

H. Terrence Riley III, CFA
13. Juni, 2015

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

Zusammenfassung/Fazit

- Aufgrund des säkularen Schuldenzyklus sollten Zinssätze und das Wirtschaftswachstum noch mehrere Jahre niedrig bleiben.
- Zyklische Erholung der Kreditmärkte ist im Gange und es wird erwartet, dass sich das US-Wirtschaftswachstum in der zweiten Hälfte 2015 beschleunigen wird.
- Die Federal Reserve könnte nach der September-Sitzung anfangen die kurzfristigen Zinsen zu erhöhen.
- Nach der großen Rallye des Dollar-Wechselkurses, ist eine Konsolidierungsphase angebracht; wir denken, dass eine Handelsspanne von \$1,05 bis \$1,15 pro Euro wahrscheinlich ist.
- Der Abwärtstrend der Inflation stützt die Aktienbewertungen und wir bleiben bei unserem im Januar veröffentlichten Jahresendziel von 2250 für den S&P 500.

Der Blick aus der Vogelperspektive

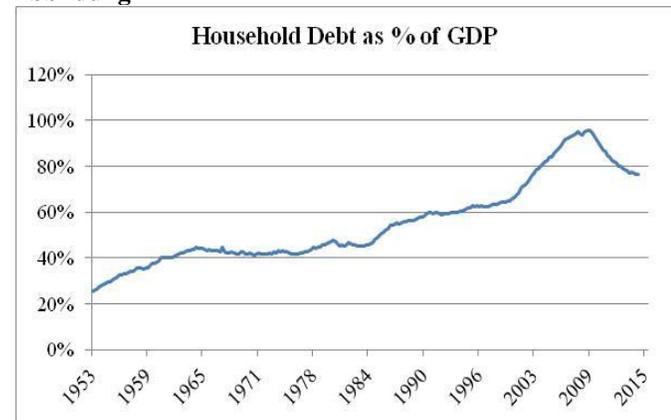
Die USA und die meisten entwickelten Volkswirtschaften sind fest im Griff eines säkularen Schuldenzyklus, der noch viele Jahre oder Jahrzehnte nicht zu Ende kommen wird. In den sechs Jahrzehnten vor der Weltwirtschaftskrise von 2008-2009 wuchs die Verschuldung stetig in allen Bereichen der U.S.-Gesellschaft wie auch fast auf der ganzen Welt. Kreditvergabe der Banken produziert/erschaffte das Geld, das nötig war, um Häuser, Geschäftsgebäude und neue Unternehmen zu kaufen. Zusätzliches Kapital wurde in den Wertpapiermärkten geschaffen, als private Kreditgeber Anleihen und andere Instrumente kauften, die von Regierungen, Unternehmen und Finanzinstitute ausgegeben wurden. Eine solche Krediterhöhung schaffte Kaufkraft, die das Wachstum antrieb. Das Verhalten der großen Volkswirtschaften in den letzten Jahren deutet darauf hin, dass diese langanhaltende Expansion der Verschuldung eine natürliche Grenze erreicht hat. Die Verschuldung wird entweder durch Rückzahlungen oder Insolvenz zurückgehen, sodass eine neue langanhaltende Expansion beginnen kann; oder aber die Schulden bleiben einfach auf diesem hohen Niveau. Wenn Schulden nahe dem derzeitigen Niveau bleiben - wir vermuten, dass dies der Fall sein wird - werden die Zentralbanken, aufgrund des mangelnden Wachstums von Schulden und Ausgaben, auf unbestimmte Zeit Liquidität zur Verfügung stellen müssen, um die Gesamtkaufkraft aufrechtzuerhalten.

Wir denken, dass der jüngste Anstieg der Anleiherenditen temporär ist und dass die Zinsen auf sehr lange Zeit auf einem niedrigen Niveau bleiben werden. Generell glaubt man, dass die Zinsen niedrig sind, weil die Zentralbanken aggressiv Geld zur Verfügung stellten. Es könnte aber genauso gut der Fall sein, dass die Zinsen momentan niedrig sind, weil aktuell die Verschuldung hoch ist und deswegen wollen die Kreditnehmer keine - oder sind nicht in der Lage - neue Schulden aufzunehmen. Die Nachfrage nach Krediten ist gefallen, sodass Neuverschuldung nur mit sehr niedrigen Preisen (Zinsen) angelockt werden kann. Unter diesem Aspekt ist lockere Geldpolitik *ein Effekt* der geringen Nachfrage von privaten Schuldnern für zusätzliche Krediten. In einem Umfeld,

in dem es wenige gibt, die genug Mut für zusätzliche Kreditaufnahme aufweisen, laufen die Kreditnehmer sofort weg, sobald die Zinsen steigen.

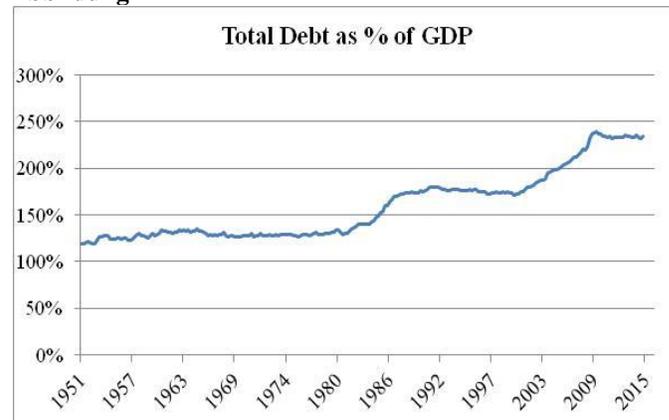
Innerhalb des langfristigen, oben beschriebenen säkularen Szenarios, gibt es immer noch Kreditzyklen. Seit dem ersten Quartal 2009 - dem Anfang der Finanzkrise – sind die gesamten „nicht-Finanzinstitut“ Kreditmarktschulden in den USA bei ca. 230% des BIP stagniert (siehe Abbildung 2). Der Grund dafür war ein starker Anstieg der staatlichen Kreditaufnahme. Die Staatsverschuldung, gehalten durch die Öffentlichkeit, wurde von 47,5% des BIP auf das derzeitige Niveau von 73,6% aufgeblasen. Doch einige Schulden wurden reduziert: US-Haushalte haben ihre Gesamtverschuldung von 95,5% des BIP im ersten Quartal 2009 auf aktuell etwa 76% des BIP reduziert (siehe Abbildung 1). Die Unternehmen haben ebenfalls ihre Schulden von 73,9% des BIP auf 67,6% reduziert.

Abbildung 1



Quelle: Federal Reserve, FVCM

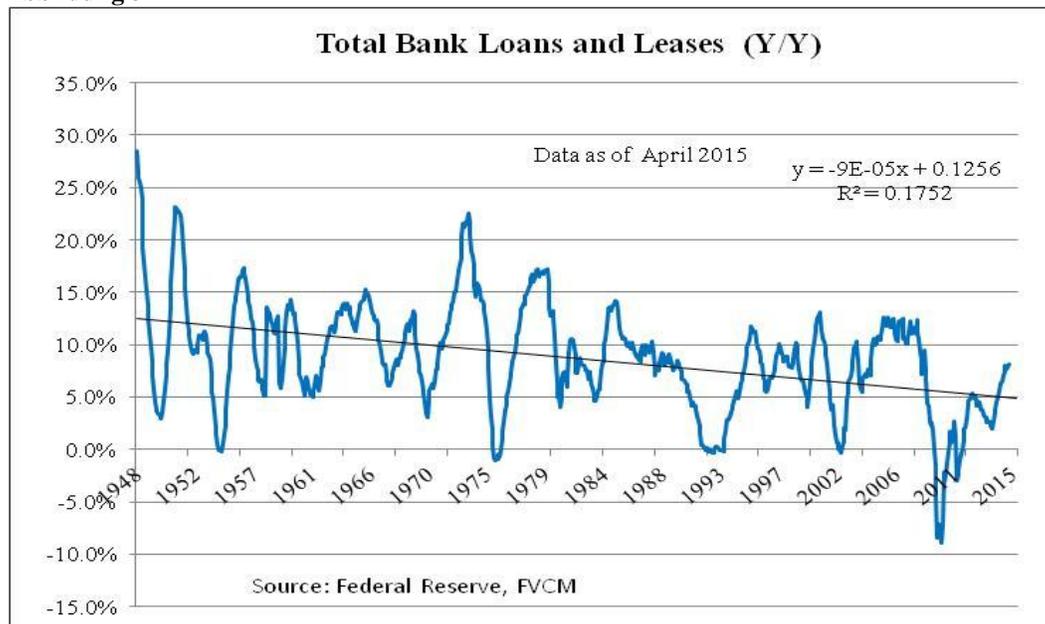
Abbildung 2



Quelle: Federal Reserve, FVCM

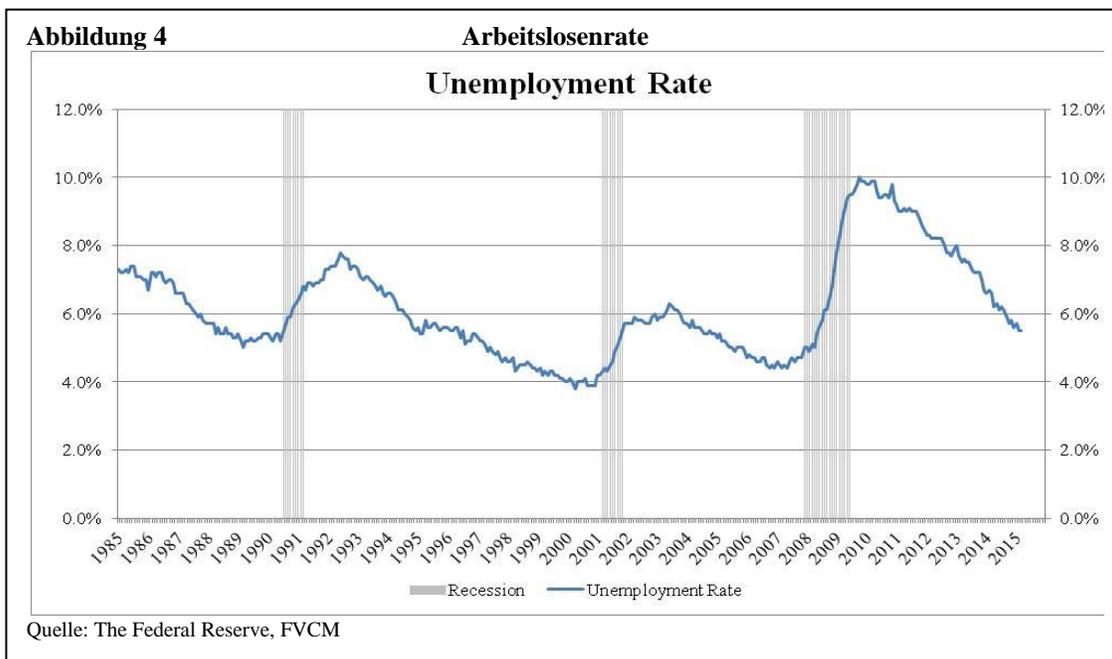
Der Rückgang der Verschuldung der privaten Haushalte, verhältnismäßig zum Einkommen, bietet Raum für einen Konjunkturaufschwung in der Kreditvergabe. Bankdarlehen und Leasingverträge stiegen per April um ganze 8,1% p.a. Es ist kein Zufall, dass diese Stärke in der Kreditvergabe von einer Erholung im Immobilienmarkt und im Automobilverkauf begleitet wird. Außerdem war die Federal Reserve in der Lage das Quantitative Easing (QE) zu beenden, da der Anstieg der Kredite die Kaufkraft ankurbelte und damit das Wirtschaftswachstum unterstützt und sich positive auf die Arbeitslosequote auswirkt.

Abbildung 3



Source: Federal Reserve, FVCM

Nach der jüngsten Schwächephase wird sich das Wachstum des realen BIP voraussichtlich in der zweiten Jahreshälfte 2015 beschleunigen. Die Abschwächung der Wirtschaft in den Wintermonaten scheint auf temporäre Faktoren zurückzuführen zu sein. Der harte Winter in weiten Teilen des Landes beeinträchtigte Bauaktivitäten im Besonderen und die allgemeine Geschäftsaktivität generell. Es gab auch einen Streik in den Seehäfen an der Westküste, der den Handel und die Produktion beeinflusst hat. Der starke Rückgang der Energiepreise fügte bis jetzt aufgrund niedriger Kapitalinvestitionen der Wirtschaft mehr Schaden zu als er dem Wachstum aufgrund von steigenden Konsumausgaben bringt. Darüber hinaus setzte der beeindruckende Anstieg des Dollars gegenüber dem Euro und anderen Währungen die US-Unternehmen unter Druck. Das reale BIP sank leicht im ersten Quartal 2015, nachdem es mit einer jährlichen Rate von 2,2% im vierten Quartal 2014 gewachsen war. Allerdings bleiben die meisten Wirtschaftsindikatoren positiv und JP Morgan prognostiziert beispielsweise, dass das reale BIP mit einer Rate von 2,0% im zweiten Quartal und von 2,5% in der zweiten Hälfte des Jahres 2015 wachsen wird.



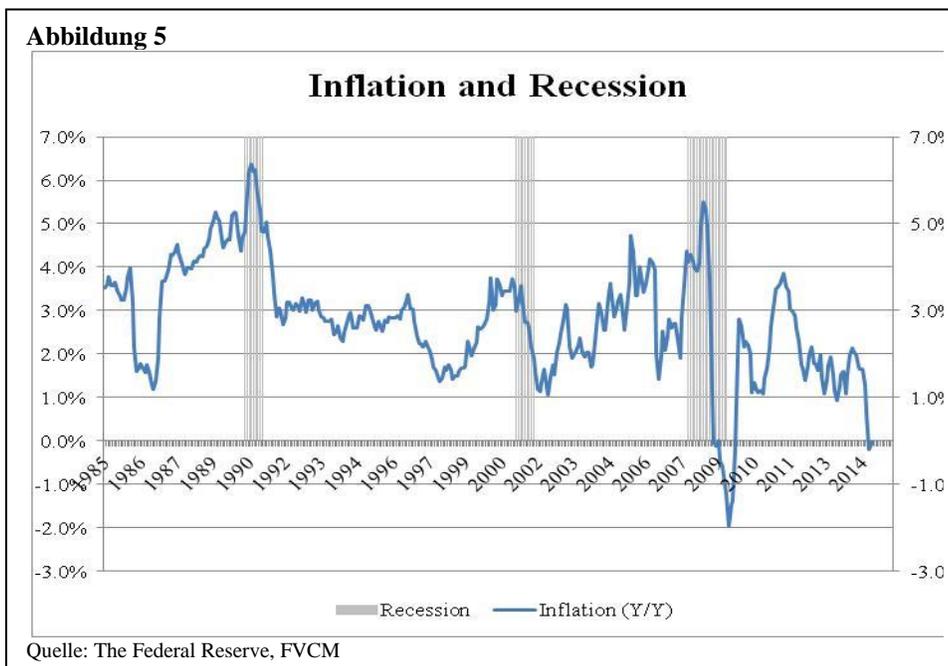
Falls die Konjunktur wie erwartet anzieht, wird die Federal Reserve voraussichtlich im September beginnen, die kurzfristigen Zinsen anzuheben. Die Fed hatte ihre Aufmerksamkeit zu aller erst auf die Arbeitslosenquote gerichtet. Wie in Abbildung 4 zu sehen ist, ging die Arbeitslosenquote stetig zurück und liegt nun bei 5,5%. Die Fed hat als Grund für das Niedrighalten der kurzfristigen Zinsen wiederholt ganz spezifisch die hohe Arbeitslosigkeit angegeben. Da die Arbeitslosigkeit sich nun 5% nähert, muss die Fed anfangen, sich über die verzögerten Auswirkungen auf die Inflation Gedanken zu machen. Ökonomen sagen grundsätzlich, dass wenn der Arbeitsmarkt enger wird und die Fabrikauslastung steigt, die Wirtschaft nicht mehr viel Spielraum hat. Die Geldpolitik muss dann eingesetzt werden, um zu verhindern, dass die Nachfrage über die Produktionsfähigkeit der Wirtschaft hinauswächst. Gleichzeitig besteht aber auch nach wie vor die Nervosität, dass die wirtschaftliche Expansion zu wackelig sein könnte und die Fed keine weitere Rezession riskieren möchte. Nach unserer Einschätzung ist diese Wirtschaftsexpansion nicht die stabilste, weil sie das Ergebnis des säkularen Schuldenzyklus, welchen wir zu Beginn dieses Berichtes erwähnt haben, ist. Die Quintessenz ist für uns folgende: Alles deutet darauf hin, dass die Fed anfangen wird die Fed Funds Rate nur sehr moderat zu erhöhen. Dabei wird sie die Auswirkungen auf den Immobilienmarkt, Konsum, Investitionen der Unternehmen und den Kapitalmarkt Schritt für Schritt beobachten. Die Fed möchte das Wachstum auf einem mäßigen Niveau halten, ohne die Wirtschaft abzuwürgen.

"I don't know when (the rate hike will come), but when that begins, that's good news, not bad news because it means the U.S. economy is strong enough" **Ben Bernanke, 27 May 2015**

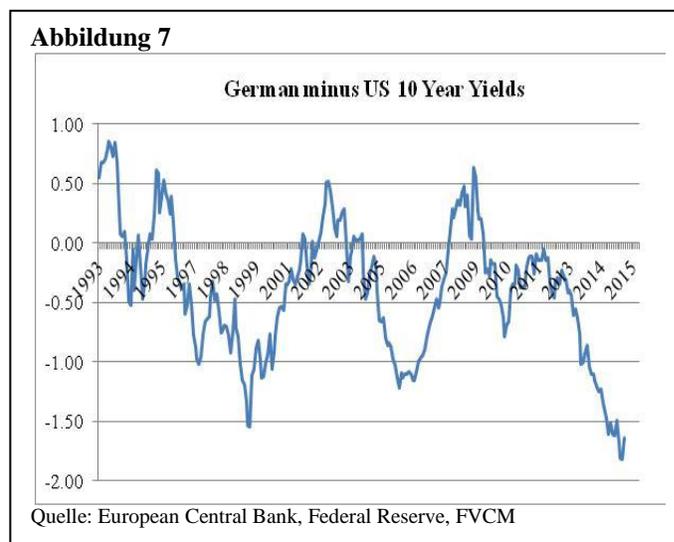
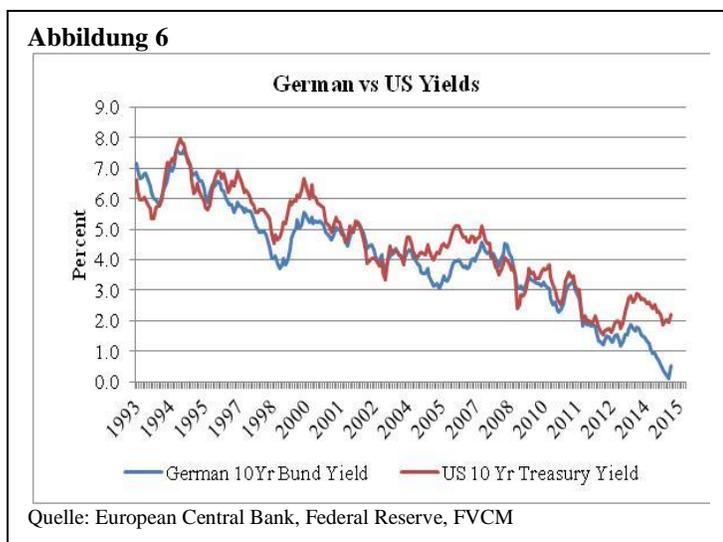
"Ich weiß nicht wann (die Zinserhöhung kommen wird), aber wenn sie anfängt, dann sind das gute Nachrichten und keine schlechten, weil es bedeutet, dass die US-Wirtschaft stark genug ist" **Ben Bernanke, 27. Mai 2015**

Steigende Zinssätze durch die Fed bedeuten eine wachsende Wirtschaft. Wie Bernanke's Zitat besagt, wird die Fed nur dann die Zinssätze erhöhen, wenn die Wirtschaft wächst. Das ist aktuell der Fall, weil die Inflation sehr niedrig ist und es keine Anzeichen eines steigenden Inflationsdruckes gibt. Würde jedoch die Inflation zu einem

Problem werden, dann könnten die Dinge ins Negative drehen. Eine steigende Inflation könnte die Fed dazu bringen die Wirtschaft zu zügeln, auch wenn das realwirtschaftliche Wachstum mager ist. Beachten Sie in Abbildung 5 unten, dass jeder der letzten drei Rezessionen ein steigender Inflationstrend vorausging. Heute ist das Jahr-über-Jahr Wachstum der Inflation gleich null. Das bedeutet Flexibilität. Da die Inflation niedrig ist, kann die Fed jederzeit den Kurs wechseln und die Zinsen wieder senken, oder sogar ein QE4 starten, falls die Wirtschaft nicht mehr wachsen sollte. Aus diesem Grund sehen wir Inflation als den hauptsächlichen Zerstörer von Wirtschaftswachstum und eines Bullen Marktes. Es ist ein gutes Zeichen, dass Inflation momentan kein Problem darstellt.



Wir sind neutral in Bezug auf den US-Dollar Wechselkurs. Basierend auf Daten der OECD, liegt die Kaufkraft des Dollars gegenüber dem Euro wahrscheinlich bei ca. \$1,20 - \$1,25 zum Euro. Wie dem auch sei, es ist üblich, dass der tatsächlichen Wechselkurse von der Kaufkraft über lange Perioden (10 Jahre sind nicht ungewöhnlich) abweicht. Über kürzere Zeiträume, hängen die Wechselkurse von den internationalen Kapitalströmen, die höhere Erträge suchen, und nicht von den relativen Preisen der handelbaren Waren und Dienstleistungen, ab. Der jüngste Anstieg des Dollars spiegelt die Erwartung wider, dass die Fed die Zinsen in diesem Jahr erhöhen wird und die EZB die Zinsen niedrig halten wird und das QE-Programm in Europa weiterlaufen wird. Auch ist der Unterschied zwischen der Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen versus den 10-jährigen US-Staatsanleihen momentan ungewöhnlich negativ (siehe Abbildung 7). Diese negative Marge gibt europäischen Portfoliomanagern einen starken Anreiz, Kapital in die USA zu verlagern und US-Anleihen zu kaufen. Somit denken wir, dass das Spannungsverhältnis zwischen Kaufkraft des Dollars und dessen Attraktivität in Bezug auf Sicherheit und Ertrag, den Dollar wahrscheinlich im Bereich von etwas \$1,05 bis \$1,15 zum Euro halten wird.



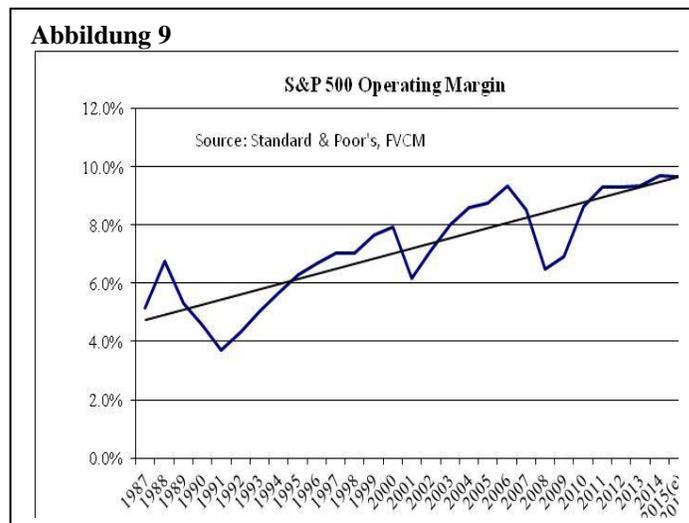
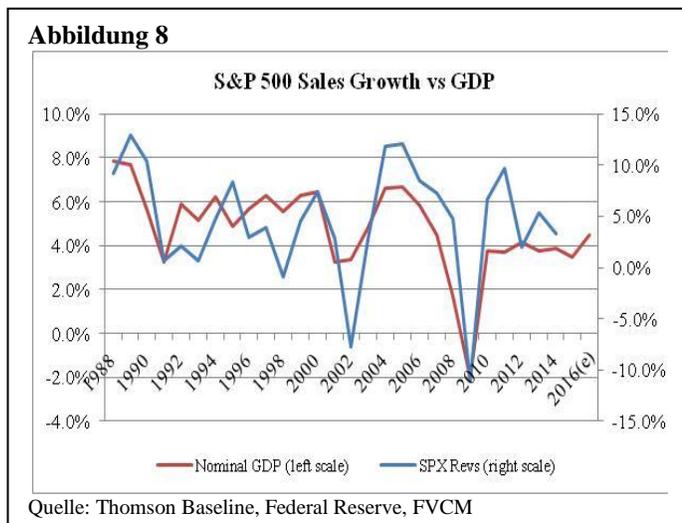
Unternehmensgewinne des S&P 500

Die operativen Erträge gingen im ersten Quartal 2015 um etwa 5% zurück. Der Energiesektor macht nur 2% bis 3% des gesamten US-BIP aus. Im dritten Quartal des vergangenen Jahres war er jedoch für mehr als 12% der Erträge des S&P 500 verantwortlich. Laut Standard & Poor's, leistete der Energiesektor im ersten Quartal 2015 einen negativen Beitrag von 0,55% (Verlust), und zog somit die Erträge für den gesamten Index herunter. Natürlich spielten auch andere Faktoren eine Rolle. So senkte der starke Anstieg des Dollar-Wechselkurses das Gewinnwachstum um mehrere Prozentpunkte ab. Das schlechte Wetter und der Streik der Hafentarbeiter an der Westküste hatten auch einen negativen Einfluss. Dennoch sollten die Erträge für das Gesamtjahr 2015 nach wie vor positiv ausfallen (siehe Tabelle 1).

S&P 500 (Table 1)

	Revenue	Operating Earnings	Special Items	GAAP Earnings	Oper Margin	Net Margin
1987	373.84	19.31	1.81	17.50	5.2%	4.7%
1988	408.19	27.65	3.90	23.75	6.8%	5.8%
1989	461.15	24.46	1.59	22.87	5.3%	5.0%
1990	509.08	23.22	1.88	21.34	4.6%	4.2%
1991	512.57	19.03	3.06	15.97	3.7%	3.1%
1992	523.64	22.75	3.66	19.09	4.3%	3.6%
1993	527.22	26.54	4.65	21.89	5.0%	4.2%
1994	552.06	31.28	0.68	30.60	5.7%	5.5%
1995	598.41	37.71	3.75	33.96	6.3%	5.7%
1996	616.43	41.18	2.45	38.73	6.7%	6.3%
1997	640.40	45.08	5.36	39.72	7.0%	6.2%
1998	634.51	44.49	6.78	37.71	7.0%	5.9%
1999	663.21	50.88	2.71	48.17	7.7%	7.3%
2000	712.28	56.34	6.34	50.00	7.9%	7.0%
2001	732.41	45.17	20.48	24.69	6.2%	3.4%
2002	675.93	48.13	20.54	27.59	7.1%	4.1%
2003	695.36	55.55	6.81	48.74	8.0%	7.0%
2004	777.70	66.99	8.44	58.55	8.6%	7.5%
2005	871.58	76.29	6.36	69.93	8.8%	8.0%
2006	945.17	88.17	6.66	81.51	9.3%	8.6%
2007	1,013.57	86.23	20.05	66.18	8.5%	6.5%
2008	1,061.28	68.63	53.75	14.88	6.5%	1.4%
2009	943.00	65.26	14.29	50.97	6.9%	5.4%
2010	1,005.98	86.73	9.38	77.35	8.6%	7.7%
2011	1,103.11	102.76	15.81	86.95	9.3%	7.9%
2012	1,124.63	104.57	18.06	86.51	9.3%	7.7%
2013	1,184.88	110.66	10.46	100.20	9.3%	8.5%
2014	1,224.52	118.64	16.33	102.31	9.7%	8.4%
2015(e)	1,255.13	121.00	14.48	106.52	9.6%	8.5%
2016(e)	1,305.34	130.00	15.57	114.43	10.0%	8.8%

Quelle: Standard & Poor's, Thomson Baseline, FVCM

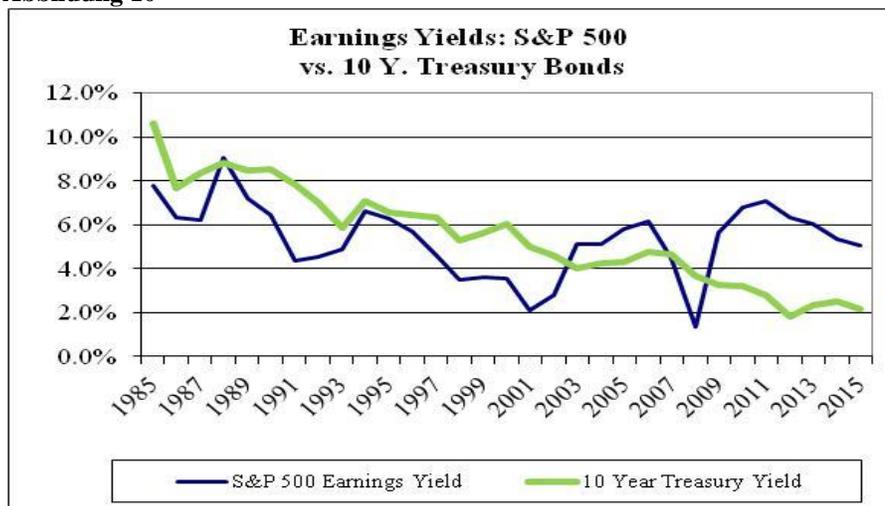


Die Erträge des S&P 500 spiegeln in etwa die allgemeine Konjunktur wieder – ein langsames, aber andauerndes Wachstum. Vor allem aufgrund des Dollar Wechselkurs-Effektes sieht es so aus, als ob die Erträge des S&P 500 im Jahr 2015 mit einer Rate von vielleicht nur 2% -3% wachsen werden. Wir denken, dass der USD-Wechselkurs anfängt sich zu stabilisieren, teilweise dank der sich nun langsamen verbessernden großen Volkswirtschaften Europas und Japan. Die negative Auswirkung auf die Erträge sollte sich somit zukünftig verringern. Personalkosten in den USA weisen Anzeichen von Steigerungen auf. Gewinnmargen sollten deswegen nicht viel steigen, aber trotzdem bis 2016 noch etwas zulegen. Und während unvorhergesehene Steigerung des Lohnwachstums Druck auf die Gewinnmargen ausüben könnte, könnte höheres Lohnwachstum zur gleichen Zeit auch besseres Umsatzwachstum bedeuten, weil dann der Konsum zunimmt. Im Großen und Ganzen sollten geringfügige Umsatz- und Margenverbesserungen zu einem Wachstum der Gesamterträge von 2% in 2015 und 7% in 2016 verhelfen.

Bewertungen des S&P 500

Bewertungen sind immer relativ. Und im Vergleich zu den Anleiherenditen sehen Aktien immer noch attraktiv aus. Es ist wahr, dass die meisten Bewertungskennzahlen, wie Kurs-Buchwert-Verhältnis und Kurs-Gewinn-Verhältnis, im Vergleich zu den letzten Jahren im absoluten Sinn verhältnismäßig hoch aussehen. Allerdings müssen die Investoren auch die Alternativen berücksichtigen. Bank- und andere Geldanlagen bringen im Wesentlichen keine Erträge. Geringe Nachfrage nach Schuldtiteln und das niedrige Niveau der Gesamtausgaben führte als Resultat zu der niedrigen Inflation und niedrigen Anleiherenditen. Wie wir bereits in Abbildung 6 gesehen haben, ist die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe jetzt nur etwa 2,2% im Vergleich zu einer Gewinnrendite (Gewinn/Preis) von 5,1% für den S&P 500 (siehe Abbildung 10 unten). Aktien haben im Falle einer Rezession ein Ertragsrisiko. Dies ist bei Bonds nicht der Fall, weil die Zinszahlungen auf Anleihen fest sind. Jedoch ist für Aktien wie auch Anleihen die größte Gefahr die Inflation. Wenn die Ausgaben und die Inflation sich beschleunigen würden, würden die Anleihekurse leiden. Auf der anderen Seite würden Aktienerträge und die Aktienkurse in den frühen Phasen von steigenden Ausgaben und steigender Inflation jedoch profitieren. Anleihen würden dies nicht. Vergleichsweise sehen Aktien also viel attraktiver aus.

Abbildung 10



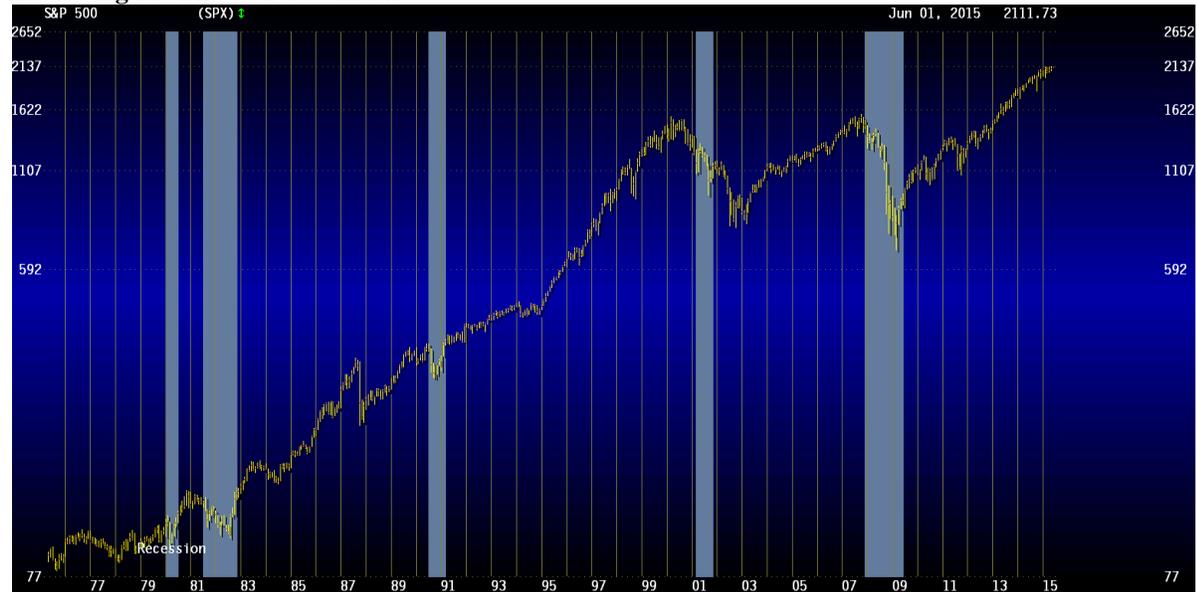
Quelle: Standard & Poor's, Thomson Baseline, FVCM

Wie wir herausheben, ist die Inflation die Schlüsselvariable, die man beobachten sollte. Zur Zeit wie auch mindestens auf die nächsten ein oder zwei Jahre, scheint aber die Inflation zu keinem Problem zu werden. Inflation ist aus zwei Gründen sehr wichtig:

- 1) Die Inflation ist die primäre Determinante der Anleiherenditen und der normalisierten Gewinnrenditen der Aktien. Wir sprechen von "normalisierten" Gewinnrenditen der Aktien, weil, sobald man den Effekt des Konjunkturzyklus mit Hilfe der vergangenen Durchschnittserträgen ausgeklammert hat, wie es in dem berühmten "Shiller Modell" gemacht wird, die Inflation zur primären Determinante des S&P 500 K/G-Verhältnisses wird. Es macht Sinn, da die Aktienkurse den diskontierten Wert der zukünftigen Erträge (Dividenden) darstellen. Wenn die Inflation steigt, sind Zinszahlungen auf Anleihen in realen Werten weniger wert. In ähnlicher Weise sind auch zukünftige Gewinne und Dividenden weniger wert.

- 2) Wie bereits erwähnt, mindert eine steigende Inflation die Flexibilität der Zentralbank und erfordert eine straffere Geldpolitik. Stellen Sie sich vor die Inflation in Europa wäre heute 10% oder selbst 5%. Die EZB hätte nicht den Spielraum für das quantitative Easing (QE). Da die Inflation so schädlich und schwer zu stoppen ist, sobald sie an Dynamik gewinnt, müsste die EZB die Geldpolitik straffen, auch wenn dies eine Rezession hervorrufen würde, was in der Regel der Fall ist. Und in Rezessionen sinken die Unternehmensgewinne und ebenso die Aktienurse (siehe Abbildung 11 unten - die grauen Bereiche zeigen Rezessionen).

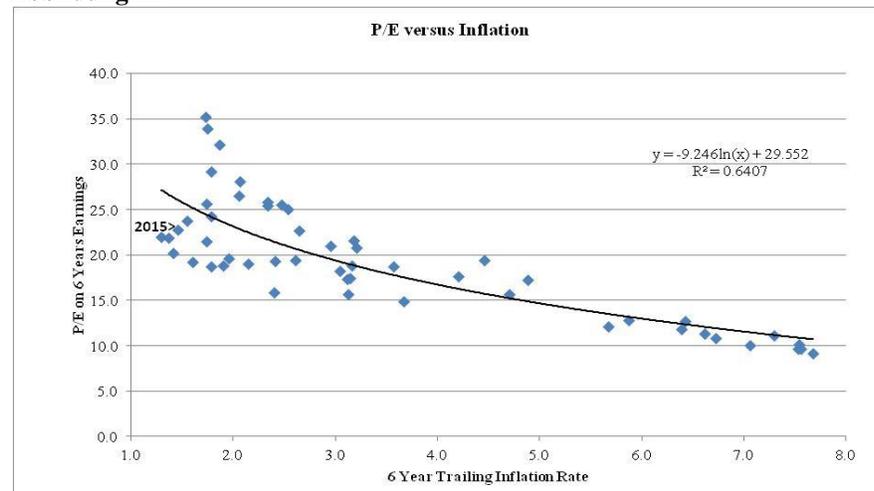
Abbildung 11: The S&P 500 Index



Quelle: Thomson Baseline

Der „faire Marktwert“ des S&P 500 liegt im Auge des Betrachters. Da die Inflation aber niedrig ist, sehen wir noch viel Potenzial für die Aktienurse. Das Shiller PE10 Modell wird weitreichend in den Medien diskutiert, weil es unter Benutzung der Gewinne der letzten 10 Jahre zeigt, dass der aktuelle Wert des S&P 500 über dem Durchschnitt des konjunkturbereinigten KGV's liegt. Obwohl hilfreich hat das Shiller-Modell ein riesiges Manko: Es vergleicht einfach das heutige KGV mit dem historischen Durchschnitt. Das erste Problem ist, dass das KGV in Zeiten niedriger Inflation höher sein sollte und tiefer in Zeiten hoher Inflation. Zweitens sollten theoretisch Bewertungen eine Funktion der Erwartungen und nicht einfach der Vergangenheit sein. Wir haben einige statistische Tests durchgeführt und festgestellt, dass die Erwartungen der Menschen an *die Zukunft*, die vergangenen sechs Jahre spiegeln und nicht die letzten zehn Jahre. Daher betrachten wir die Beziehung zwischen der Inflation der vergangenen 6 Jahre und des KGV-Ratios mit den vergangenen 6 Jahre GAAP-Erträgen (siehe Abbildung 12).

Abbildung 12



Quelle: Standard & Poor's, FVCM

Die Ausgleichsgerade/Kurve in Abbildung 12 ist unser Maß für das "faire" KGV, basierend auf Gewinnen der letzten 6 Jahre und der Inflation (siehe Abbildung 13). Nur um es nochmals durchzudenken: Die Gewinne der letzten 6 Jahre werden verwendet, um die Ergebnisse auszugleichen und die Variabilität aufgrund des Konjunkturzyklus zu verringern (siehe Abbildung 13). Wir haben einen Schritt nach vorn gemacht, indem wir unsere Schätzung für das Jahr 2015 hinzugefügt haben, um den Durchschnitt für die Jahre 2011 bis 2015 zu erhalten. Den 6-jährigen Inflationswert haben wir auf dem gleichen Wege ausgerechnet. Beachten Sie in Abbildung 12, dass wir den Punkt, der die Daten 2015 darstellt, markiert haben und er unter der „best-fit“ Linie ist. Dies deutet darauf hin, dass der S&P angesichts der niedrigen Inflationsrate immer noch einen fairen Wert aufweist. Die Zahlen, die im Modell verwendet wurden, sind in Tabelle 2 unten gezeigt. Um klar zu sein: das „faire“ KGV von 26,3 basiert auf vergangenen Erträgen. Da sich die Unternehmenserträge immer in einem langfristigen steigenden Trend befinden, ist dieses KGV höher als das KGV, das man mit Hilfe der konservativen GAAP-Erträge des laufenden Jahres berechnet (auf welchen unser Modell basiert) oder das KGV, das mit aktuellen operativen Gewinnen berechnet wird. Fazit ist, dass das Modell den „fairen“ Wert des S&P 500 bei 2.454 rechnet; was etwa 17% über dem derzeitigen Niveau liegt.

Abbildung 13



Quelle: Standard & Poor's, FVCM

Table 2: S&P 500 Fair Value

Trailing 6 Year Earnings (2015)	93.31
Trailing 6 Year Inflation (%)	1.4
Fair P/E on Trailing Earnings	26.3
Fair S&P500	2,454.4
Earnings GAAP 2015(e)	106.5
Earnings Operating 2015(e)	121.0
P/E 2015 GAAP Earnings (target)	23.0
P/E 2015 Operating Earnings (target)	20.3

Ausblick für den S&P 500

Wir bleiben optimistisch und sehen unser Jahresendziel für den S&P 500 bei 2250 (veröffentlicht im Januar) als realistisch. Seit wir diese Prognose veröffentlicht haben, haben wir unsere Gewinnerwartungen für den S&P reduziert, gleichzeitig ging auch die Inflationsrate zurück. Tatsächlich prognostiziert unser Bewertungsmodell ein noch höheres Jahresendziel bei mindestens 2454 (siehe Tabelle 2), aber die Modelle sind nur Annäherungen an die Realität. Investoren bleiben trotz des mehr als fünfjährigen Wachstums skeptisch, und wir denken, dass die Kurse nur schrittweise steigen werden. Weitere Kurssteigerungen von 7% in diesem Jahr scheinen plausibel und wenn man ein weiteres 1% für in der zweiten Jahreshälfte auszuzahlende Dividenden hinzurechnet, sehen Aktienerträge im Vergleich zu den Alternativen sehr gut aus.

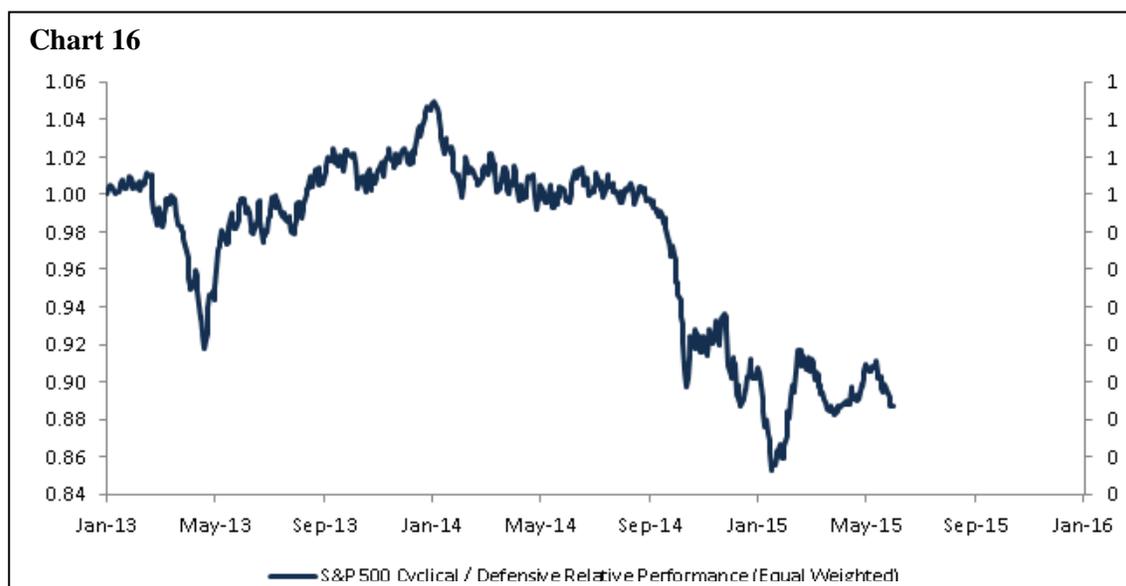
Diese Hausse wird leider nicht ewig dauern. Die aktuelle Arbeitslosenquote ist gut und gleichzeitig schlecht. Das Gute: mit 5,5%, gibt es jetzt wesentlich weniger Arbeitssuchende, als vor 5 Jahren. Doch bis zum Jahr 2016 wird die Arbeitslosenquote unter 5% fallen und die Arbeitskraft wird ein limitierender Faktor für das Wachstum werden. Die Mehrheit denkt, dass das Lohnwachstum sich mit ziemlicher Sicherheit beschleunigen wird, da die Arbeitgeber versuchen, die besten Mitarbeiter aus einem schwindenden Angebot zu locken. In diesem Szenario wird bis 2017 oder vielleicht 2018 die Inflation langsam steigende Tendenzen aufweisen und die Fed muss sicherstellen, dass die Inflation nicht anfängt zu rapide zu klettern. Inflation ist wie ein riesiges Schiff, das lange Zeit braucht, um sich zu beschleunigen aber auch abzubremesen, sobald sie wieder in Schwung kommt. Für beide, Anleihe- und Aktienmärkte, würde steigende Inflation wahrscheinlich das Ende des aktuellen Bullenmarktes bedeuten.

Es gibt auch ein alternatives Szenario, das unserer Meinung nach eine ernsthafte Möglichkeit sein könnte. Wie wir zu Beginn dieses Berichtes erwähnt haben, haben die Konsumenten die Verschuldung in den letzten Jahren reduziert. In letzter Zeit hat man aber eine zyklische Belebung der Darlehen und Leasingsverträge beobachten können. Es ist möglich, dass die Verbraucher wieder gegen die natürliche Schuldenwand laufen werden und die Ausgaben vergrößern bevor die Inflation jemals in Schwung kommt. In diesem Moment könnte die desinflationäre Spirale wieder eingreifen und QE4 könnte Wirklichkeit werden. Dieses Szenario könnte für die Märkte besser sein, als das Szenario in dem die Inflation zunimmt. Es ist durchaus möglich, dass dann die Vermögenswerte von den

Notenbanken gestützt werden würden. Die Aktienmärkte würden wahrscheinlich in einer Spanne handeln, während Schulden wieder reduziert werden. Wir glauben nicht, dass diese Szenarien die nächsten paar Jahre Wirklichkeit werden. In der Zwischenzeit empfehlen wir Investoren in Aktien zu bleiben.

Aktienmarkt Crosscurrents

Defensive Aktien haben im vergangenen Jahr erratisch zyklische Aktien outperformt, da die Anleger die Preise von Unternehmen, die als solche mit großem und stabilem Wachstum wahrgenommen werden, in die Höhe trieben (siehe Abbildung 16). Aktien wie Apple und Amazon haben erstaunliche Höhen erreicht dank der Auffassung der Investoren, dass sie gegen das sich verlangsamende Wirtschaftswachstum immun sind. Biotech und anderen Gesundheitswesen-Aktien, die wir halten, haben auch sehr gut performt, sowie auch die Aktien im Basiskonsumgüter-Sektor. Allerdings gibt es viel Furore und Variabilität über kürzere Zeiträume, wenn verschiedene Aktien das Interesse der Anleger anziehen, während andere unpopulär werden. Die Fundamentaldaten auf der Einzeltitelebene sind das, was auf lange Sicht die Performance wirklich ausmacht, und wir sehen in vielen "zyklischen" Unternehmen immer noch einige gute Werte. Auch haben wir beobachtet, dass zyklische Aktien in Zeiten der Schwäche von defensiven Titeln steigen und umgekehrt. Die kurzfristige Volatilität und das Risiko können durch die Streuung verschiedener Sektoren und Unternehmen verringert werden, und eine langfristige gute Performance kann durch Auswahl von guten Unternehmen, die mit guten Bewertungen handeln - ob sie zyklisch sind oder nicht -, erzielt werden.



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.