

H. Terrence Riley III, CFA
17. September, 2014

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

Wann endet ein Bullenmarkt?

Hinweis: Die Bedingungen sind noch nicht erfüllt

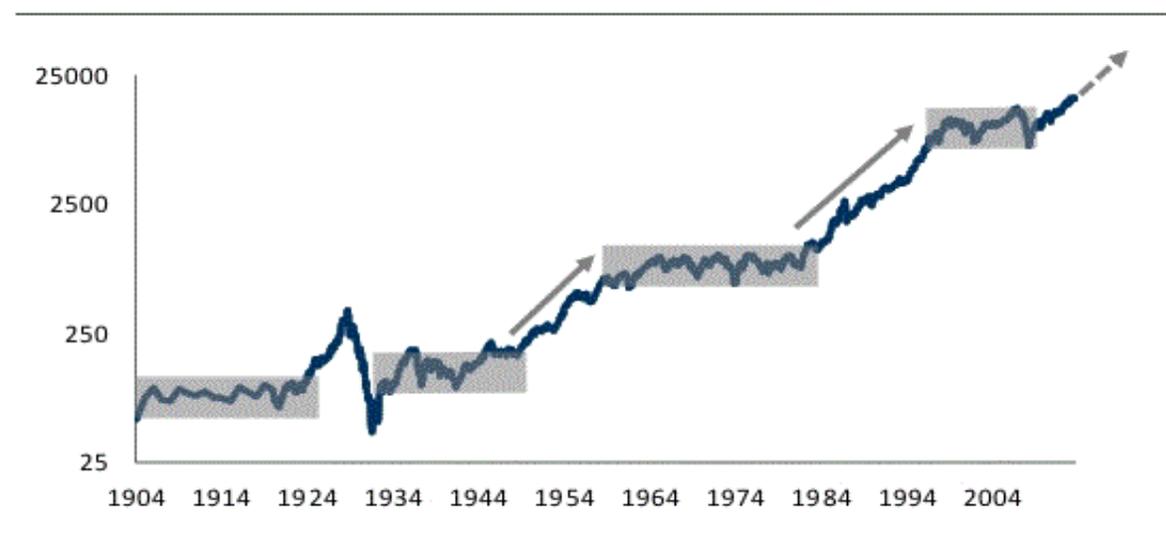
Anhaltende Angst, dass die Aktienkurse entweder durch die Geldpolitik der Fed oder die Aktienrückkauf-Programme der Firmen künstlich aufgeblasen sind, sowie die Sorge um die Unruhen in der Ukraine und im Nahen Osten, beherrschen das Marktsentiment. Düstere Warnungen vor bevorstehenden Marktkorrekturen oder gar eines Börsen-Crashes kursieren weiterhin in den Medien. Dennoch klettern die Aktienkurse kontinuierlich weiter und die Wirtschaftsindikatoren bleiben nach wie vor positiv. Wir erwarten auch trotz des negativen Gezeters eine Fortsetzung des Aufwärtstrends am Aktienmarkt.

Bullenmärkte enden nicht, weil die Bewertungen hoch sind oder weil sie schon zu viele Monate oder Jahre andauern. Bullenmärkte enden wegen des steigenden Drucks auf die Preise (steigender Inflation) und des Risikos von fallenden Unternehmensgewinnen aufgrund einer drohenden Rezession. Man sollte beachten, dass die Aktienkurse wegen des stetigen menschlichen Fortschritts im Laufe der Zeit zwangsläufig steigen (siehe Abbildung 1 unten). Überall wird Neues erfunden und die Menschen sind auf der Suche nach neuen und besseren Möglichkeiten zu produzieren und zu leben. Sicherlich gibt es Phasen der Stagnation oder der Baisse. Diese spiegeln aber kurzfristige Wachstumshemmnisse, wie unzureichende Arbeitskräfte, hohe Auslastung der Fabriken, Anspannung der Rohstoffmärkte, und insbesondere Bank- und Finanzmarktreaktionen auf diese Hemmnisse sowie auch auf steigende Inflation wider. Jedoch sind weder diese Bedingungen noch eine Inflationsgefahr derzeit ein Thema. Diejenigen, die Market-Timing betreiben und kurzfristig aus dem Markt aussteigen, stellen meist fest, dass die Preise höher sind, wenn sie wieder einsteigen wollen.

Ein Zitat von Warren Buffett aus einem 1991 geschriebenen Brief an die Aktionäre:
 "Der Aktienmarkt funktioniert als ein Umverteilungszentrum, in dem das Geld von den Aktiven zu den Geduldigen transferiert wird."

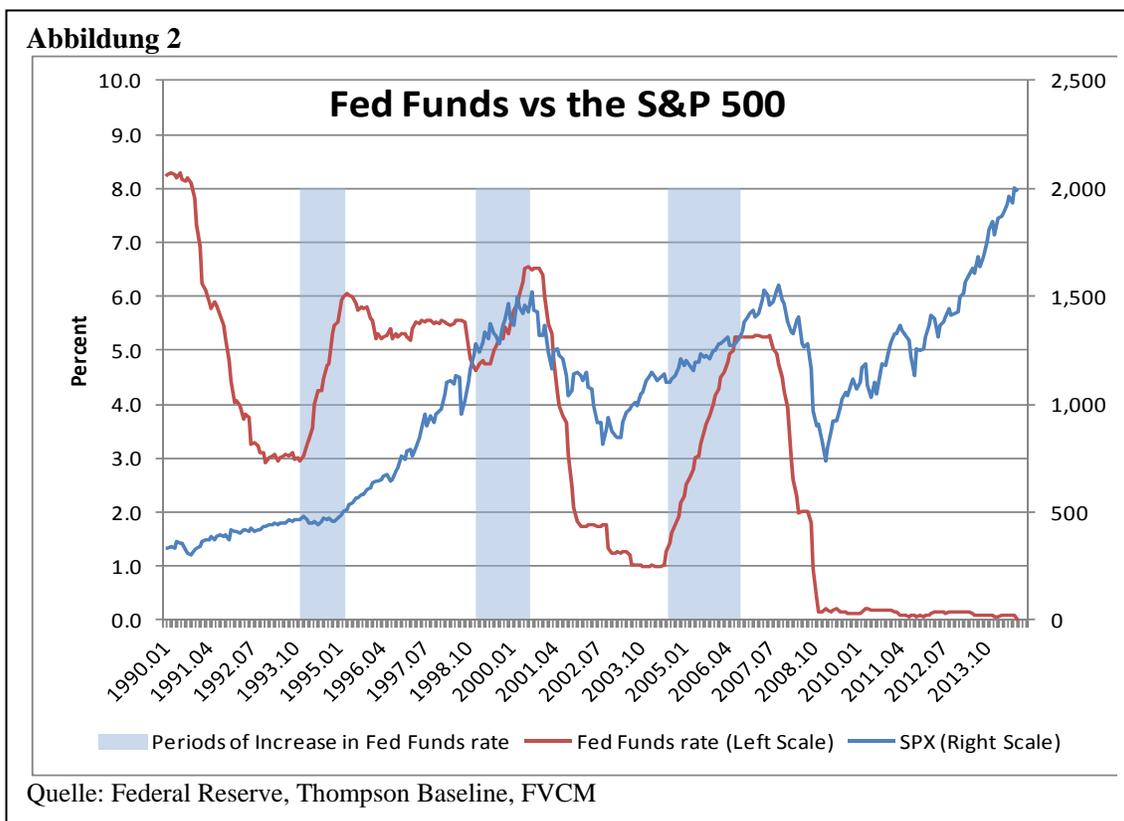
Abbildung 1

Super Cycle (Dow Jones Industrial Average)



Die Maßnahmen der Federal Reserve und die Wahrscheinlichkeit steigender Zinsen bereiten vielen Menschen Sorgen. Wir befinden uns wahrscheinlich in der Mitte des aktuellen Konjunkturzyklusses, der im Jahr 2009 begann. Die Arbeitslosigkeit fiel von mehr als 10% auf etwa 6% und die Kapazitätsauslastung nähert sich dem normalen Niveau. Deshalb wird erwartet, dass die Federal Reserve die Fed Funds Rate (der Tagesgeldsatz) etwa Mitte 2015 zu erhöhen anfängt. Dies wird voraussichtlich notwendig sein, um die Zinsen zu normalisieren und zu verhindern, dass die Inflation zu stark wächst.

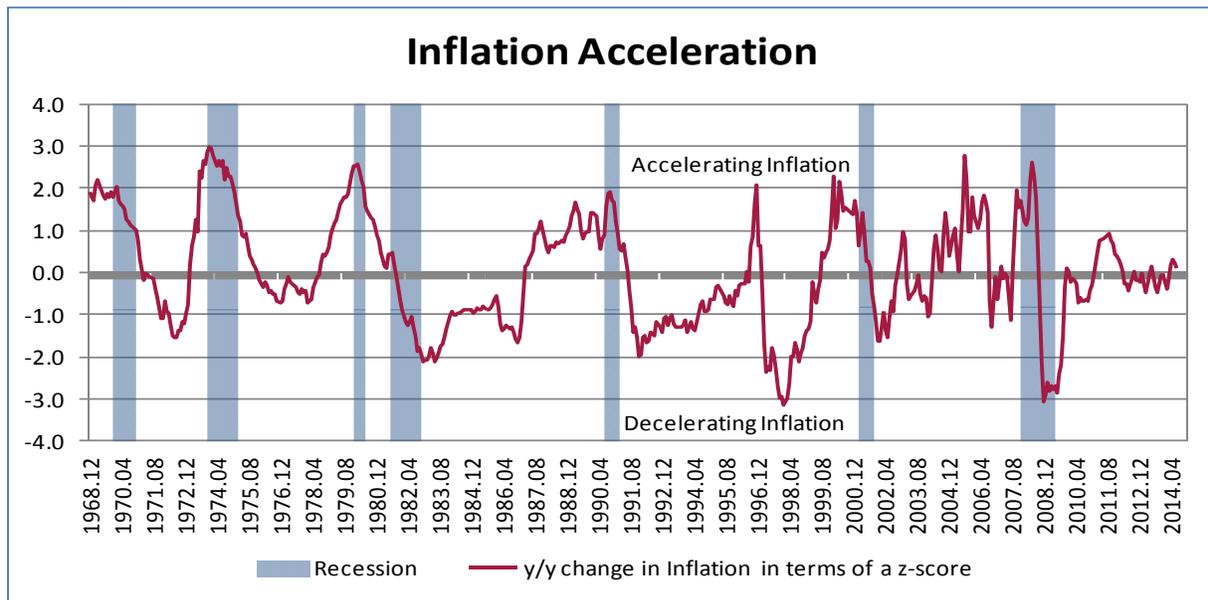
Die Vergangenheit hat gezeigt, dass solange die Inflation unter Kontrolle bleibt, steigende Zinsen einem steigenden Aktienmarkt nicht im Wege stehen. In Abbildung 2 haben wir drei Zeiträume, in denen die Fed Funds Rate stieg, hervorgehoben. In allen drei Perioden sind die Aktienkurse weiter geklettert. Wie vorher schon geschrieben: Bullenmärkte sterben nicht durch steigende Fed Funds Rate, sondern durch Inflation und Rezession.



Wie es mit dem Aktienmarkt weitergeht, hängt vom zukünftigen Wirtschaftswachstum ab. Die wichtigsten Indikatoren deuten auf weiteres Wachstum hin.....

Rezessionen geht eine Beschleunigung der Inflationsrate voraus, wie in Abbildung 3 zu sehen ist. Aktuell ist das Preiswachstum niedrig und stabil.

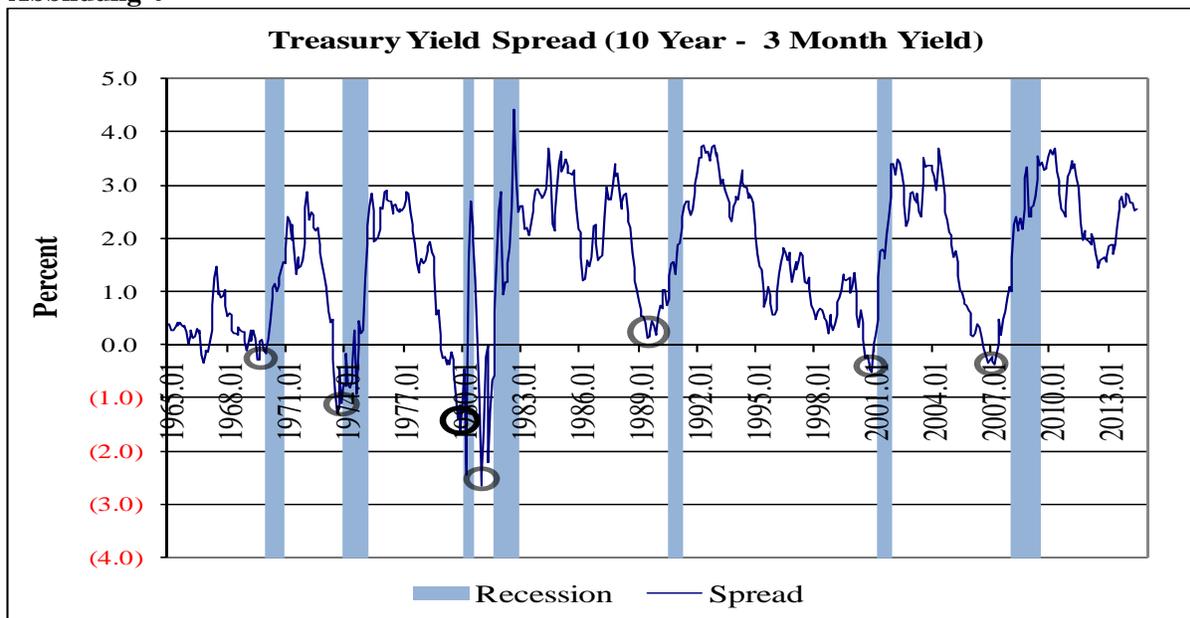
Abbildung 3



Quelle: Federal Reserve, FVCM

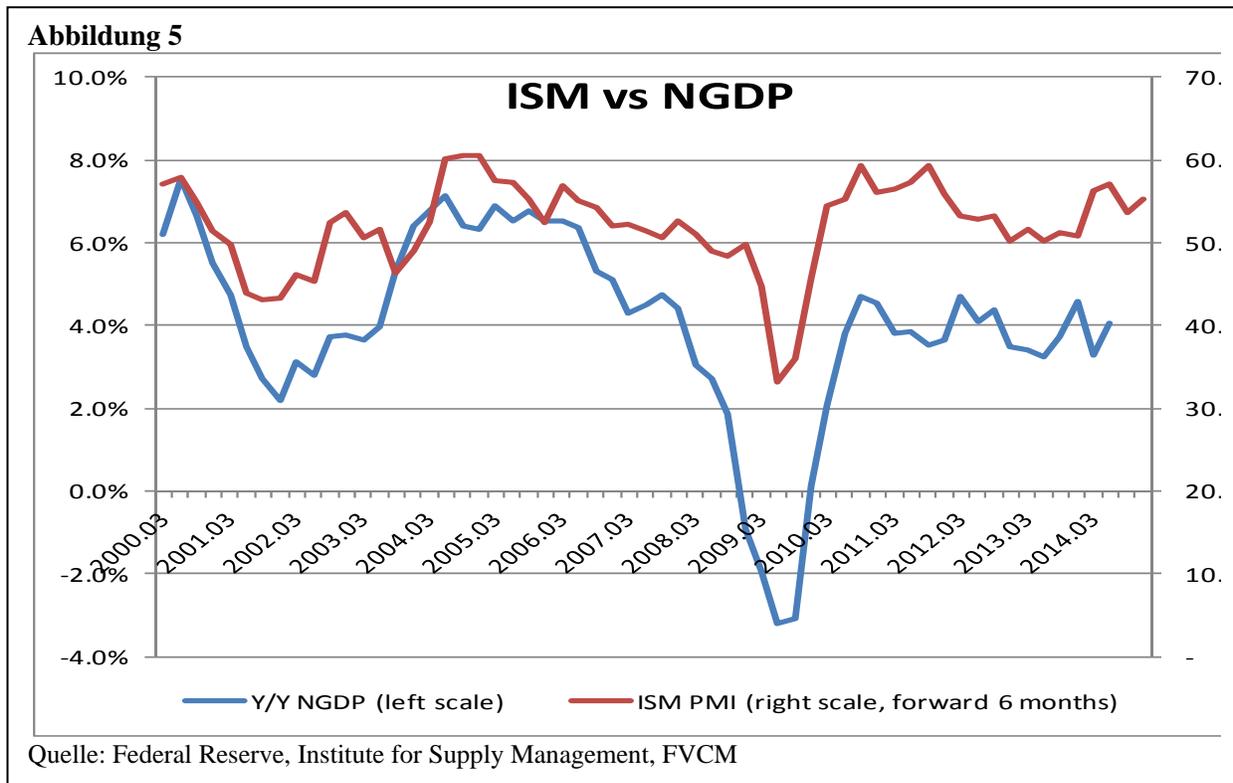
Vor Rezessionen reagiert die Fed auf die Beschleunigung des Preiswachstums mit starker Erhöhung der kurzfristigen Zinsen, was zu einer invertierten Renditekurve führt (wenn kurzfristige Zinsen höher als langfristige Zinsen sind). Auch dies ist im Moment nicht der Fall (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4

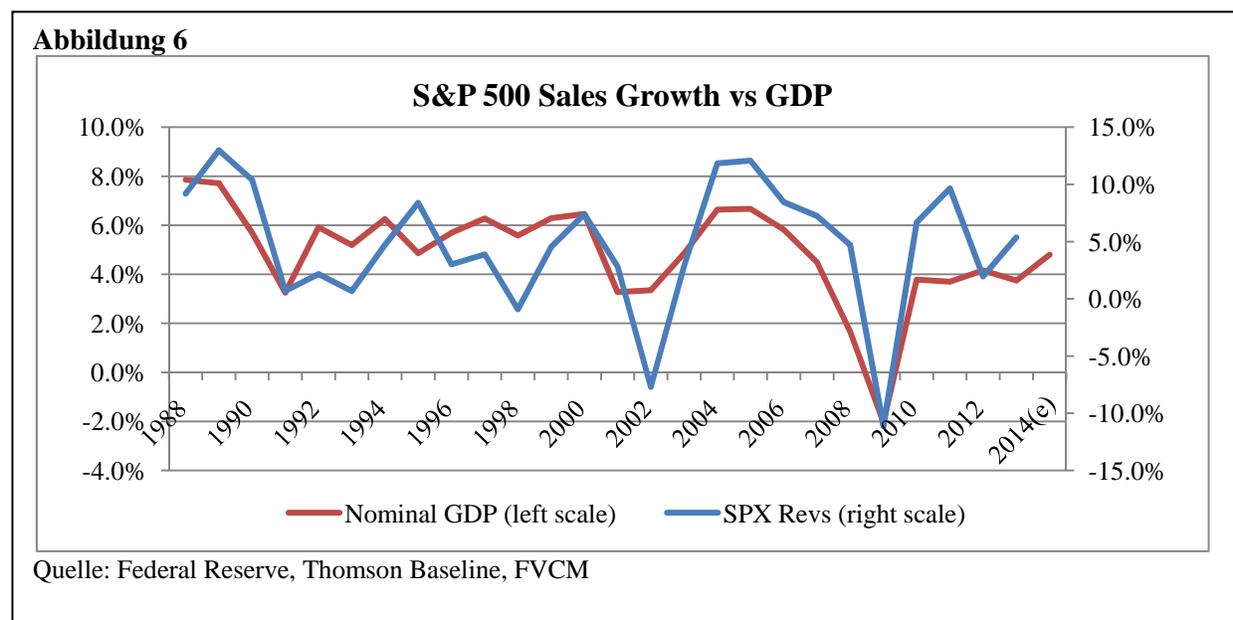


Quelle: Federal Reserve, FVCM

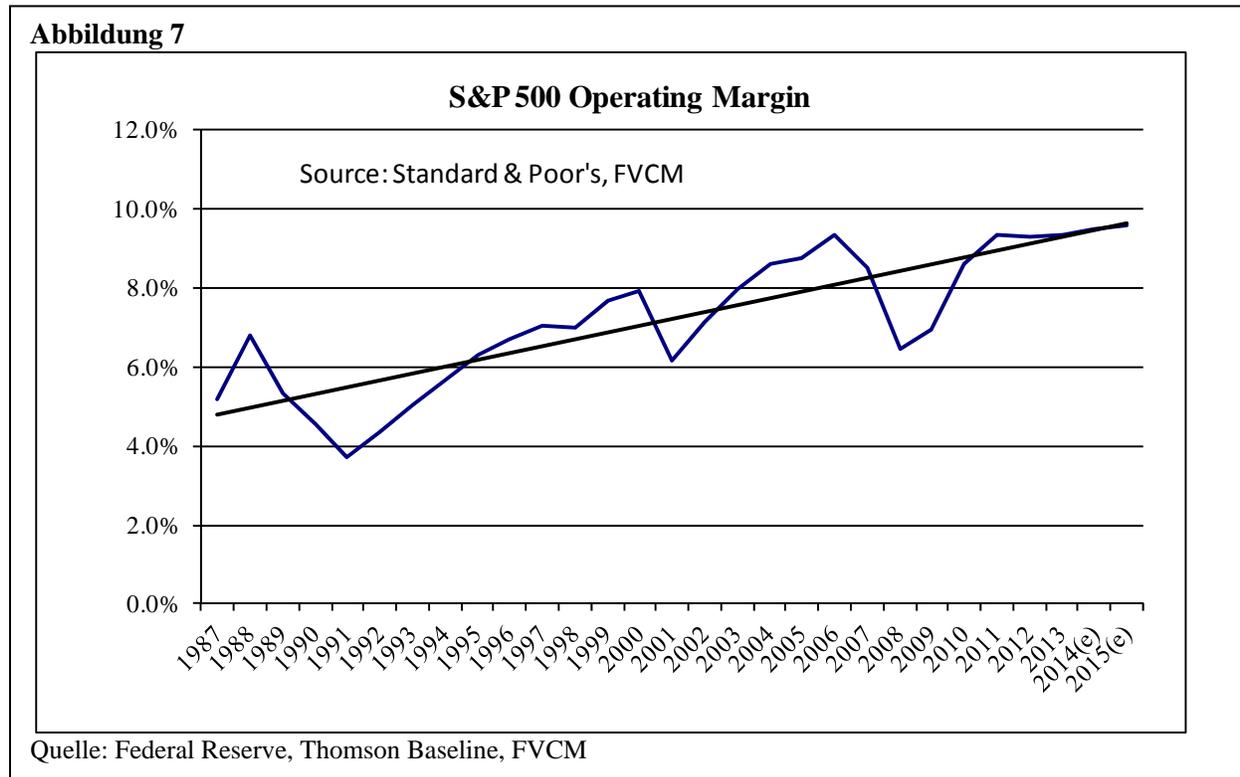
Der ISM Manufacturing Index (Einkaufsmanagerindex) ist ein hervorragender Frühindikator der Wirtschaft. In Abbildung 5 haben wir die ISM-Daten um sechs Monate vorgeschoben, um die vorauslaufende Eigenschaft zu zeigen. Aktuell sollte sich die Geschäftstätigkeit (nominales BIP) weiter verbessern.



Es wird erwartet, dass sich die Unternehmensprofitabilität, gemessen am S&P 500, in einem Aufwärtstrend von etwa 6% bis 9% p.a. befindet. Konzernumsätze sind volatiliter als das nominale BIP-Wachstum. Beachten Sie den Unterschied zwischen den Skalen auf der linken und auf der rechten Seite in der Abbildung 6. Umsätze der Firmen im S&P 500 sollten um etwa 5% bis 8% in diesem und im nächsten Jahr steigen.



Seit dem Krieg befinden sich die Gewinnmargen des S&P 500 im säkularen Aufwärtstrend. Dies kommt daher, dass Personalaufwendungen im Verhältnis zu Kapital einen kleineren Anteil des Volkseinkommens ausmachen. Margen profitierten ebenfalls von sinkenden Zinsen und zurzeit auch noch von der zyklischen Expansion und steigender Kapazitätsauslastung. Unsere konservative Prognose deutet auf ein Wachstum der operativen Margen von 9,3% im Jahr 2013 auf 9,5% im Jahr 2014 und auf 9,6% im Jahr 2015 hin. Dies liegt genau auf der Trendlinie. Wir denken, dass wir eher positiv überrascht werden, als negativ.



Unser Bewertungsmodell errechnet, dass ein angemessener Wert für den S&P 500 per Ende 2014 bei 2200 liegt. Das sind rund 10% über dem aktuellen Niveau. Das Modell nimmt die Gewinne der letzten 10 Jahre (wie das Schiller CAPE10 Modell), passt aber das Fair Value (KGV) der Inflation an. Ein "faire KGV" liegt zu aktuellen Rahmenbedingungen etwas über 18. Natürlich sind all diese Modelle nur Annäherungen an die Realität. Aus unserer Sicht sind die Aktienpreise nahe dem „fairen“ Marktwert. Unser Jahresendziel für 2014 für den S&P 500 liegt bei 2050, was dem 16fachen des erwarteten Gewinns für 2015 entspricht. Unser Ziel für den S&P 500 für Ende 2015 ist bei 2250 (siehe Tabelle 1). Bei aktuell niedriger Inflation und relativ viel Spielraum für eine weitere wirtschaftliche Expansion, werden in nächster Zukunft die Aktienkurse voraussichtlich durch das Gewinnwachstum getrieben und nicht durch eine weitere Expansion der KGV's.

Table 1 S&P 500	2013	2014	2015(e)	2016(e)
Index Price (Beginning of Year)	1,426.19	1,848.36	2,050.00	2,250.00
Index Earnings (forward)	110.66	119.57	127.50	137.00
P/E Ratio	12.9	15.5	16.1	16.4

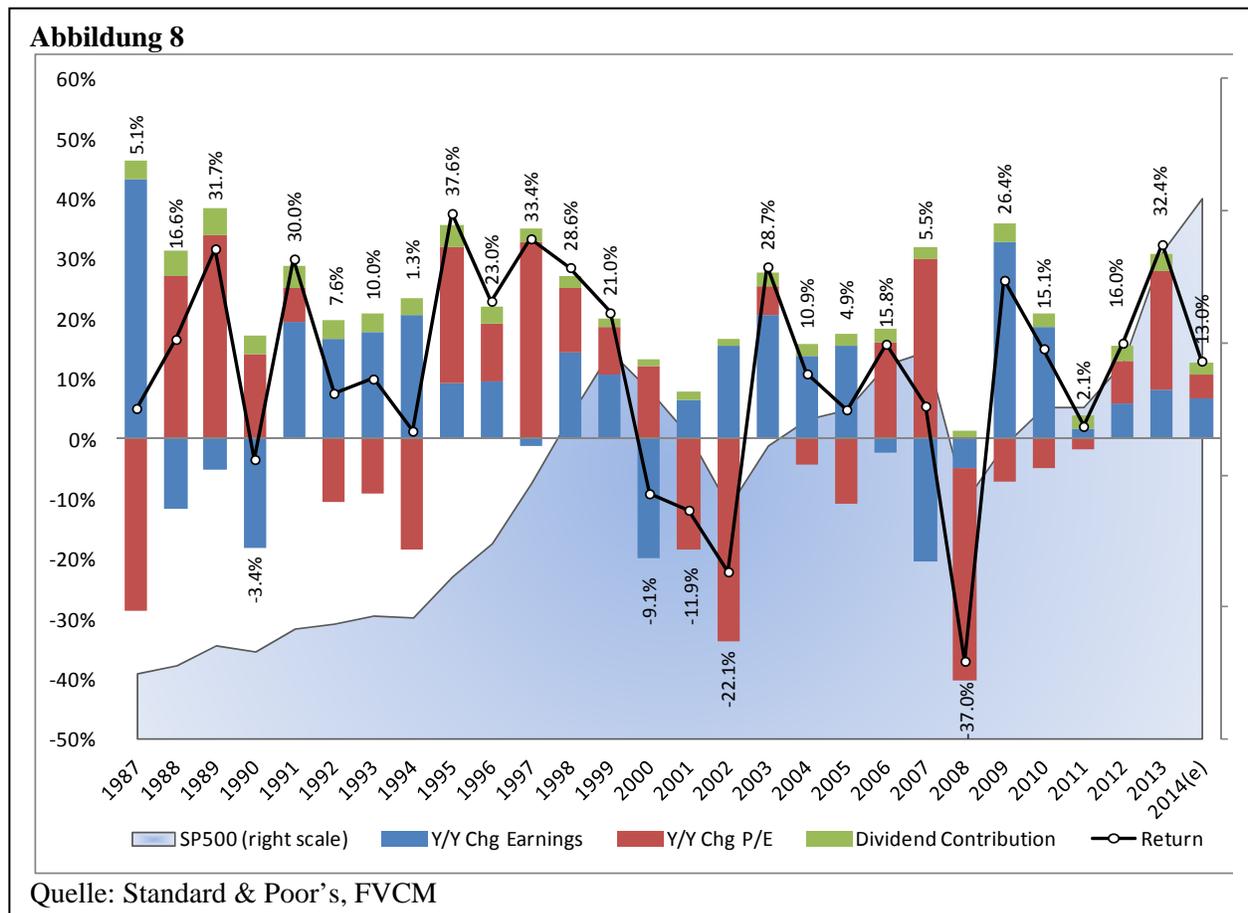
Quelle: Thomson Baseline, FVCM

Abbildung 8 enthält viele gute Informationen, wenn diese auch zu Anfang etwas kompliziert wirken. Für jedes Jahr zeigt der Chart, die Gesamtrendite des S&P 500 (% Zahl im Chart) und unterteilt die Anteile am Ergebnis in drei Komponenten: 1) Gewinnwachstum/Rückgang, 2) Erhöhung/Sinken des KGV, und 3) Ertrag aus Dividenden, einschließlich des Ertrags auf reinvestierte Dividenden.

Hier ein Beispiel: Im Jahr 2013 betrug die Gesamtrendite des S&P 500 32,4%. Die Komponenten der Rendite waren der Ertragsanstieg von 8,1% (der blaue Balken), die Erhöhung des KGV-Quotienten (roter Balken) um 19,9%, und 2,8% Zuwachs aus reinvestierten Dividenden.

Betreffend unseres Jahresziels im S&P 500 von 2050, würde die Gesamtrendite für das Jahr 2014 13% betragen. Diese setzt sich aus: 7% Ertragswachstum, 4% KGV-Expansion und 2% Dividendenzahlungen zusammen.

Unser Jahresziel für 2015 liegt bei 2250, was einer Performance von 12% entspricht, und sollte leicht erreichbar sein. Zusätzlich zum Gewinnwachstum von 8%, sollten Dividenden weitere 2% zu der S&P 500-Rendite hinzufügen. Wir prognostizieren konservativ eine KGV-Expansion von 2%. Es würde uns auch nicht überraschen, wenn sich das KGV des S&P 500 weiter ausweitet und sich Richtung 18 bewegt. Nach unserem Modell würde der S&P 500 Ende 2015 dann bei 2500 notieren, was einer Performance von über 20% entsprechen würde.



Der Sektor Gesundheitswesen trug in diesem Jahr am meisten zur Gesamtrendite des S&P 500 bei, welche für das laufende Jahr 2014 bei 16,8% (siehe Tabelle 2) liegt. Solche Sektorendaten sollen mit Vorsicht betrachtet werden. Während der Sektor Gesundheitswesen im Jahre 2013 eine Rendite von 41,1% aufwies, hätten Sie schlecht abgeschnitten, wenn Sie in Edwards Lifesciences investiert hätten. Edwards Lifesciences wies eine negative Rendite von 27,1% auf. Im Gegensatz dazu wären Sie mit der Rendite von Celgene ganz zufrieden gewesen, wie unsere Kunden es waren, denn die Aktie stieg um 115,3%. Letztendlich kommt es auf die Auswahl des Einzeltitels an. Beachten Sie auch, dass der letztjährige Sektor mit der besten Performance – Zyklische Konsumgüter (+42,8%) – dieses Jahr der Schlechteste (+2,7%) ist. Manchmal bleiben Gewinner Gewinner (wie im Beispiel Gesundheitswesen) und manchmal werden Gewinner zu Verlierern (siehe Konsumgüter). Im Business kann sich die Lage schnell ändern. Unsere Strategie war es aber schon immer, uns auf diejenigen Unternehmen zu konzentrieren, die positive Entwicklungen im operativen Geschäft und in der Ertragskraft aufweisen und preiswert gehandelt werden. Wir diversifizieren auch angemessen und bauen Werte ein, die das Depot im Falle unvorhersehbarer Geschehnisse abfedern. Im Laufe der Jahre war dies eine erfolgreiche Strategie. Wir erwarten, dass es auch so bleibt.

SECTOR	TTL RTRN	TTL RTRN	ERN %CHG 14 VS 13	ERN %CHG 15 VS 14	P/E 2015	DIVIDEND YIELD
	% CHG YTD	% CHG 2013				
HEALTH CARE	16.8%	41.1%	13%	12%	16.2	1.5%
INFORMATION TECH	14.4%	28.2%	3%	10%	16.1	1.4%
UTILITIES	14.0%	13.1%	8%	3%	15.7	3.5%
MATERIALS	9.0%	25.2%	8%	19%	15.8	2.0%
FINANCIALS	7.9%	35.3%	-4%	16%	13.0	1.6%
ENERGY	7.3%	24.8%	8%	8%	13.6	2.1%
CONSUMER STAPLES	7.0%	25.8%	4%	9%	17.6	2.5%
TELECOMMUNICATION	4.6%	11.4%	30%	7%	13.1	4.8%
INDUSTRIALS	4.0%	40.2%	9%	11%	15.5	1.9%
CONSUMER DISCRETION	2.7%	42.8%	9%	17%	17.2	1.4%

Quelle: Thomson Baseline, data as of 16 September 2014

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.