vom Juni) auf 119 angepasst. Zusätzlich haben wir auch unsere Erwartung für das Jahr 2016 auf 127 von 130 gesenkt. Die U.S. Wirtschaft scheint nach wie vor auf dem Weg einer nachhaltigen Expansion zu sein und es sind keine wesentlichen Indikatoren für eine anstehende Rezession am Horizont zu sehen. Die Indices der vorlaufenden Indikatoren wie z.B. der ISM Manufacturing Index und der ISM New Orders Index deuten auf eine positive Ertragslage, niedrige Inflation und hohe Auslastungskapazität hin. Dies spricht für weiteres Wachstum der U.S. Wirtschaft. Ohne weiteren Gegenwind aus dem Energiesektor, scheint ein Gewinnwachstum von 6% bis 7% für den S&P 500 im Jahr 2016 plausibel.

Die Augen der Fed richten sich auf den U.S. Arbeitsmarkt und dort sieht es nicht schlecht aus. Die Beschäftigungszahl ist in den letzten 12 Monaten pro Monat um durchschnittlich 235,000 Stellen gewachsen und die Arbeitslosenquote ist auf 5% gefallen. Die Daten in Bezug auf die Arbeitskosten sind jedoch nicht eindeutig zu interpretieren. Mit Stand vom 30. September ist der Index für Beschäftigungskosten, welcher Löhne und Gehälter sowie auch andere Zahlungen wie Krankenversicherung enthält, um nur 1,9% gestiegen. Das entspricht genau der durchschnittlichen Wachstumsrate seit 2009. Die durchschnittlichen Stundenlöhne sind jedoch im Oktober um 2,5% angestiegen, nachdem diese für lange Zeit nur um die 2,0% bis 2,2% gewachsen waren. Die Sorge der Fed ist nun, dass die Löhne und Gehälter zu schnell steigen könnten und dies in ein bis zwei Jahren steigende Inflation verursachen könnte. Man geht daher davon aus, dass die Fed besser jetzt behutsam die Bremse zieht als zu einem späteren Zeitpunkt sehr stark abbremsen zu müssen.

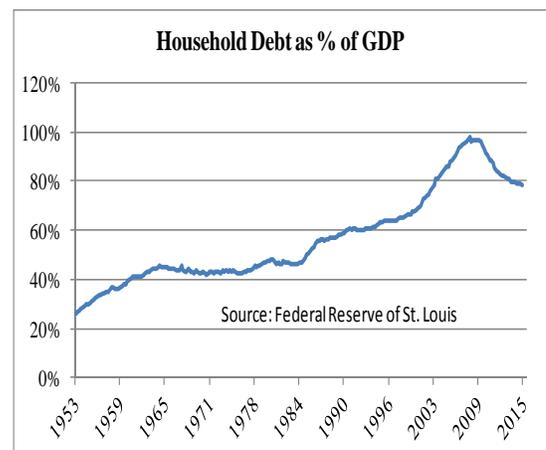
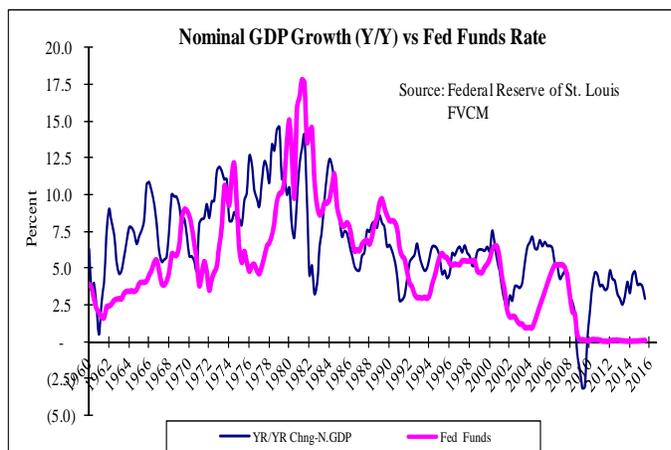


Quelle: The Federal Reserve of St. Louis



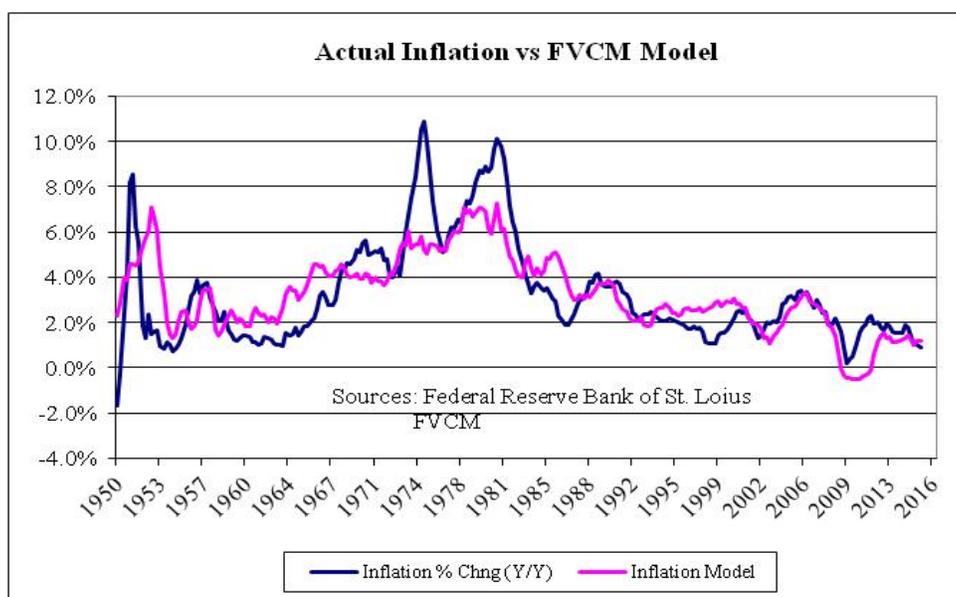
Quelle: The Federal Reserve of St. Louis

Auf Grund der gesunkenen Arbeitslosenquote ist die Wahrscheinlichkeit einer im Dezember anstehenden Zinserhöhung durch die Fed nun deutlich höher als 50%. Im Gegensatz zum aktuellen Fokus auf die Arbeitslosenzahlen sieht es so aus, als dass die Fed in der Vergangenheit eher auf das Wachstum des BIP reagiert hat. Wenn das BIP bzw. die Ausgaben gewachsen sind, war die Antwort der Fed darauf, die Zinsen zu erhöhen. Die Zinsen wurden hingegen gesenkt, wenn die Ausgaben gefallen sind (vgl. nachfolgenden Chart). Weil die nominalen Ausgaben über die letzten drei Jahre durchschnittlich um 3,6% gewachsen sind, sieht es auf jeden Fall so aus, also dass ein angemessener Leitzins zwischenzeitlich doch über dem aktuellen Niveau von ungefähr null liegen sollte. Allerdings leben wir aktuell mit der extremen Niedrigzinsphase nicht in einer normalen Zeit. Hausbesitzer haben ihre Schulden auf 78% des aktuellen BIP gesenkt, was deutlich unter dem Höchststand von 98% in 2008 liegt. Trotzdem sind die Verbindlichkeiten auch aktuell noch recht hoch. Besonders jetzt, wo Spekulationen im Haussektor zum Ende gekommen sind, reagiert das BIP scheinbar viel empfindlicher auf Änderungen des Zinssatzes. Es könnte tatsächlich sein, dass ein höherer Leitzins dazu führt, die nominalen Ausgaben (aktuell durchschnittlich 3,6% Wachstum) etwas zu drosseln. Und sollten die Ausgaben bemerkbar abgebremst werden, könnte dies zur Konsequenz haben, dass die Fed die Zinsen am Ende wieder senkt. Das Fazit lautet daher: Die Chancen stehen gut, dass die Fed die Zinsen im Dezember erhöht und dies vielleicht auch schrittweise in 2016 wiederholt. Sollten die Ausgaben allerdings anfangen zu sinken, sollte es uns jedoch auch nicht wundern, wenn wir QE4 sehen. Die Wurzel der Misstände in der westlichen Welt ist die Verschuldung, welche auch weiterhin besteht.



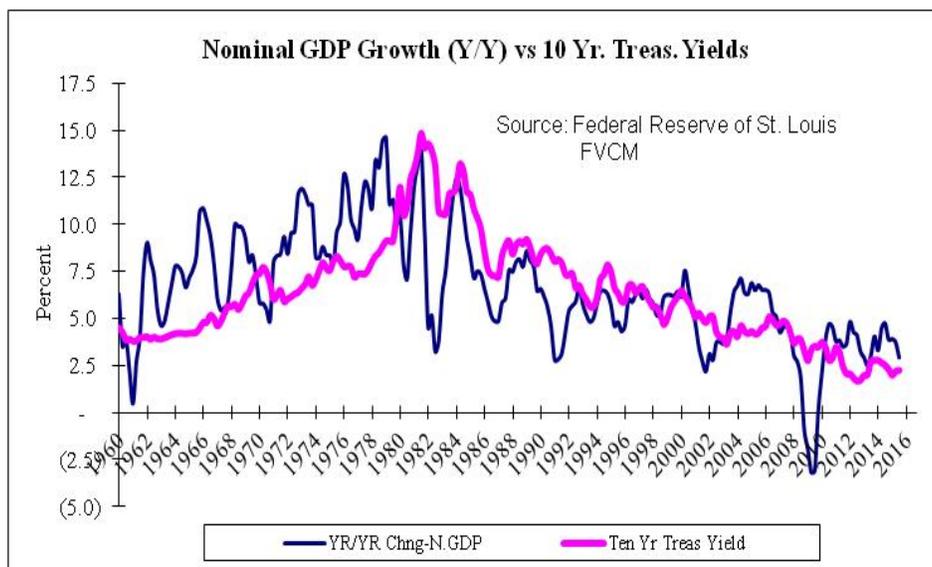
Trotz der gesunkenen Arbeitslosenquote ist kein signifikant ansteigender Druck auf die Inflation vorhanden. Damit die Inflation zunimmt, muss die Nachfrage stetig steigen oder, im seltenen Fall, ein starker Rückgang des Angebots zu verzeichnen sein. Die Inflation ändert ihren Kurs typischerweise nicht sehr schnell. Basierend auf unserer Analyse folgt die Inflation typischerweise der Entwicklung des BIP der vergangenen drei Jahre. Da die Ausgaben allerdings nur eine dürftige Wachstumsrate von 3,6% aufwiesen, geht unser Modell davon aus, dass die Inflation bei ca. 1,2% pendeln wird. Dies stimmt auch mit den Zahlen des realen Wachstums überein, welches seit der U.S. Finanzkrise bei kontinuierlichen 2,4% liegt. Ausgenommen der Möglichkeit, dass das Vertrauen der Anleger wieder wächst und diese überraschenderweise anfangen ihr Geld in einem schnellen Tempo auszugeben, stehen die Aussichten auf einen Anstieg der Inflation gegen null.

Anmerkung: In der nachfolgenden Abbildung, welche das aktuelle Niveau der Inflation mit unserem Modell vergleicht, sind nur zwei große Abweichungen zu erkennen: eine in 1973/4 und die andere in 1979. Diese beiden großen Abweichungen im Inflationsverlauf sind der arabischen Ölkrise in 1973 und der Iran Krise in 1979 geschuldet. Für alle anderen Perioden passt das Modell ausgezeichnet.



Renditen aus Anleihen sind aktuell auch am richtigen Platz und könnten noch weiter sinken. Rentenerträge tendieren dazu dem nominalen BIP zu folgen, weil auch die Inflation dem Wachstum des nominalen BIP folgt. Investoren im Anleihebereich erwarten, dass sie den Verlust ihrer Kaufkraft, der durch die Inflation verursacht wird, kompensieren können. Und wenn das Wachstum des BIP und die Inflation gering sind, können die Zinsen für Anleihen schlussfolgernd nur niedrig sein. Momentan kommt es zu einem interessanten Experiment. Falls die Fed in den nächsten Monaten die Zinsen für kurze Laufzeiten anhebt und gleichzeitig das Wachstum etwas schwächer wird, kann es gut sein, dass die Renditen im Anleihebereich vom aktuellen Level von 2,2% auf 10-jährige U.S.-Staatsanleihen weiter sinken. Die U.S.-Bond-Renditen stehen auch unter Abwärtsdruck, da die Zinsen für Anleihen aus Europa (Deutschland Zins auf 10-jährige Staatsanleihen = 0,5% und Japan = 0,3%) aktuell auf einem sehr niedrigen

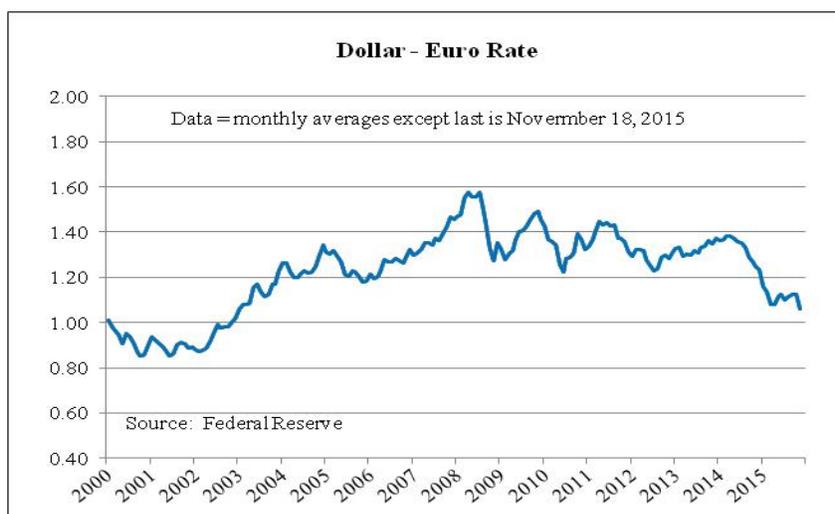
Niveau liegen. Kapital wird von den vergleichsweise höheren Renditen in den USA angezogen und unterstützt damit die Stärke des Dollars.



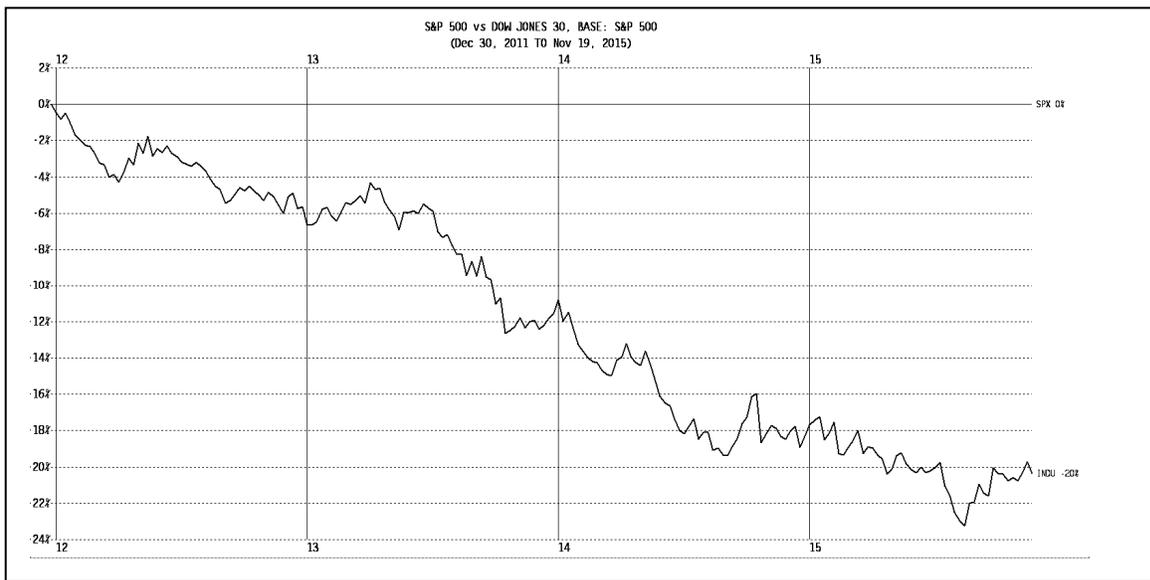
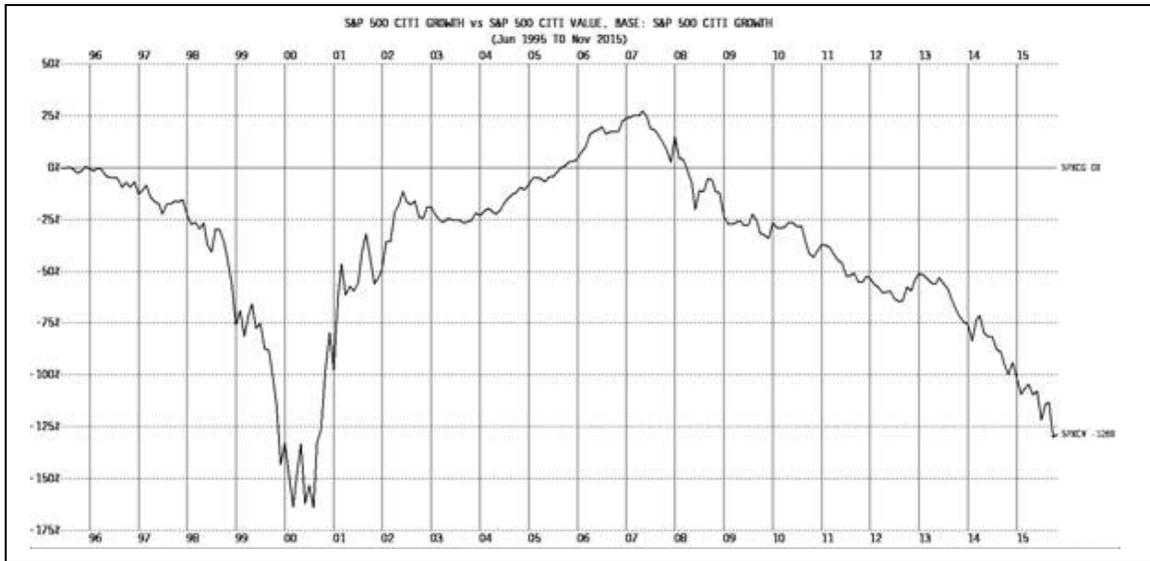
Nach unserem Model wäre der S&P 500 bei einem Wert von 2,300 fair bewertet, was 12,5% über dem aktuellen Kurs liegt. Experten, die sagen, dass der Aktienmarkt sehr teuer ist, vergleichen die aktuellen Kurse mit einem historischen Durchschnitts-KGV. Sie beachten allerdings nicht, dass Aktien und Anleihen in einem niedrigen Inflationsumfeld eine deutlich höhere Bewertung verdienen. In unseren Augen ist es allerdings genauso nutzlos das durchschnittliche KGV der Vergangenheit für eine Analyse der Bewertung des Aktienmarktes heranzuziehen, als die durchschnittlichen Anleiherenditen der Vergangenheit zur Bewertung des Bondmarktes zu verwenden. Wir nutzen daher die zyklisch bereinigten KGV's (Cyclical Adjusted Price Earning - CAPE), welche ursprünglich von Graham und Dodd von der Columbia University entwickelt wurden. Wir ziehen jedoch nicht den durchschnittlichen Gewinn der letzten zehn Jahre für unsere Analyse heran, sondern nutzen Daten der letzten sechs Jahre. Diese haben statistisch eine bessere Beziehung zwischen der Vergangenheit und den Erwartungen der Anleger für die Zukunft. Das 6-Jahres-CAPE bereinigen wir dann um die 6-jährige Inflation. Die aktuelle Bewertung des S&P 500 zum 17-fachen 2015er Gewinn und dem 16-fachen unseres geschätzten 2016er Gewinns, mag nach manchen Modellen teuer erscheinen, beachtet man jedoch das aktuell niedrige Niveau der Inflation, ist diese Bewertung mehr als gerechtfertigt.

Während Aktien fair bewertet sind und der Bullenmarkt, welcher in 2009 begann, weiter intakt ist, erwarten wir in nächster Zeit aufgrund der aktuellen Währungssituation eine steigende Volatilität. Wie wir bereits angemerkt haben, ignoriert der Aktienmarkt Änderungen im Währungswechselkurs normalerweise, da diese als temporär betrachtet werden und Vorteile und Nachteile sich ausgeglichen. Dies war in der Vergangenheit meist der Fall. Sind die Wechselkursänderungen allerdings extrem, kann es sein, dass die Aktien darunter leiden. Investoren fordern dann entsprechend höhere Risikoprämien und niedrigere Aktienmarktbewertungen, da das Risiko höher als üblich wahrgenommen wird. Der Dollar/Euro Wechselkurs hat in diesem Jahr stets zwischen 1,15 und 1,05 gependelt. Sollte der Kurs sich weiterhin in diesem Bereich aufhalten, werden in 2016 die negativen Einflüsse für die U.S.-

Unternehmen immer weniger. Es gibt aber auch Anzeichen, dass die relative Stabilität gebrochen wird und der Dollar möglicherweise weiterhin gegenüber dem Euro und anderen Währungen an Stärke gewinnt. (1EUR zu 0,85 USD ist nicht mehr unvorstellbar). Ein weiterer starker Aufwärtsschub im USD könnte die Investoren alarmieren. Das Haupt“problem“ liegt darin, dass die Fed, aufgrund des stetigen Wachstums in den USA, auf dem Weg ist, die Zinsen anzuheben. Im Gegensatz dazu werden Europa und Japan voraussichtlich weiterhin eine expansive Geldpolitik fahren (QE). Auch andere Länder wie Brasilien, Argentinien, Venezuela und Russland haben aufgrund von politischem Missmanagement und fallender Rohstoffnachfrage einen Verfall ihrer Währung im Verhältnis zum USD erfahren. Im Grundsatz bleiben wir bullisch in Bezug auf U.S.-Aktien, allerdings kann es sein, dass der Weg holperig bleibt, solange nicht eine Angleichung der Märkte erfolgt.



Die Stärke bei den Wachstumsaktien (Growth stocks) spiegelt einen Mangel an Wirtschaftswachstum wieder. Es gibt zahlreiche akademische Studien, die die Vorteile von „Value Investing“ vor allem über einen längeren Zeitraum hinweg belegen. Nun ist es jedoch letztlich das reale Wachstum in den USA von durchschnittlich ca. 3,3% p.a. auf etwa 2,3% p.a. gefallen und das Wachstum in Europa und Japan ist nahezu verschwunden. Investoren suchen deswegen im aktuellen Marktumfeld nicht nach günstig bewerteten Aktien sondern nach Wachstum. Dort gibt es nur wenige Möglichkeiten. Unternehmen, die im begrenzten Markt von Cloud Computing und Biotechnologie unterwegs sind, waren unter den besten Performern über die letzten Jahre, während manche Value-Aktien, die bereits sehr günstig bewertet waren, noch günstiger geworden sind. Wie man auf der nächsten Seite sehen kann, hat der S&P Citi Value Index den S&P Citi Growth Index seit der Finanzkrise in 2007 stetig underperformat. Und der Dow Jones Industrial Average hat den S&P 500 über die letzten 4 Jahre mit ganzen 20% underperformat, obwohl Apple einen Großteil des Dow Jones ausmacht. Wertorientierte Investitionen sollten mittel- bis langfristig ein konstanter Weg sein Vermögen aufzubauen - trotz den Ergebnissen der letzten paar Jahre. Eine Wende des aktuellen Trends ist überfällig. Wir denken, dass es viele gut bewertete Value-Aktien gibt, die auch in der Zeit von „Wachstumsangst“ gehalten werden sollten; zum Teil auch aufgrund ihrer Dividendenrendite. Es gibt gleichzeitig aber auch ein paar relativ attraktiv bewertete Wachstumsaktien. Eine gute Mischung aus beiden balanciert das Risiko und den zu erwartenden Ertrag.



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.