

H. Terrence Riley III, CFA
14. Januar 2021

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

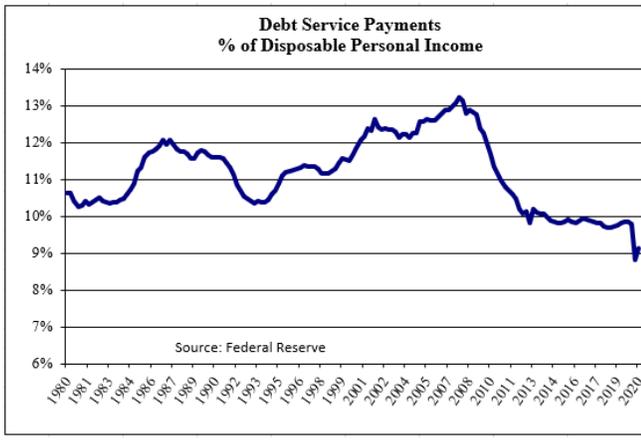
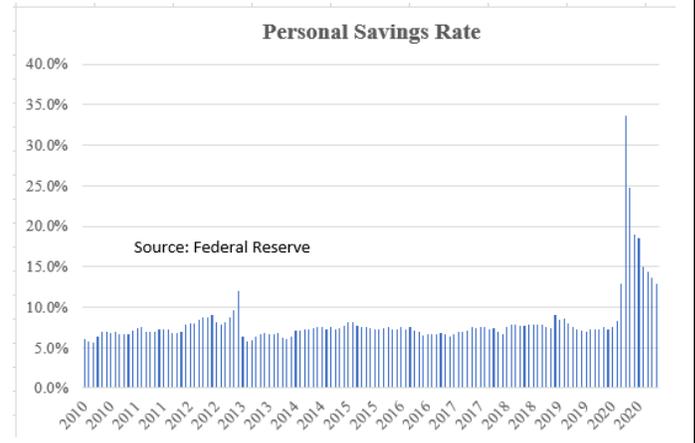
Zusammenfassung:

- Aufgrund der knappen Mehrheit im U.S.-Kongress wird von der Biden Administration ein gemäßigter Regierungsstil erwartet.
- Die Voraussetzungen für ein außergewöhnlich starkes Wirtschaftswachstum sind geschaffen. Die Wirtschaft erholt sich von einer Rezession, die durch die Corona-Krise ausgelöst wurde, und zusätzlich sehen wir noch nie dagewesene monetäre Konditionen. Wir erwarten einen Boom.
- Die Unternehmensgewinne sollten steigen und 2021 neue Höchstwerte erreichen.
- Der Druck zu höheren Anleiherenditen bleibt bestehen und wir sehen eine Rendite von 1.5% für 10-jährige U.S. Staatsanleihen in absehbarer Zeit als realistisch an.
- Die EURO Rallye verliert an Momentum.
- Unsere größte Sorge ist, dass der FED Wunsch „höhere Inflation“ in Erfüllung geht. Obwohl dies derzeit noch kein Problem darstellt, könnte das doch ab 2023 höhere Inflationszahlen bedeuten. Dies würden die Aktienbewertungen beeinträchtigen.

Der Biden Boom kommt

Während die Wahl den Demokraten die Kontrolle über den Kongress und die Präsidentschaft verschafft hat, bleiben die Mehrheitsverhältnisse in der Regierung sehr knapp und die Gemäßigten („Moderates“) werden die Richtung der Gesetzgebung bestimmen. Das vielleicht überraschendste Ergebnis der Wahlen war nicht, dass Joe Biden Präsident geworden ist, sondern dass die Republikaner 10 Sitze im Repräsentantenhaus gewonnen haben. Dieses wird nun mit nur 222 zu 211 Sitzen von den Demokraten kontrolliert. Darüber hinaus ist der Senat mit 50/50 gespalten. Die Demokraten sind in der Verantwortung, dank der bei Stimmengleichheit entscheidenden Stimme der Vizepräsidentin. Die Politiker schauen allerdings bereits auf die Wahlen im November 2022. „Mid-Term-Elections“ sind für die amtierende Partei selten von Vorteil. Die im Jahr 2022 anstehende Wahl wird gemäßigte Mitglieder der Demokratischen Partei davon abhalten, bestimmten Gesetzesvorlagen zuzustimmen (wie Washington DC und Puerto Rico als neue Staaten anzuerkennen), oder überzogenen Steuergesetzesänderungen zuzustimmen. Eine moderate Politik ist aus Marktsicht attraktiv.

Während die Regierung der USA ihre Schuldenlast erhöht hat, steckten die privaten U.S. Haushalte die meiste Zeit des Jahres Zuhause fest und haben Geld gespart. Diese aufgestaute Nachfrage ist wie eine Spiralfeder, die nur darauf wartet, dass die Corona Impfstoffe freigesetzt werden. Zwar ist die Arbeitslosenquote im vergangenen April auf 14.8% gestiegen, bevor sie auf das aktuelle Niveau von 6.7% gesunken ist, aber das verfügbare Einkommen der Haushalte hat sich in dieser Zeit gut behaupten können. Die meisten Arbeitsplatzverluste waren Niedriglohnjobs in Restaurants und im Einzelhandel, während höher bezahlte Jobs größtenteils nicht betroffen waren, weil die Menschen von zu Hause aus mit Computern, VoIP-Kommunikation und anderer Technologie arbeiten konnten. Die Produktionsstätten waren auch weiterhin in Betrieb. Darüber hinaus erhielten diejenigen Arbeitnehmer, die ihren Arbeitsplatz verloren hatten, ein erweitertes Arbeitslosengeld, welches in den meisten Fällen deren regulären Lohn überstieg. Die Regierung leistete zudem direkte Zahlungen in Form von Schecks an Personen, die weniger als 75.000 USD pro Jahr verdienen.

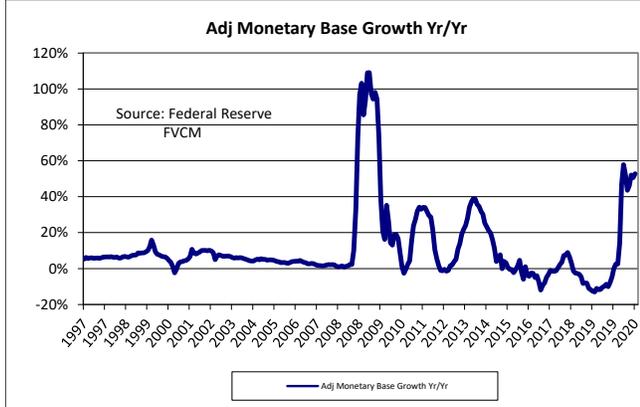
Chart 1**Chart 2**

U.S. Haushalte haben Schulden abgebaut und Einkommen angespart. Wie in den nachstehenden Diagrammen dargestellt, ist der Betrag, der für den Schuldendienst aufgewendet werden muss, dank der Kombination aus Schuldenabbau und niedrigen Zinsen auf etwa 9% des verfügbaren Einkommens gesunken. Darüber hinaus stieg die Sparquote im vergangenen April auf 33,7%, als 2.000 USD pro Person „Stimulus-Checks“ verschickt wurden. Die fortlaufende Unterstützung durch den Staat hat die Sparquote hochgehalten, da Familien einen Großteil der Unterstützungszahlungen gespart haben, während sie zuhause waren. Die Sparquote lag in den letzten Monaten im Durchschnitt bei fast 14%, und ein weiterer Sprung wird durch die neuerlichen staatlichen Zahlungen, die seit dem 30. Dezember ausgereicht werden, (diesmal 600 USD) kommen.

Die Verbesserung der Verschuldungsquote der privaten Haushalte wurde durch das QE (Quantitative Easing) Programm, mit dem Helikoptergeld geschaffen wurde, ermöglicht. Die Fed hat monatlich Wertpapiere im Wert von rund 120 Milliarden U.S.-Dollar gekauft: U.S.-Staatsanleihen im Wert von 80 Milliarden U.S.-Dollar und hypothekengesicherte Wertpapiere im Wert von 40 Milliarden U.S.-Dollar. Wie in früheren Perioden der sogenannten quantitativen Lockerung (QE) ist die Geldmenge, welche hauptsächlich aus Bankeneinlagen bei der U.S.-Notenbank besteht, deutlich gestiegen (siehe Abbildung 3). Diesmal gibt es jedoch einen signifikanten Unterschied. Während der QE-Operationen nach der Finanzkrise von 2008 kaufte die FED hauptsächlich U.S.-Staatsanleihen von den Banken, die im Gegenzug eine FED-Einlage (Reserven) erhielten. Tatsächlich tauschte die FED lediglich U.S.-Staatsanleihen gegen Sichteinlagen der Banken. Diese Operationen hatten nur geringe Auswirkungen auf „Private Sichteinlagen“, welche die Bevölkerung bei Banken unterhielt. Dieses Mal verkauft jedoch das U.S.-Finanzministerium (U.S. Treasury) und nicht die Banken effektiv Wertpapiere an die FED und sendet dann Schecks an Einzelpersonen. Dies hat zu einem starken Anstieg der privaten Einlagen bei Banken geführt. Die Geldmenge M2 stieg Ende November gegenüber dem Vorjahr um rund 25% (siehe Abbildung 4). In jeder Hinsicht stellt die U.S.-Regierung das zur Verfügung, was Milton Friedman als "Hubschraubergeld" bezeichnete.

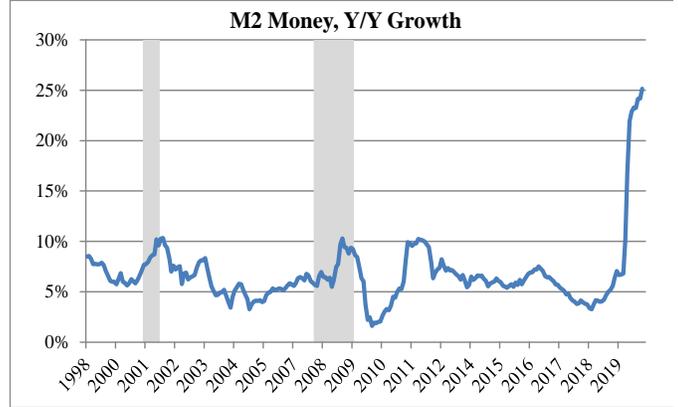
Aus wirtschaftlicher und kapitalmarktpolitischer Sicht sind die aktuellen Bedingungen nahezu ideal. Aber Vorsicht, es gibt nur wenige Dinge, die für die Wirtschaft gefährlicher und zerstörerischer sind als die Inflation. Ein Merkmal der Inflation ist jedoch, dass es schwierig ist, sie zu stoppen, sobald sie erst einmal greift, aber ebenso schwierig ist es diese nach langen Perioden relativer Stabilität in Gang zu bringen. Die Inflation ist ein hinterherhinkendes Phänomen, das auf zwei bis drei Jahre nominaler Ausgaben folgt. Daher sollte die Inflation vorerst niedrig bleiben, auch wenn sich die Ausgaben beschleunigen. Glückliche Zeiten können kommen und wir sollten einen potenziellen Schaden zumindest für ein paar Jahre nicht sehen. Und sollte die Öffentlichkeit beschließen auch zukünftig Bargeld zu horten, anstatt es auszugeben, wird es möglicherweise nie zu einem wesentlichen Anstieg der Inflation kommen. Der entscheidende Faktor für die kommenden Quartale werden die nominalen Ausgaben sein.

Chart 3



Source: Federal Reserve

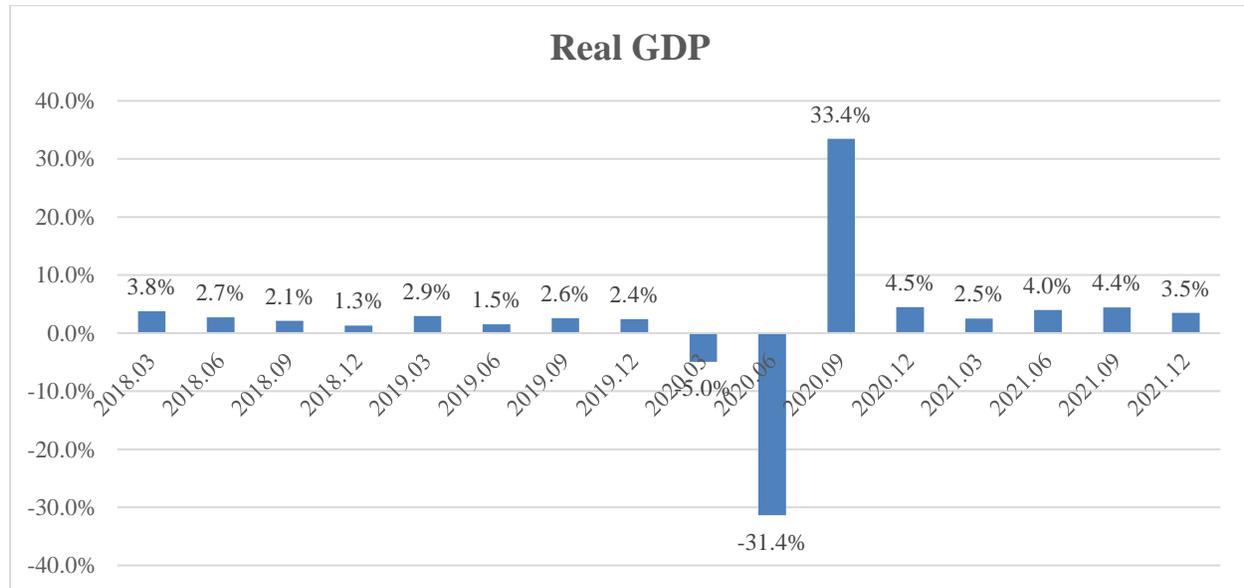
Chart 4



Source: Federal Reserve

Nach der extremen Volatilität des zweiten und dritten Quartals die wir aufgrund von Corona hatten, besteht Konsens darüber, dass sich das reale BIP-Wachstum im Jahr 2021 auf etwa 4% einpendeln wird (siehe Abbildung 5 unten). Wir halten diese Schätzungen jedoch für zu niedrig. Für Ökonomen ist es schwierig, extreme Ereignisse wie den Rückgang der Ausgaben aufgrund von Corona und die anschließende Erholung zu modellieren. Wir haben in der Vergangenheit gesehen, dass die Modelle bei extremen Ereignissen sowohl die Tiefs als auch die Hochs unterschätzen. Dies ist jedoch nur unsere Vermutung, die auf unserer langjährigen Beobachtung basiert. Wir vermuten, dass das reale BIP-Wachstum die Schätzungen für 2021 (siehe folgenden Grafik) deutlich übertreffen wird. Wie wir bereits angemerkt haben, gibt es eine beträchtliche Kaufkraft und aufgestaute Nachfrage, die nur drauf wartet, dass durch die Verbreitung der Impfstoffe normale Geschäftstätigkeit wieder sicher ist.

Chart 5



Source: Factset

Es wurde viel darüber gesprochen, dass die Aktienkurse auf Rekordniveaus sind, während eine Pandemie tobt, als ob sich die beiden widersprechen. Die Aktienmärkte orientieren sich jedoch immer nach der Zukunft und es zeichnen sich deutlich Rekordergebnisse ab. In Tabelle 1 haben wir über 30 Jahre Umsatz- und Ertragsdaten für den S&P 500 aufgeführt. Im Laufe der Jahre gab es Perioden des Rückgangs, aber man sieht ganz deutlich, dass der langfristige Trend konstant nach oben gerichtet ist. Der Kauf von Aktien und die Reduzierung von Bargeld, wie wir es während der Pandemie getan haben, beruhten auf dem Wissen, dass schlechte Zeiten niemals von Dauer sind. Es ist wichtig, die schlechten Zeiten zu nutzen, wenn man kann. Wenn Menschen Angst vor der Dunkelheit haben, ist es gut zu wissen, dass es immer wieder einen Sonnenaufgang geben wird. Für das gesamte Jahr 2020 schätzen wir, dass der Umsatz des S&P 500 um 4% und das operative Ergebnis gegenüber 2019 um 22% sinken werden. Die konservativen GAAP- Gewinne dürften 2020 um 32% zurückgegangen sein. Gute Analysten wissen seit langem, dass der beste Zeitpunkt für den Kauf guter zyklischer Aktien (z.B. stabile große Firmen, die etwas produzieren), in einer Rezession liegt, auch wenn dann die Gewinne tief sind und das KGV dementsprechend sehr hoch ist. Das gleiche Prinzip gilt aktuell aber für den gesamten Markt. Da die Wirtschaft in den kommenden Quartalen, wie bereits erwähnt, voraussichtlich stark wachsen wird, ist ein starkes Wachstum von Umsatz und Ergebnis der meisten Unternehmen absehbar.

Neben der starken Erholung des Wirtschaftswachstums werden Umsatz und Ergebnis der U.S.- Unternehmen durch den jüngsten Rückgang des US-Dollars erheblich gesteigert. Unser Regressionsmodell zeigt, dass der Rückgang des handelsgewichteten Wertes des Dollars um 6% allein im vergangenen Jahr etwa 2,5% zum Umsatzwachstum und noch mehr zum Ergebnis beitragen wird. Wir glauben, dass die Schwächephase des Dollars zu Ende geht. Selbst wenn die U.S.-Dollar Entwicklung ab jetzt nur seitwärts verläuft, wird sich die schwächere Währung im Verlauf des Jahres 2021 nach wie vor positiv auswirken. Wir gehen davon aus, dass der Umsatz des S&P 500 im Jahr 2021 um 10% steigen wird, während das Betriebsergebnis und die GAAP-Ergebnisse um 34% bzw. 45% steigen werden.

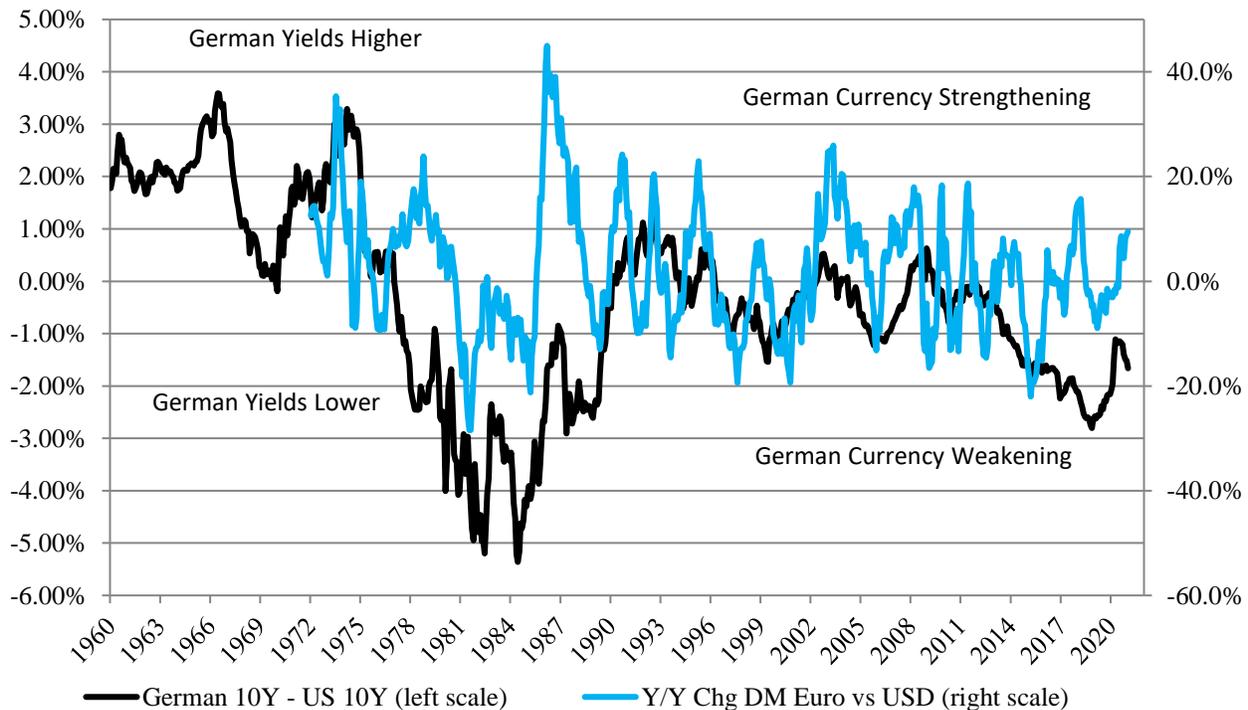
	S&P 500					
	Revenue	Operating Earnings	Special Items	GAAP Earnings	Oper Margin	Net Margin
1988	408.19	24.12	0.37	23.75	5.9%	5.8%
1989	461.15	24.32	1.45	22.87	5.3%	5.0%
1990	509.08	22.65	1.31	21.34	4.4%	4.2%
1991	512.57	19.30	3.33	15.97	3.8%	3.1%
1992	523.64	20.87	1.78	19.09	4.0%	3.6%
1993	527.22	26.90	5.01	21.89	5.1%	4.2%
1994	552.06	31.75	1.15	30.60	5.8%	5.5%
1995	598.41	37.70	3.74	33.96	6.3%	5.7%
1996	614.43	40.63	1.90	38.73	6.6%	6.3%
1997	640.40	44.01	4.29	39.72	6.9%	6.2%
1998	634.51	44.27	6.56	37.71	7.0%	5.9%
1999	663.21	51.68	3.51	48.17	7.8%	7.3%
2000	745.70	56.13	6.13	50.00	7.5%	6.7%
2001	736.88	38.85	14.16	24.69	5.3%	3.4%
2002	674.59	46.04	18.45	27.59	6.8%	4.1%
2003	710.81	54.69	5.95	48.74	7.7%	6.9%
2004	788.17	67.68	9.13	58.55	8.6%	7.4%
2005	874.32	76.45	6.52	69.93	8.7%	8.0%
2006	952.51	87.72	6.21	81.51	9.2%	8.6%
2007	1,025.08	82.54	16.36	66.18	8.1%	6.5%
2008	1,042.46	49.51	34.63	14.88	4.7%	1.4%
2009	908.40	56.86	5.89	50.97	6.3%	5.6%
2010	962.71	83.77	6.42	77.35	8.7%	8.0%
2011	1,052.83	96.44	9.49	86.95	9.2%	8.3%
2012	1,092.37	96.82	10.31	86.51	8.9%	7.9%
2013	1,116.81	107.30	7.10	100.20	9.6%	9.0%
2014	1,163.32	113.01	10.70	102.31	9.7%	8.8%
2015	1,127.13	100.45	13.92	86.53	8.9%	7.7%
2016	1,150.68	106.26	11.71	94.55	9.2%	8.2%
2017	1,231.57	124.51	14.63	109.88	10.1%	8.9%
2018	1,343.01	151.60	19.21	132.39	11.3%	9.9%
2019	1,415.01	157.12	17.65	139.47	11.1%	9.9%
2020(e)	1,357.14	123.08	27.79	95.29	9.1%	7.0%
2021(e)	1,494.10	164.80	26.52	138.28	11.0%	9.3%

Source: S&P Global, FVCM

Seit der Wahl im November ist die Rendite der 10-jährigen U.S.-Staatsanleihe ziemlich stark von etwa 0,80% auf 1,10% gestiegen. Gleichzeitig ist die Währungsrallye ins Stocken geraten. Die in der U.S.-Wirtschaftspresse vorherrschende Meinung ist es, dass der Anstieg der Renditen eine höhere Wahrscheinlichkeit widerspiegelt, dass eine Biden-Regierung noch mehr „Impulse“ liefern wird. Dies ist sicherlich möglich, aber die Märkte spiegeln auch die einfache Beseitigung der Unsicherheit wider, sowie die Erleichterung, dass die neue Regierung wahrscheinlich keine extremen Gesetzesänderungen verabschiedet wird. Alle Augen sind jetzt auf den „Biden Boom“ gerichtet, der sich am Horizont abzeichnet. Daher glauben wir, dass die Renditen der 10-jährigen U.S.-Staatsanleihen mindestens das zuletzt im Februar 2020 gehaltene Niveau von 1,5% erreichen werden, gegebenenfalls sogar noch darüber hinaus gehen. Noch 2018 lag die 10-Jahres-Rendite bei 3,0%, daher ist das keine Utopie.

Nichts geschieht in einem Vakuum, und wir erwarten, dass sich auch die europäische Wirtschaft erholt, aber im Moment scheint ein Anstieg der europäischen Renditen hinter dem Anstieg in den USA zurückzubleiben. Dies wird den Euro unter Druck setzen. Wie wir in der Vergangenheit betont haben, sind die Wechselkurse eher von massiven globalen Kapitalströmen als vom viel kleineren Warenhandel beeinflusst. Wie in Abbildung 6 dargestellt, hat sich die schwarze Linie nach unten gedreht, was darauf hinweist, dass sich der Spread zwischen der Rendite der 10-jährigen U.S.-Staatsanleihen und der 10-jährigen Deutschen Bundesanleihen vergrößert hat. Die höheren relativen Renditen sind ein Signal dafür, dass Kapital stärker in die USA fließen wird. Im Gegensatz dazu ist die Veränderung des Euro auf Jahresbasis (blaue Linie) immer noch im Aufwärtstrend. Dies deutet darauf hin, dass die jüngste Aufwertung des Euro allmählich nachlässt. Aus technischer Sicht trifft der Euro auch auf einige wichtige Abwärtstrendlinien, die mehr als zehn Jahre zurückreichen.

Chart 6



Source: Federal Reserve, FVCM

Die derzeitige Politik des Helikoptergeldes und massiver Staatsausgaben oder Modern Monetary Theory (MMT), wie manche es nennen möchten, ist ein beispielloses Experiment und ein Hauptrisikofaktor. Für einen langjährigen Monetaristen ist ein derart starker ad hoc Anstieg der Geldmenge beunruhigend. Infolge des Mindestreservesystems sowie anderer privater Märkte hat die globale Verschuldung in den letzten 70 Jahren jedoch säkular zugenommen. Die Verschuldung ist zu einer permanenten Belastung der laufenden Ausgaben geworden. Es gibt einige interessante Argumente dafür, dass Geld, das eine Schuld des emittierenden Staates ist, im Vergleich zu „verzinslichen“ allgemeinen Schulden knapp geworden ist. Ohne dies zu sagen, scheinen die „Währungssteuerer“ entschieden zu haben, dass sie aggressiv Liquidität bereitstellen müssen, um eine Abwärtsspirale der Ausgaben, die aufgrund von Schulden entstand, zu verhindern. Wenn die Theorien falsch sind und die Leute nun anfangen, Geld im Übermaß auszugeben, können wir innerhalb weniger Jahre eine unerwünschte Inflation bekommen. Dies ist das Risiko, wenngleich auch ein in der Zukunft liegendes Problem, das uns am meisten beschäftigt. Umgekehrt, wenn die Befürworter der aktuellen Politik Recht behalten, haben sie eine deflationäre Kontraktion vermieden.

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.