

H. Terrence Riley III, CFA
25. Oktober, 2019

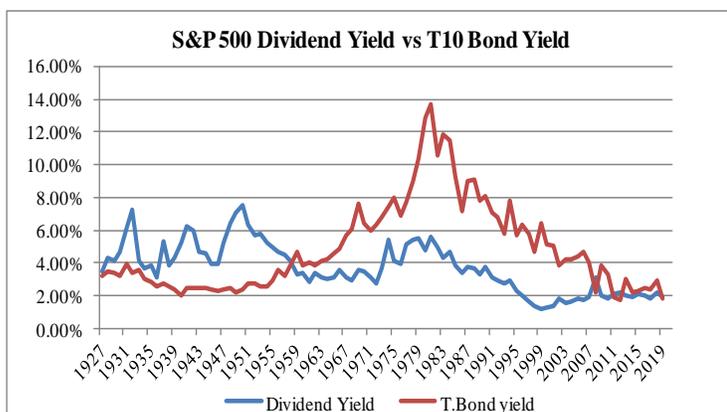
Kontakt: Karin Müller-Paris
+1(212) 326 9533 kmm@fvcm.us

Historischer Wandel im Gange: Aktien rentieren mehr als Anleihen

Aufgrund des erhöhten Rezessionsrisikos halten wir aktuell mehr Liquidität als üblich und parken diese z.T. in Treasuries. Festverzinsliche Anleihen sind jedoch noch unattraktiver geworden, und wir gehen davon aus, dass Aktien gegenüber Bonds in den kommenden Jahren eine deutliche Outperformance erzielen werden. Solange wir uns zurückerinnern, war die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen höher als die Dividendenrendite des S&P 500. Dies macht auch Sinn, da die Zinszahlungen von Anleihen festgeschrieben sind und im Laufe der Zeit nicht wie Aktiendividenden steigen. Aktieninvestoren waren bereit, eine niedrigere aktuelle Auszahlung zu akzeptieren, weil die Dividende mit der Zeit stieg. In den 1930er und 1940er Jahren lag die Dividendenrendite jedoch über der Verzinsung des 10-J.Treasury, weil Aktien zu der Zeit als riskanter wahrgenommen wurden (siehe Abbildung 1). Da das Wachstum in den Nachkriegsjahren anhielt, wurden die Anleger risikofreudiger, die Aktienkurse stiegen an und die Dividendenrenditen fiel relativ zur Anleiherenditen. Der Übergang erfolgte 1959. Interessanterweise hat nun 60 Jahre später ein erneuter Wechsel stattgefunden. So weist der S&P 500 nun eine Dividendenrendite von 1,9% auf, welche über der 1,7%igen Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe liegt. Nun stellt sich die Frage: Wenn man ein Wertpapier kaufen kann, das eine aktuelle Rendite von 1,9% hat und dessen Dividendenzahlungen stetig steigen sollte, warum würde man dann ein Wertpapier mit einer festgeschriebenen 1,7%igen Rendite bevorzugen? Oft wird hier mit Diversifizierung und der Suche nach einer Anlageklasse, die nicht mit Aktien korreliert, argumentiert. Korrelationen ändern sich jedoch!

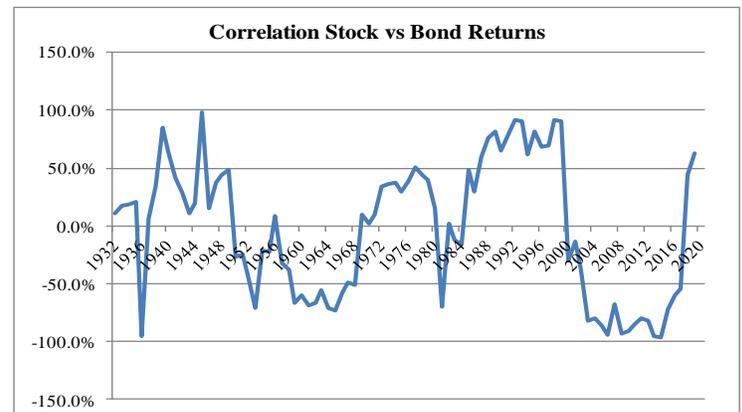
Von 1999 bis 2018 wiesen die Renditen von Aktien und Anleihen eine negative Korrelation auf (siehe Abbildung 2). Dies ist jedoch nicht mehr der Fall. Aus heutiger Sicht blicken wir zurück und können folgendes schließen: Mitte der 1970er Jahre litten Aktien genauso wie festverzinsliche Wertpapiere unter der hohen Inflation und hatten deswegen eine positive Korrelation von bis zu 50%. In den frühen 1980er Jahren bis hin zu 1999 lag die positive Korrelation von Aktien- und Anleiherenditen sogar bei bis zu 90%, da beide dank Desinflation, niedrigeren Steuern und schnellerem Wachstum sowie der „Friedensdividende“ nach dem Fall der Sowjetunion eine starke positive Performance auswiesen. Aktuell sehen wir wiederum eine starke Korrelation. Leider können wir aus den früheren Perioden nicht auf die aktuelle Zeit schließen, da das Umfeld heute ein ganz anderes ist. Was wir aber sagen können ist, dass wenn Aktien- und Anleiherenditen eine positive Korrelation aufweisen, bringt die Anlage in Anleihen keinen wirklichen Diversifizierungsvorteil. Und da die aktuelle Rendite bei Anleihen nicht einmal so hoch ist wie die Dividendenrendite am Aktienmarkt, gibt es kaum einen Grund Anleihen zu besitzen.

Chart 1



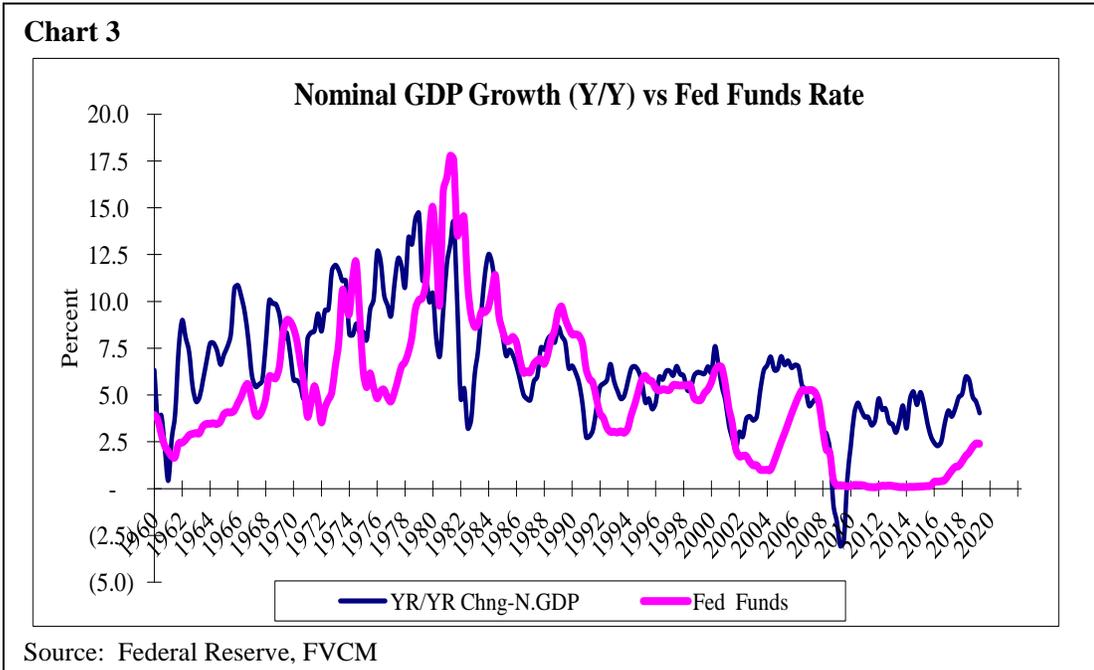
Source: Prof. Damodaran, New York University, FVCM

Chart 2

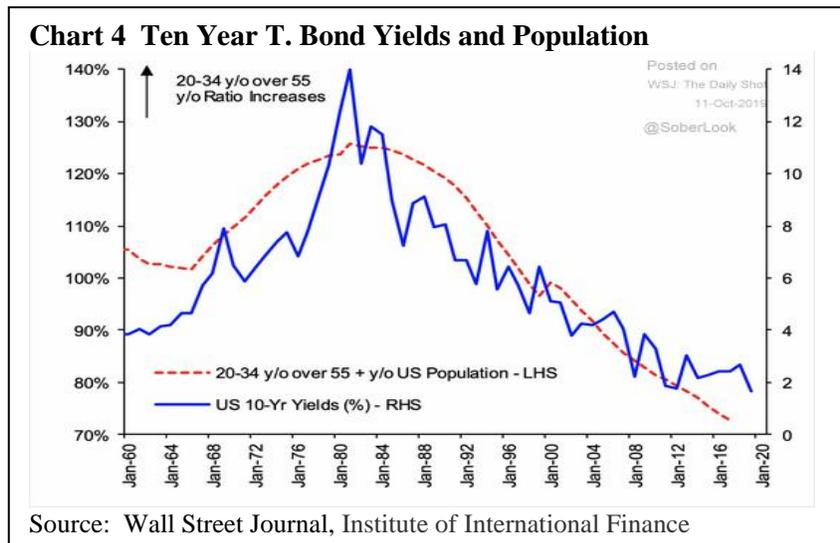


Source: Prof. Damodaran, New York University, FVCM

Soweit wir wissen, gab es noch nie eine Zeit, in der sowohl die Aktien- als auch die Anleiherenditen so niedrig waren wie jetzt. Wie wir in früheren Berichten bereits geschrieben hatten, scheint die jetzige Situation im Anstieg der globalen Verschuldung über die letzten Jahrzehnte begründet zu sein. Die Zentralbanken sind u.E. nicht der Grund, dass die Zinssätze so niedrig sind. Die Zinssätze sind so niedrig, weil verschuldete Konsumenten, bereits zu hochverschuldet sind und wohlhabende Menschen, nur sehr wenig von ihrem Vermögen ausgeben. Es gibt einen Überschuss von Kreditangebot und nur wenige gute Kreditnehmer. Der Schlussfolgerung, dass die Zentralbanken nicht der Auslöser sind, sondern nur Reaktionär, ist aus Abbildung 3 abzuleiten. In nahezu jedem Zyklus erhöhte die Federal Reserve den Leitzins, nachdem sich das BIP-Wachstum beschleunigt hatte, und senkte den Leitzins, nachdem das BIP-Wachstum sich zu verlangsamen begann. 1979-1981 ist hierzu die einzige Ausnahme. Paul Volker erhöhte die Zinsen damals drastisch, um die Inflation zu ersticken.



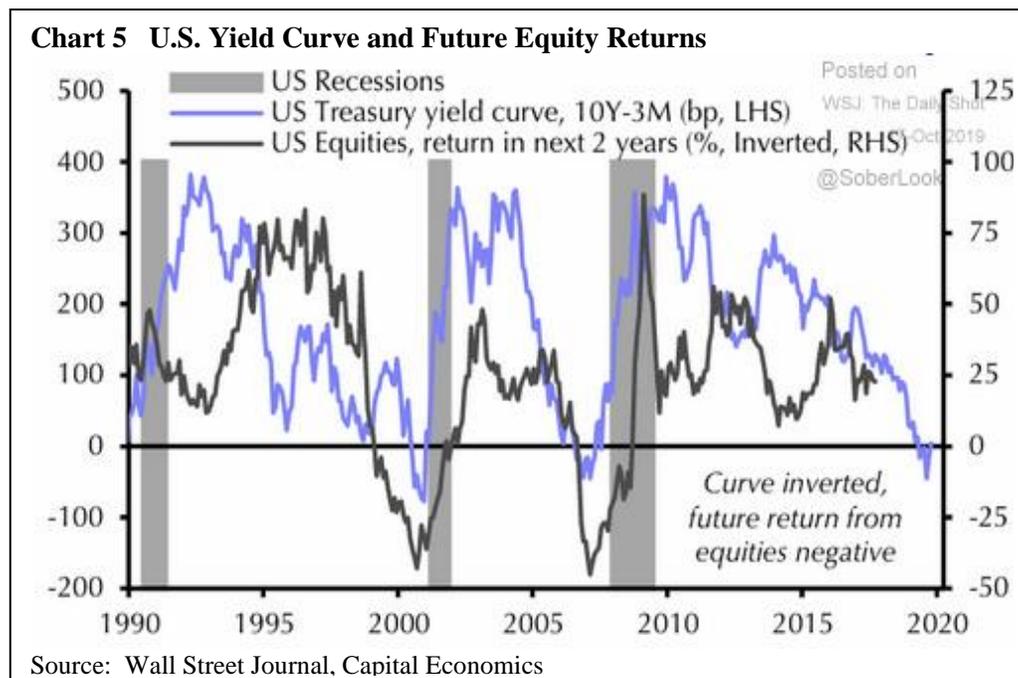
Die Demografie ist ein weiterer Grund, warum die Anleiherenditen wahrscheinlich auf lange Zeit niedrig bleiben werden: Der Prozentteil der Bevölkerung, der die Blüte der Arbeitnehmerschaft stellt – und damit „Spitzen“-Konsum bedeutet - schrumpft im Vergleich zum Anteil der konservativeren älteren Menschen. Wie in Abbildung 4 zu sehen ist, scheint es einen Zusammenhang zwischen der Gruppe junger Erwachsener, die in den Arbeitsmarkt eintreten, und der Verzinsung der 10-jährigen Staatsanleihen zu geben. Junge Menschen müssen Häuser, Möbel, Autos und jegliche Arten von materiellen Gegenständen kaufen und viele verschulden sich dafür. Dass dieser Teil der Bevölkerung schrumpft, deutet nicht auf mehr Konsum hin. Bemerkenswert ist auch, dass das Umfeld von niedrigen Ausgaben, niedrigem Wachstum und niedrigen Zinssätzen erstmals in den neunziger Jahren in Japan zu sehen war. Japans demografische Implosion war eine der ersten.



Die offensichtliche Folge der niedrigeren Renditen ist, dass Anleger wahrscheinlich die in der Vergangenheit erzielten Renditen nicht wieder erreichen werden. Es ist offensichtlich, dass sowohl die nominalen als auch die realen Bondrenditen minimal ausfallen werden. Für Aktien lag die durchschnittliche Rendite in den letzten 100 Jahren bei ca. 10% (annualisiert). Wir erwarten für die Zukunft eine langfristige Rendite von ca. 7%., hauptsächlich weil die Inflation niedriger ist als in der Vergangenheit. Eine nominale Aktienrendite von 7% entspricht einer realen Rendite von 5% wenn die Inflation bei 2% liegt. Dies scheint aus aktueller Sicht realistisch.

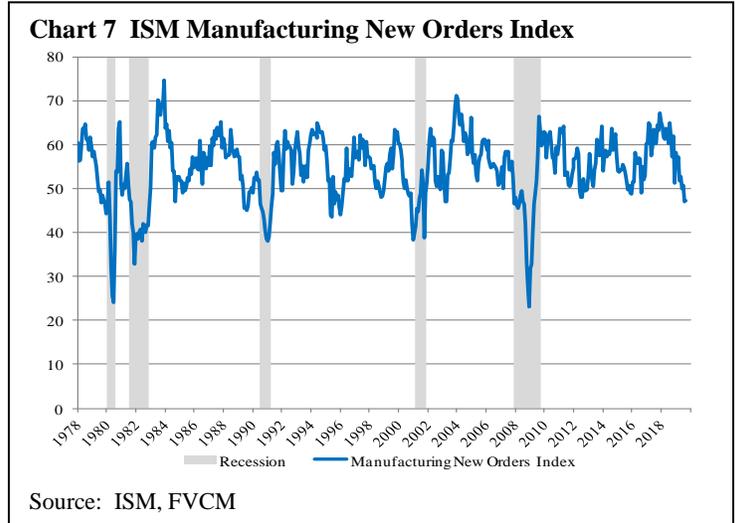
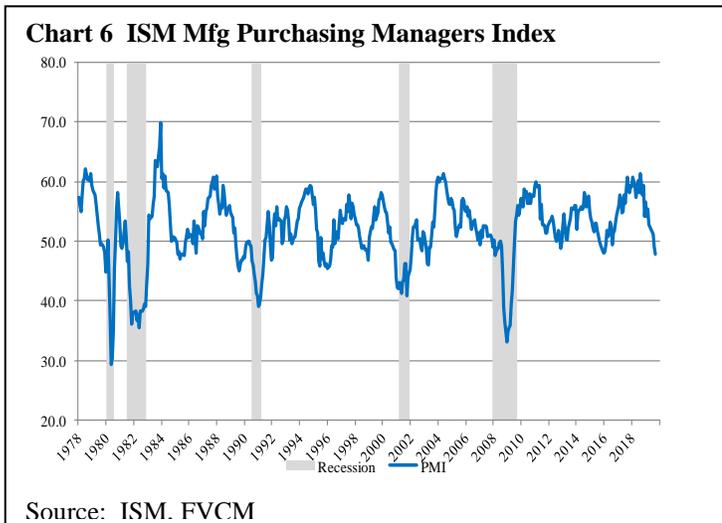
Kurzfristiger Ausblick für Aktien weiterhin riskant

Aktien sind für langfristige Anleger die beste Alternative. Auf nahe Zukunft gesehen bleibt das Risiko am Aktienmarkt aber erhöht und das obwohl die Zinskurve nun nicht mehr invertiert ist. Eine invertierte Zinsstrukturkurve ist einer der besten Indikatoren für eine bevorstehende Rezession. Die Zinskurve war kürzlich mit ca. 0,50% negativ (10-jährige Staatsanleihen rentierten 0,50% weniger als 3-monatige). Motiviert durch dieses Signal, senkte die Federal Reserve den Leitzins sowohl am 31. Juli als auch am 18. September um jeweils 0,25%. Derzeit weisen 3-monatige-U.S. Staatsanleihen eine Rendite von 1,66% auf, was unter der Rendite der 10-jährigen Anleihen von 1,77% liegt. Die Renditekurve ist also wieder positiv. Das Problem ist, dass dies nicht ungewöhnlich ist. Wie in Abbildung 5 zu sehen ist, war die Renditekurve (violette Linie) vor den letzten beiden Rezessionen negativ, wurde jedoch kurz vor Beginn der Rezession wieder positiv. Die Aktienkurse (schwarze Linie, invertiert) bewegten sich abwärts, ungefähr zur gleichen Zeit, als die Renditekurve wieder positiv wurde. Hier ist die mögliche Erklärung: Die Federal Reserve erhöht die kurzfristigen Zinsen während einer Wachstumsphase, nur um dann zu erkennen, dass sie zu weit gegangen ist und die Wirtschaft schrumpft. In dem Moment beginnt die Federal Reserve dann, die Zinsen zu senken, wie im Juli und September 2019, aber die Lockerung kommt in der Regel zu spät.



Zusätzlich zu den Bewegungen in der U.S.-Zinskurve haben andere Indikatoren sich verschlechtert. Das verstärkt unsere Besorgnis über eine anstehende Rezession. Beispielsweise befand sich der Einkaufsmanagerindex (PMI) des Institute of Supply Management (ISM) für Hersteller zum Zeitpunkt der Umkehrung der Zinsstrukturkurve auf einem soliden Wachstumspfad. Dies ist aber nicht mehr der Fall. Sowohl der PMI-Index als auch der Auftragseingangsindex fielen unter 50 und signalisierten damit seit August einen Rückgang. Dies ist aber immer noch nicht schlüssig, da der PMI-Index für das nicht verarbeitende Gewerbe, welches den größten Teil der Wirtschaft ausmacht, auch heute noch positiv ist. Man muss sich jedoch fragen, ob dies in einigen Monaten noch der Fall sein wird.

Aufgrund dieser Anzeichen halten wir ein vorsichtiges Investieren mit überdurchschnittlichen Positionen in liquiden Mitteln (inklusive U.S.-Staatsanleihen) für gerechtfertigt.



Investoren auf der Suche nach Wachstum und Rendite

Die großen Technologie-Aktien haben die Performance des S&P 500 in diesem Jahr dominiert, und dank fallender Zinsen haben sich auch die Bond-Proxies sehr gut geschlagen.

Seit Jahresanfang legte der S&P500 19,9% zu. 30 der 500 Unternehmen des S&P 500 erzielten davon 10,1%. Die größten Beiträge leisteten Apple (Informationsdienstleistungen, plus 54%), Microsoft (Informationsdienstleistungen, 35%), Facebook (Kommunikationsdienstleistungen, plus 42%), Alphabet / Google (Kommunikationsdienstleistungen, plus 21%) und Amazon (Zyklische Konsumgüter, plus 17%). Und dennoch reflektieren solche isolierten, eher willkürlichen Zeiträume, d. H. seit Jahresbeginn, nicht immer die volle Komplexität der Märkte. Beispielsweise ist Amazon seit Jahresbeginn um 17,3% gestiegen und hat aufgrund seiner Größe einen der größten Beiträge zum S&P 500 geleistet. Betrachtet man aber die letzten 12 Monate, so ist Amazon um 1,5% gefallen. Auch gab es einen stetigen Wechsel bei den einzelnen Aktien, die die beste Performance hatten. Es war jedoch zu sehen, dass die Märkte „Value-Faktoren“ wie KGV, Kurs/Buchwert und andere fundamentalen Bewertungskennzahlen weiterhin weitgehend ignoriert haben. Am meisten belohnt wurden in dieser Zeit des langsamen Wirtschaftswachstums eine gefühlte Sicherheit und konstantes Wachstum. Aber selbst damit kann man die Marktbewegungen nicht ganz erklären. Apple sieht mit 53% Gewinn in diesem Jahr spektakulär aus, aber dieser Erfolg wurde erst nach einem Einbruch von 32% im vierten Quartal 2018 erreicht. Seit seinem Höhepunkt hatten Apple’s Aktionäre eine wilde Fahrt und der Aktienpreis ist nur um bescheidenere 6% gestiegen. Aktien handeln basierend auf Vertrauen, das sehr schnell zu kommen und zu gehen scheint.

Die Sektoren Immobilienaktien und Versorger haben sich dank ihrer scheinbaren Sicherheit und relativ hohen Dividendenrenditen sehr gut entwickelt. Angst und Unsicherheit sind wie so oft die Hauptfaktoren für das Anlegerverhalten. Real Estate Investment Trusts, die fast ihre gesamten Gewinne in Dividenden ausschütten, sowie Versorgungsunternehmen, tendieren dazu, sich bei sinkenden Zinsen gut zu entwickeln. Dies war auch in diesem Jahr der Fall. Wie bereits vorgängig in diesem Bericht erläutert, sind Aktien mit steigenden und hohen Dividenden attraktiver als Anleihen mit festen Kuponzahlungen. Dennoch bestehen auch in diesem Bereich Risiken. Wie jeder weiß, können Cash-Flows bei Immobilien sowie deren Bewertungsniveaus mit dem Konjunkturzyklus wild schwanken. Und wie wir kürzlich mit der Insolvenz von Pacific Gas & Electric gesehen haben, ist der stark regulierte Versorgungssektor auch nicht ohne Risiko. In die Zukunft blickend scheint es bei den meisten dieser Titel mehr Abwärts- als Aufwärtspotential zu geben.

Die Märkte bewegen sich in langen Zyklen, und die Dominanz der Value-Aktien sollte zurückkehren. In letzter Zeit gab es Anzeichen dafür, dass Wachstumsaktien an Dynamik verlieren. Der jüngste Zusammenbruch des geplanten WeWork-Börsengangs (IPO) sowie die negative

Performance von Uber und anderen „Unicorn Companies“ erinnern an das Ende des letzten Booms bei Wachstumsaktien. Zu Beginn des Jahres 2000 startete in der Finanzpresse eine Diskussion bezüglich der „Cash Burn Rate“ (Geldverbrennungsrate) einiger Tech- und Wachstumsfirmen, vor allem derer, die zuletzt an die Börse gegangen waren. Interessanterweise hat WeWork neue Akzente bei Rentabilität und Cash Burn gesetzt. Sogar Masayoshi Son, CEO von Softbank in Japan, hat seine Mitarbeiter nun angewiesen, bei Firmen in denen investiert eher auf Rentabilität zu pochen also unbegrenzte Ausgaben für Wachstum gut zu heißen. Der Tech-Sektor ist keineswegs so überbewertet wie im Jahr 2000, aber es gibt eindeutig Exzesse. Diese Veränderung des Zeitgeistes in Richtung aktueller Profite könnte ein Frühindikator für die Rückkehr des Value-Investierens sein.

Table 1 S&P 500 Sector Data, as of 23 October 2019

S&P 500 Sector	% of Portfolio	Price % Chg YTD	Tot Ret % 12 Months	Market Cap (\$ Mil)	EPS GR% 3 Year LS	EPS GR% 5 Year LS	P/E FY1	P/E FY2	Div Yld %	P/Book TTM	P/CF TTM	EV/Sales TTM
INFO TECHNOLOGY	21.8%	33.0%	18.3%	493,506	25.9%	20.2%	22.2	19.7	1.4%	7.7	16.0	4.7
REAL ESTATE	3.3%	31.7%	35.1%	40,749	20.0%	16.1%	21.9	20.6	3.0%	3.8	18.6	9.9
COMMUNICATION SVC	10.5%	25.0%	14.6%	445,739	30.2%	27.3%	18.9	17.4	1.3%	3.5	10.4	3.6
UTILITIES	3.5%	24.8%	27.2%	48,173	5.7%	5.8%	20.9	19.7	3.1%	2.3	9.9	4.4
CONSUMER DISCRETIO	10.1%	24.0%	16.7%	315,875	46.9%	44.2%	23.5	20.9	1.3%	7.9	13.4	2.1
INDUSTRIALS	9.3%	23.3%	12.0%	69,997	18.0%	10.5%	18.2	15.7	1.9%	4.8	12.0	2.1
CONSUMER STAPLES	7.5%	22.8%	20.4%	163,630	9.0%	5.3%	20.7	19.4	2.8%	5.8	15.7	1.7
FINANCIALS	13.0%	20.9%	13.0%	186,740	17.9%	12.3%	12.9	12.3	2.2%	1.5	10.1	1.0
MATERIALS	2.7%	16.4%	20.0%	42,298	11.2%	7.1%	19.4	16.9	1.9%	2.0	9.9	1.9
HEALTH CARE	13.8%	9.8%	6.3%	128,601	18.9%	12.6%	16.0	14.7	1.8%	4.3	11.9	1.9
ENERGY	4.5%	4.4%	-10.3%	141,596	92.2%	4.4%	20.6	17.1	4.0%	1.4	6.7	1.3
Portfolio Avg/Total	100.0%	19.9%	11.1%	257,633	25.7%	17.7%	18.5	16.9	1.9%	3.4	12.1	2.3

Source: Zacks

Wie bereits erwähnt, halten wir aufgrund eines erhöhten Rezessionsrisikos mehr Liquidität und U.S. Treasuries als üblich. Wir haben jedoch nicht vor, Aktien weiter zu reduzieren, da Aktien langfristige gesehen weiterhin die attraktivste Anlageklasse bleiben. Sollte es in den kommenden Monaten zu einer Korrektur am Aktienmarkt kommen, so würden wir unsere U.S.-Treasury-Bestände und Liquidität nutzen, um die Aktienquoten wieder bis zum maximalen Limit zu erhöhen und gleichzeitig den Anteil der festverzinslichen Wertpapiere zu reduzieren. Die einzige Ausnahme zu diesem Szenario würde eintreten, wenn ein extrem linksgerichteter Kandidat der Demokratischen Partei auf dem Weg wäre die U.S.-Präsidentschaftswahl im November 2020 zu gewinnen. Eine Politik der hohen Steuern, eines starken Anstiegs der Staatsausgaben und einer stärkeren Regulierung der Unternehmen würde zu einem deutlich geringeren Wirtschaftswachstum führen. In einem solchen Szenario wären auch in den USA negative Zinssätze wahrscheinlich und damit langfristige Anleihen die attraktivste Anlageklasse. Dies scheint aktuell nicht wahrscheinlich, aber wir werden dies sehr genau beobachten.

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.