

**H. Terrence Riley III, CFA**  
**26. September, 2017**

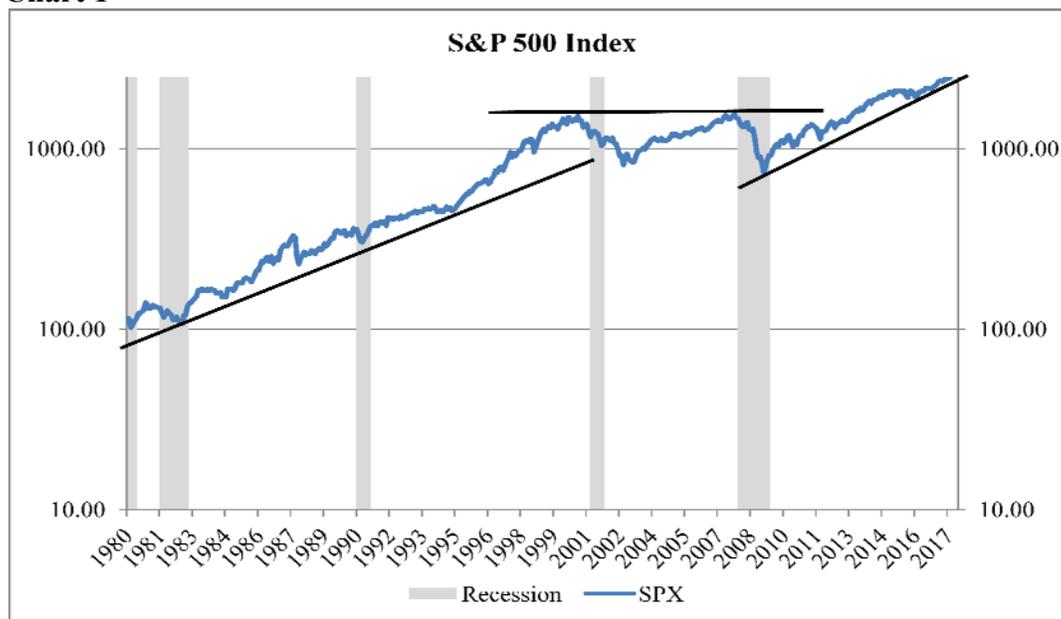
**Kontakt: Karin Müller-Paris**  
**+1(212) 326 9533 [kmm@fvc.us](mailto:kmm@fvc.us)**

### Zusammenfassung

Der wichtigste Faktor, den ein Aktienanleger berücksichtigen sollte, ist in Abbildung 1 unten zu sehen. Die wesentlichen Rückgänge bei den Aktienkursen treten bei Rezessionen auf. Die Anleger können daher zuversichtlich bleiben, da die meisten Daten, wie der Leitindex der Wirtschaftsindikatoren, die Form der Zinsstrukturkurve, die Höhe der Realzinsen und die Einkaufsmanagerindizes weiterhin auf eine wirtschaftliche Expansion hindeuten. Dazu kommt die niedrige Inflation. Obwohl sich einige Analysten über die anhaltend niedrige Inflation wundern, stellt diese kein Problem dar, sondern einen Vorteil. Anleihen und Aktien sind mehr wert, wenn die Inflation niedrig ist und die Zentralbank hat weniger Druck, die Zinsen aggressiv zu erhöhen.

Wir nähern uns dem vierten Quartal 2017 und es hat offensichtliche saisonale und auch geopolitische Risiken. Auch ist das Risiko einer bescheidenen (~ 5%) Korrektur im Aktienmarkt stets präsent; dieses liegt in seiner Natur. Aber die überwiegenden Fakten zeigen auch weiterhin darauf, dass der Bull-Markt, der im Jahr 2009 begann, intakt bleibt. Falls nun im September / Oktober eine Korrektur käme, so werden wir diese nutzen um Aktien zu kaufen. Solange die Fakten nicht darauf hindeuten, dass eine Rezession ansteht, empfehlen wir den Anlegern, Aktien auch durch turbulente Zeiten hindurch zu halten.

**Chart 1**



Source: FVCM, Wall Street Journal

## Was wesentliche Ereignisse in der Welt verursachen könnten

Es lohnt sich, einige historische Hinweise auf das Risiko eines "exogenen Schocks" aufzurufen. Schnell stellt man fest, dass diese nicht so bedeutsam sind, wie es unsere Phantasie suggeriert. An fast jedem Punkt der letzten Jahrzehnte gab es Zeiten des politischen Wandels und der Instabilität, Kriege und Kriegsdrohungen, Terrorismus und geopolitische Ereignisse, die auch Störungen in der Energieversorgung verursacht haben. Wie in der nachstehenden Tabelle gezeigt, hatten die meisten globalen Ereignisse dieser Art keine signifikanten oder langwierigen Auswirkungen auf die Aktienkurse.

Das wesentlichste der unten aufgeführten Ereignisse war das arabische Öl-Embargo von 1973. Es dauerte 6 Jahre um die Börsenverluste wieder aufzuholen. Wir weisen jedoch darauf hin, dass der Bärenmarkt der 1970er Jahre vor allem auf den starken Anstieg der Inflation zurückzuführen war, der durch eine übermäßig expansive Geldpolitik verursacht wurde, nachdem Präsident Richard Nixon die Konvertibilität des Dollars in Gold im Jahr 1971 beendete. Tatsächlich ist festzustellen, dass der anhaltende Anstieg der Ölpreise nicht auf das Öl-Embargo von 1973 zurückzuführen war, da in diesem Fall die Preise nach dem Ende des Embargos auf das alte Niveau zurückgefallen wären, sondern auf die Abwertung des Dollars. Das bringt uns zu unserem Hauptpunkt: Die primären Risiken für die Kapitalmärkte waren Inflation und Rezession und nicht Terrorismus oder Kriege.

**Table 1**

### S&P 500 responses to select acts of war and terrorism since WWII

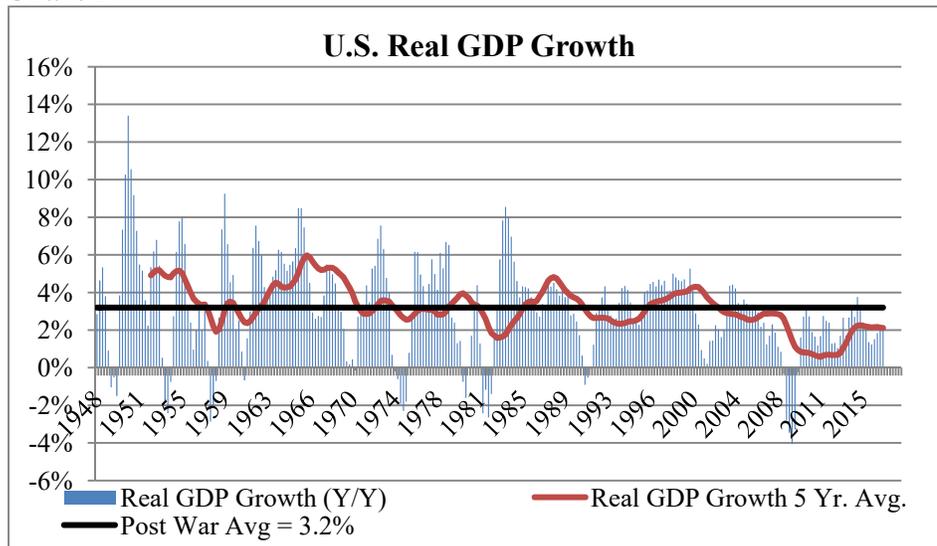
Events	Start date	# trading days to trough	% change to trough	# trading days back to even
<b>Acts of war</b>				
<b>U.S.</b>				
U-2 spy shot down; cover unwound	May 7, 1960	2	-0.6%	4
Bay of Pigs invasion	Apr 15, 1961	6	-3.0%	14
Cuban Missile Crisis	Oct 16, 1962	6	-6.3%	13
Gulf of Tonkin incident (Vietnam)	Aug 2, 1964	4	-2.2%	29
Tet Offensive (Vietnam)	Jan 29, 1968	25	-6.0%	46
Cambodian Campaign (Vietnam)	May 1, 1970	18	-14.9%	86
U.S. invades Grenada	Oct 25, 1983	11	-2.8%	15
Lead-up to U.S. Panama invasion	Dec 15, 1989	2	-2.2%	8
Lead-up to Gulf War: Desert Storm	Jan 1, 1991	6	-5.7%	13
U.S. spy plane captured in China	Apr 1, 2001	3	-4.9%	7
War in Afghanistan	Oct 7, 2001	1	-0.8%	3
Lead-up to Iraq War	Feb 5, 2003	24	-5.6%	28
<b>External</b>				
N. Korea invades S. Korea	Jun 25, 1950	15	-12.9%	56
Lead-up to Six-Day War (June 6)	May 14, 1967	15	-5.6%	20
Yom Kippur War / Arab oil embargo	Oct 6, 1973	42	-16.1%	6 years*
Soviet-Afghan War	Dec 24, 1979	7	-2.3%	10
Iraq invades Kuwait / oilfields seized	Aug 2, 1990	50	-15.9%	131
Average		14	-6.3%	30
<b>Terrorism</b>				
U.S. Embassy seized in Iran	Nov 4, 1979	3	-1.0%	6
U.S. Marines killed in Lebanon	Oct 23, 1983	12	-2.5%	15
Oklahoma City bombing	Apr 19, 1995	1	-0.1%	3
U.S. Embassy bombings in Africa	Aug 7, 1998	5	-2.5%	7
WTC, Pentagon, airplane attacks	Sep 11, 2001	5	-11.6%	19
Madrid train bombings	Mar 11, 2004	3	-1.7%	5
London Underground bombings	Jul 7, 2005		no S&P decline; FTSE -1.4%	
Paris Bataclan, restaurant attacks	Nov 13, 2015	1	-1.1%	2
Nice Bastille Day attacks	Jul 14, 2016	1	-0.1%	2
Average		4	-2.6%	7

Source: Royal Bank of Canada

## Was zählt wirklich?

Die von der Trump-Regierung befürworteten Reformen hätten sicherlich einen positiven Effekt auf das Wachstum in den USA, aber wir sind uns zunehmend unsicher, ob diese je Wirklichkeit werden. In den Jahrzehnten seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs lag das reale Wirtschaftswachstum in den USA bei durchschnittlich 3,2%, aber in den letzten Jahren nach der Finanzkrise lag das Wachstum nur bei 2,1% (siehe Grafik 2). Zu verstehen warum sich Produktivitätswachstum verlangsamt hat, ist Eins, etwas dagegen zu tun ist aber etwas Anderes.

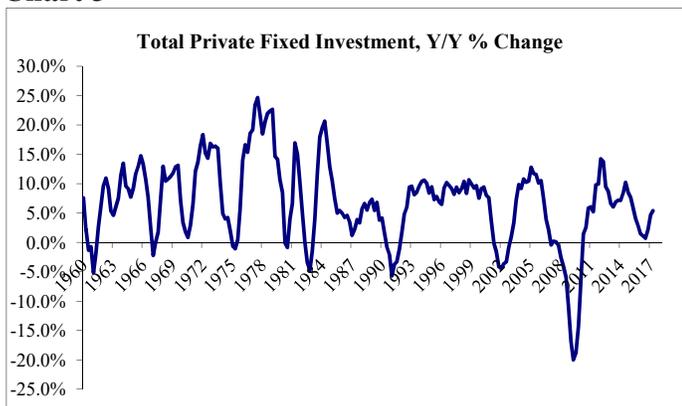
Chart 2



Source: Federal Reserve, FVCM

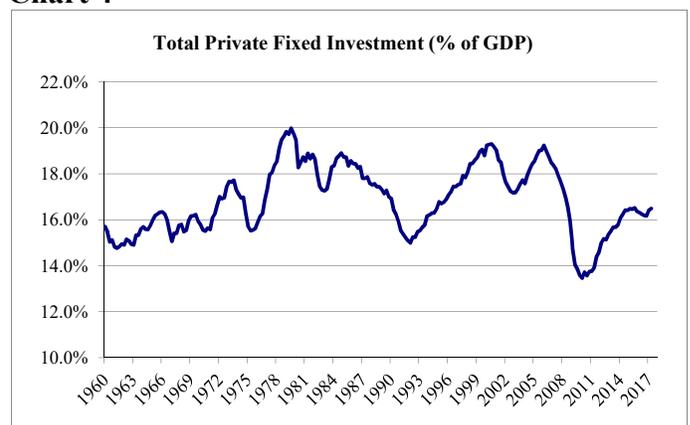
Das ungewöhnlich langsame Wachstum des BIP und der Produktivität hängt mit einem gedrückten Niveau der Investitionsausgaben im Privatsektor seit der Finanzkrise zusammen (siehe Grafik 3 und 4). In den vergangenen 10 Jahren lagen die Investitionen im Durchschnitt nur bei 15,5% des BIP, verglichen mit 17,1% in der Zeit seit 1960. Die Investitionen in den USA waren zum großen Teil durch den hohen Körperschaftsteuersatz (dieser liegt bei ca. 40% inklusive Staatssteuern) gebremst. Die Körperschaftssteuern im Rest der industrialisierten Welt wurden stark reduziert. U.S.-Unternehmen nutzten dies und haben sich z.T. neu im Ausland durch Fusionen inkorporiert, bekannt als Inversionen, da U.S.-Konzern keine Steuern auf die im Ausland generierten Gewinne zahlen müssen, solange diese nicht in die USA zurückgebracht werden. Die sehr rasche Zunahme der staatlichen Regulierungen seit der Finanzkrise wurde aber auch für den Mangel an Investitionen und dem einhergehenden Produktivitätswachstum verantwortlich gemacht.

Chart 3



Source: Federal Reserve, FVCM

Chart 4



Source: Federal Reserve, FVCM

**Obwohl die negativen Auswirkungen des U.S.-amerikanischen Steuersystems weithin anerkannt sind, liegen die Chancen einer Steuerreform in diesem Jahr im besten Fall bei 50/50.** Komplizierte Gesetzgebungen wie Gesundheitsreform oder Steuerreform schaffen immer Vorteile für einige und Kosten für andere. Politiker im Kongress dazu zu bewegen Kompromisse zu schließen und für Gesetze zu stimmen, die weniger als ideal aus jeder ihrer individuellen Perspektiven sind, erfordert eine Fähigkeit, die Donald Trump offensichtlich fehlt. Trotz der Tatsache, dass die Republikaner die Mehrheiten sowohl im Repräsentantenhaus als auch im Senat haben, und dass fast alle Republikaner die "Aufhebung und Ersetzung" von Obamacare unterstützen, konnten sie diese Gesetzesänderung nicht verabschieden - zumindest bisher noch nicht. Die Gewinner und Verlierer der Steuerreform liegen noch weiter auseinander. Im Tausch gegen niedrigere Steuersätze kommt wahrscheinlich ein Verlust von Abschreibungen und die Streichung von Vehikeln zur Steuervermeidung (Schlupflöcher, wie manche sie nennen würden). Über das Eine wie auch das Andere wären manche Politiker nicht erfreut. Typischerweise ist es der Präsident, der die Leute im Kongress überzeugen kann die Dinge aufzugeben, die sie bevorzugen, um ein Gemeinwohl zu erreichen. Leider scheint es, dass Trump selbst bei den Mitgliedern der eigenen Partei recht unbeliebt ist, und es ist daher nicht sicher, ob er die Partei in diesem Punkt zusammenbringen kann. Gleiches gilt für ein Infrastrukturprogramm.

**Selbst wenn die Republikaner keine Steuerreform und andere Wachstumsinitiativen umsetzen sollten sich die Aktien auch weiterhin gut entwickeln.** Wenn es den Republikanern gelingt, Wachstumsinitiativen wie Gesundheits- und Steuerreform und ein vernünftiges Programm zur Steigerung der Infrastrukturausgaben in den USA umzusetzen, dürften die privaten Investitionsausgaben zunehmen. Dann sollte auch die Nachfrage nach Arbeitskräften steigen und mehr Menschen in die Arbeitswelt hineingezogen werden, da die Löhne steigen. Das reale Wachstum könnte den historischen Durchschnitt von mehr als 3% pro Jahr wieder erreichen. Ohne diese Gesetzesänderungen dürfte das Wachstum auf dem derzeitigen Niveau von etwas mehr als 2% pro Jahr verharren. Dennoch reicht auch das Status-quo-Wachstum von 2% aus, um die Unternehmensrentabilität und die Aktienkurse in einem Aufwärtskanal zu halten. Aus unserer Perspektive dreht es sich hier nicht um die Frage Wachstums vs. Rezession; es geht nur darum, ob die Wachstumsrate bei 2% oder 3% liegen wird.

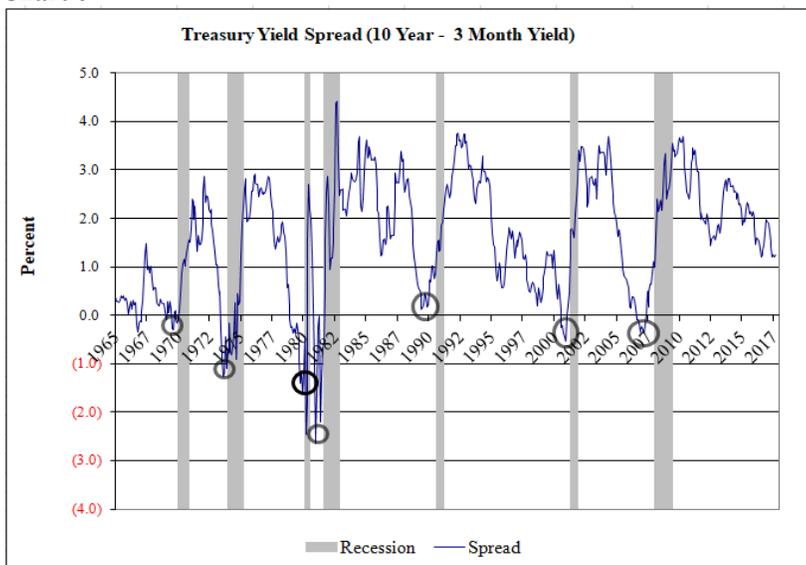
Wie bereits erwähnt, gibt es viele Indikatoren, die bei der Vorhersage einer Rezession hilfreich sind. Nachfolgend zeigen wir ein paar der Faktoren auf, die wir beobachten und die uns zuversichtlich stimmen, dass die Wirtschaft noch nicht kränkelt (d.h. Rezession ansteht).

In der Vergangenheit lag der Beginn einer Rezession mehr als ein Jahr nachdem der führende Wirtschaftsindex (LEI) seinen Höchststand erreichte. Dieser Index stieg im August um 0,4% und zeigt keine Anzeichen von Müdigkeit. Dies deutet darauf hin, dass sich die nächste Rezession frühestens im Jahr 2019 ansteht.



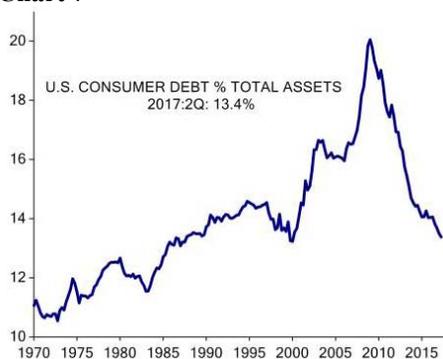
Die Form der Zinsstrukturkurve, die durch die Subtraktion der 3-monatigen Treasury-Bill-Rendite von der 10-jährigen Treasury-Bond-Rendite (Grafik 6) gemessen werden kann, war einer der zuverlässigsten Indikatoren von Rezessionen. Fällt der Unterschied unter 1%, so werden wir achtsamer. Geht er gegen Null, wissen wir, dass es ein Problem gibt. Weder noch ist zurzeit der Fall.

Chart 6



Source: Federal Reserve, FVCM

Chart 7



Source: Evercore ISI

Die U.S.-Wirtschaft konnte in den letzten Jahren mit einer Rate um die 2% wachsen. Gleichzeitig haben die Konsumenten ihre Schulden reduziert. Die Verschuldung der U.S. Konsumenten (Grafik 7) ist in Prozent des Vermögens und des verfügbaren persönlichen Haushaltseinkommens (Grafik 8), welches die Höhe des Einkommens nach Bezahlung der Steuern darstellt, gefallen. Wir können ein gewisses Maß an Vertrauen in die Nachhaltigkeit der aktuellen Expansion haben, da es ohne einen relativen Anstieg der Schulden erreicht wurde.

Chart 8



Source: Evercore ISI

**Diese Unsicherheit im Zusammenhang mit der Steuer-, Gesundheits- und Infrastrukturgesetzgebung wird die fortlaufende Struktur der Marktgewinne gestalten.** Zum Beispiel ist der S&P 500 Growth Index in den vergangenen zehn Jahren um 108% gestiegen, während der S&P 500 Value Index nur um 31% gestiegen ist. Diese Ungleichheit ist ungewöhnlich.

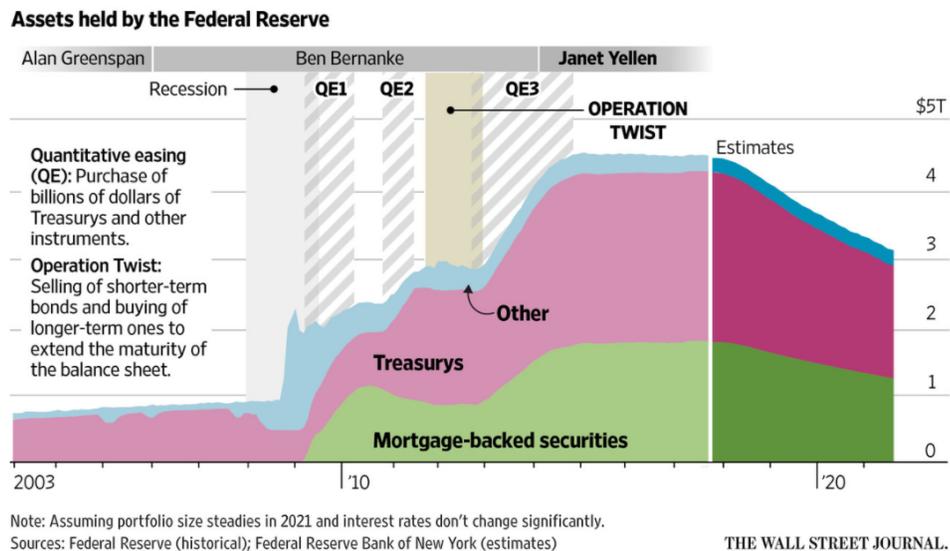
Rückblickend bis mindestens in die 1930er Jahre, in denen "Securities Analysis" von Graham und Dodd veröffentlicht wurde, ist es ein von Researchern empirisch getesteter Fakt, dass langfristig gesehen Value-Aktien eine bessere Rendite liefern als Wachstumsaktien, da letztere hohe Bewertungen aufweisen und damit auch eine Neigung den Anleger zu enttäuschen. In den vergangenen Jahren waren die Anleger jedoch bereit, immer höhere Prämien für Aktien zu zahlen, die in der Lage sind wider aller Schwierigkeiten des gesamtwirtschaftlichen Wachstums gut zu wachsen. Mit anderen Worten, als sich das Wirtschaftswachstum von einer durchschnittlichen Rate von 3% auf eine Rate von 2% verlangsamte, hat sich der relative Wert des Wachstums erhöht.

**Ohne die Verabschiedung neuer Wachstumsinitiativen durch die Republikaner wird erwartet, dass das Wachstum um die 2% bleibt und der Wind weiterhin im Rücken der Wachstumsaktien sein wird. Aber man sollte auf der Hut sein vor der Alternative sein.** So viele Investoren haben in großkapitalisierte Wachstumsaktien investiert, dass deren Bewertungen auf ein bemerkenswert extremes Niveau geklettert sind. Zum Beispiel hat Facebook ein KGV von 40, trotz der Tatsache, dass das Unternehmen eine Marktkapitalisierung von 500 Milliarden Dollar hat. Netflix's KGV von 230 und Amazon's KGV von 250 sind stratosphärisch und erinnern an die extremen Ausmaße einiger Technologie-Aktien in der 1999/2000 Internet-Blase. Wenn die Republikaner es schaffen, insbesondere die Steuerreform zu verabschieden, gibt es wahrscheinlich eine Rotation in Value-Aktien, welche seit Jahren vernachlässigt wurden. Wenn der Beliebtheitswettbewerb wieder in Richtung Value-Aktien dreht, könnten große Wachstumsaktien sehr stark korrigieren. ETFs auf Indexfonds wie der SPX oder IVV, die den S&P 500 abbilden, würden stark in Mitleidenschaft gezogen, da der S&P 500 ein kapitalisierungsgewichteter Index ist und deswegen überproportional von den Rückgängen dieser riesigen Wachstumsfirmen beeinflusst wird.

## Geldpolitik und der Dollar

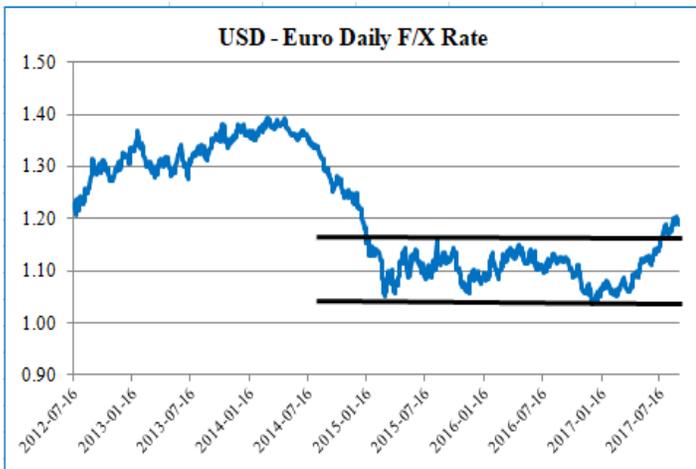
**Wie bereits erwähnt, blinken die Indikatoren immer noch grün und die Zeichen einer Rezession sind noch nicht am Horizont zu sehen. Allerdings könnte die Federal Reserve die Party verderben.** Nach der großen Rezession von 2008/9 kaufte die Fed in großen Mengen U.S. Treasury Anleihen, hypothekenbesicherte Wertpapiere und sonstige Assets („Quantitative Easing (QE)“). Die Fed konnte mit QE dem Finanzsystem Liquidität verschaffen, indem sie effektiv Schuldverschreibungen für Geld oder kurzfristige liquide Mittel in Form von Bankreserven tauschte. Mit Blick auf die derzeitige wirtschaftliche Erholung, die jetzt 8 Jahre alt ist und Nachhaltigkeit zeigt, hat die Fed angekündigt QE effektiv umzukehren, indem die Erlöse von endfälligen Wertpapieren nicht mehr reinvestiert werden. Das Ganze soll schrittweise erfolgen (siehe Abbildung 9), dennoch stellt es in Verbindung mit Plänen zur Erhöhung des Leitzinssatzes ein Risiko für das Wachstum in den kommenden Jahren dar. Die kumulative Wirkung könnte aber trotzdem nicht stark genug sein, um in den nächsten Jahren eine Rezession zu verursachen.

Chart 9



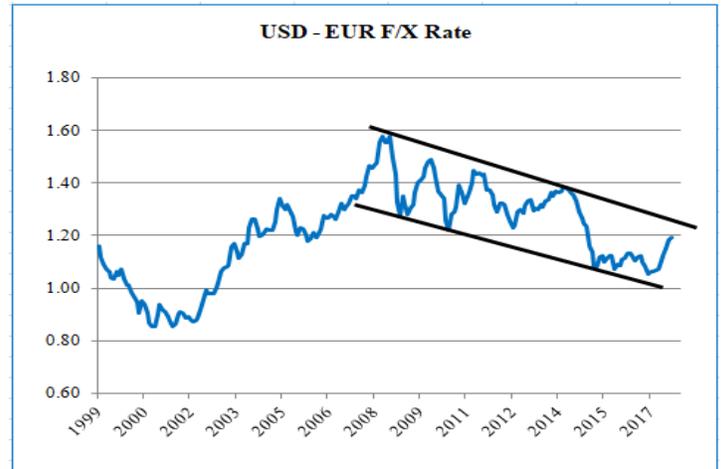
**Der Euro sieht nicht so aus, als hätte er von hier aus noch viel Aufwärtspotential.** Der Euro handelte vor seinem letzten Schub auf 1,20 in einer Bandbreite zwischen 1,05 und 1,15. Der Ausbruch aus der Tradingrange erfolgte nachdem Mario Draghi begann, einige Hinweise darauf zu geben, dass sich QE in der Eurozone in der Endphase befindet (siehe Grafik 10). Obwohl der Euro aus der zweijährigen Handelsspanne ausbrach, ist er immer noch in einem Abwärtskanal, welcher mit der Großen Rezession begann. Die Anleger müssen sich fragen, ob in dieser Zeit der expansiven Geldpolitik der EZB die Verwerfungen im italienischen Bankensystem, sowie die Schulden und andere Probleme in Portugal, Spanien und sogar Frankreich bereinigt wurden. Wenn nicht, kann es eine begründete Frage sein, ob der Euro wirklich stärker werden kann, wenn die EZB QE beendet, oder ob diese alten Probleme dann wieder auftauchen. Aus technischer Sicht sehen wir die Oberseite für den Euro bei ungefähr \$1,25. Die Unterseite liegt wahrscheinlich unterhalb des alten Bodens von \$1,05.

Chart 10



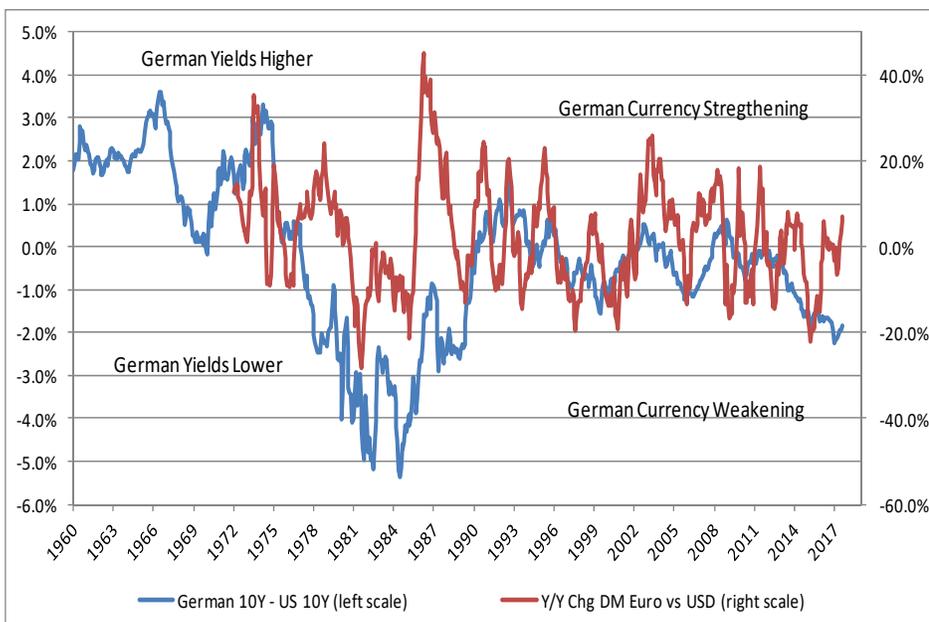
Source: Federal Reserve, FVCM

Chart 11



Source: Federal Reserve, FVCM

Chart 12



Source: Federal Reserve, FVCM

Ein weiterer Grund, warum wir etwas skeptisch gegenüber der jüngsten Euro-Rallye sind, ist das Diagramm links. Es gibt eine offensichtliche Korrelation zwischen der Differenz der 10-jährigen Bund- und der 10-jährigen U.S. Treasury-Rendite. Bitte beachten Sie, dass die jüngste Rallye im Euro (die rote Linie) mit wenig oder gar keiner Veränderung in der Differenz zwischen Bund und UST auftrat. Es scheint, dass der F/X-Markt bereits diskontiert, dass sich der Spread zu verengen beginnt, sobald die EZB QE zurück fährt. Jegliche Hinweise auf das Gegenteil wäre eine Enttäuschung.

## Zusammenfassung

Aktienanleger sollten investiert bleiben und Rückschläge nutzen, um Positionen hinzuzufügen. Die geopolitischen Ereignisse, die die Zeitungsschlagzeilen füllen, sollten sich nicht nachhaltig auf die Aktienbewertungen auswirken. Was aber den Markt beeinflussen könnte – eine Rezession oder Inflation, sind noch nicht am Horizont zu sehen. Die größte unbekannt Variable ist, ob die jetzige Regierung und die Republikaner im Kongress Gesetzgebungen verabschieden können, die Geschäftsinvestitionen und reales Wirtschaftswachstum anregen. Falls sie damit scheitern, bleiben Wachstumsaktien attraktiv, da die Konjunktur dann mit einem Wachstum um die 2% vor sich hin trotten wird. Sollten jedoch Wirtschaftsreformen verabschiedet werden, denken wir, das reale Wachstum könnte sich auf 3% beschleunigen. In diesem Fall würde das Interesse der Anleger wahrscheinlich weg von den riesigen Wachstumsunternehmen und ETFs und hin zu Value-Aktien schwenken.

---

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.