

H. Terrence Riley III, CFA
4. Juni, 2018

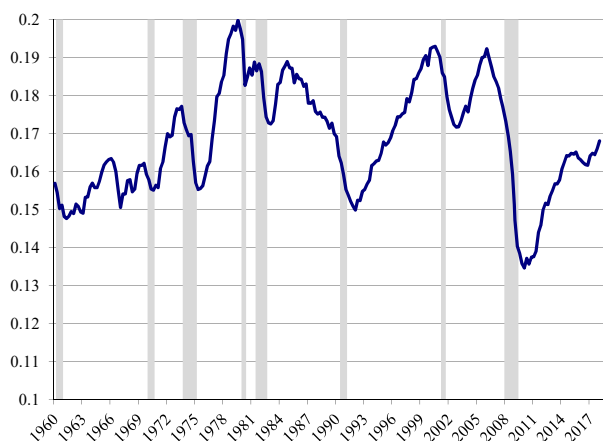
Kontakt: Karin Müller-Paris
+1(212) 326 9533 kmm@fvcm.us

Die Fundamentaldaten verbessern sich, aber immer noch hängen Wolken am Himmel

Die Expansion der Geschäftstätigkeit in den USA könnte in eine Phase des schnelleren Wachstums einschwenken. In den 31 Quartalen seit dem Ende der Großen Rezession in 2009 bis zum Ende des ersten Quartals 2017 betrug das reale BIP-Wachstum durchschnittlich nur 2,1%. In den 31 Quartalen nach dem Rezessionsende in 1982, betrug das Wachstum dagegen durchschnittlich 4,3%, und im gleichen Zeitraum nach der Rezession in 1991, betrug das Wachstum 3,7%. In akademischen wie auch wirtschaftlichen Kreisen wird viel darüber diskutiert, warum die aktuelle Wirtschaftserholung vergleichsweise langsam war. Einige Ökonomen haben auf ein langsames Bevölkerungswachstum hingewiesen, aber es gab keinen Mangel an Arbeitskräften nach 2009. Einer der Faktoren, der sicherlich zur langsamen Erholung beitrug, war eine Unmenge an neuen Regulierungen. Auch verlagerten viele US-Konzerne ihr Geschäft wegen der nicht wettbewerbsfähigen Steuer aus den USA heraus. Dazu kommt noch, dass die Kapitalinvestitionen unterdurchschnittlich waren. Viele dieser Probleme wurden nun bereinigt und das reale Wirtschaftswachstum hat sich im Jahresvergleich zum 1. Quartal 2018 auf 2,9% erhöht. Der Konsens ist, dass das Wachstum für 2018 bei über 3,0% liegen wird.

Der Zuwachs in der erwerbstätigen Bevölkerung dürfte sich in Zukunft verlangsamen und die Produktivität muss somit der Hauptfaktor für ein schnelleres Wirtschaftswachstum sein. Dies ist unseres Erachtens durchaus möglich. Ein Teil der jüngsten Steuergesetzgebung bestand darin, Unternehmen zu ermöglichen, ihre Investitionen (ohne Immobilien) sofort vollständig abzuschreiben, anstatt dies über Jahre hinweg zu tun. Unternehmensinvestitionen haben sich nun bereits beschleunigt. Im ersten Quartal des Jahres 2018 stiegen die privaten nichtwohnbezogenen Anlageinvestitionen im Jahresvergleich um 8,1% gegenüber lediglich 4,0% im ersten Quartal 2017. Auch sollte die Senkung, des gesetzlich festgelegten Steuersatzes von 35% auf 21%, inneramerikanische Kapitalinvestitionen ermutigen, anstatt Kapital nach Übersee zu verlagern. Eine Wiederbelebung der Investitionen verheißt Gutes für das Produktivitätswachstum. Die gesamten privaten Anlageinvestitionen einschließlich Immobilien stiegen im ersten Quartal um 7,3% (siehe Abbildung 1).

Chart 1 Nonresidential Fixed Investment (as % of GDP)



Source: Federal Reserve, FVCM

Chart 2 Unemployment Rate



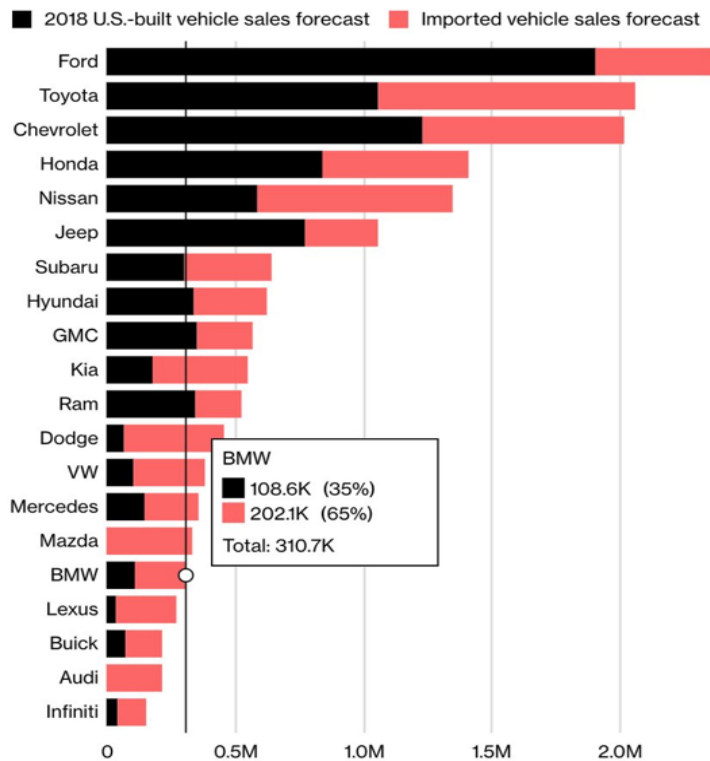
Source: Federal Reserve, FVCM

Das meiste der Trumpschen-Wirtschaftspolitik ist positiv, aber seine Positionierung zum globalen Handel zieht Wolken über die Wirtschaft. Die endgültigen Auswirkungen von Trumps Plan, einen allgemeinen 10%igen Zoll auf Aluminium, 25% auf Stahl und mindestens 50 Millionen Dollar in Zöllen auf verschiedene chinesische Importe zu erheben, sind nicht bekannt. Kurzfristig könnte diese Handelsmaßnahme das BIP-Wachstum in den USA um einen minimalen Betrag - vielleicht einen Zehntelprozentpunkt - reduzieren. Aber Trump droht auch mit einem 25% Zoll auf Autoimporte. Das macht für uns noch weniger Sinn. Die Autoindustrie ist so globalisiert, dass die meisten Unternehmen in der Nähe ihrer Verbraucher produzieren. Zum Beispiel wird erwartet, dass BMW 35% seiner US-Verkäufe in den USA produziert. Toyota, der zweitgrößte Autoverkäufer in den USA, macht etwa die Hälfte dieser Autos in den USA. Wenn Sie die Importe nach Ländern betrachten, kommt die Mehrheit aus Kanada und Mexiko; dort wo US-Firmen Autos produzieren. Die Zuliefererketten sind noch stärker miteinander verknüpft.

So unglücklich diese Handelspolitik auch ist, es ist nicht die Zeit um in Panik zu verfallen. Trump fühlt sich in seinen Drohungen sicher, da die US-Exporte nur etwa 12% des BIP betragen, während das Handelsdefizit bei 3% liegt. Hier geht es um Politik. Trump versprach im Wahlkampf, dem "vergessenen Mann" zu helfen, der durch die Globalisierung seinen Arbeitsplatz bei der Fabrik verlor, insbesondere seit China der WHO beiträt. Aber viele hier in den USA haben darauf hingewiesen, dass, während etwa 150.000 Menschen in der Stahl- und Aluminiumindustrie und deren Zulieferer arbeiten, mehr als sechs Millionen Menschen in Fertigungsindustrien wie Auto- und Flugzeugbau arbeiten, die Stahl und Aluminium verwenden. Es ist daher zu hoffen, dass die Mathematik schließlich das Trump-Team davon überzeugt, dass Handel am besten ist, wenn er so offen wie möglich ist. Und während die Handelsrhetorik anfänglich einen signifikanten Einfluss auf die Volatilität hatte, scheint der Aktienmarkt in letzter Zeit weniger auf jede Wendung der Handelssaga zu reagieren. Es ist jetzt so gut wie sicher, dass die Zölle für Aluminium und Stahl sowohl Freunde als auch Gegner treffen werden, aber die Investoren scheinen Kompromisse zu erwarten, bevor ernsthafte Schäden entstehen.

Chart 3

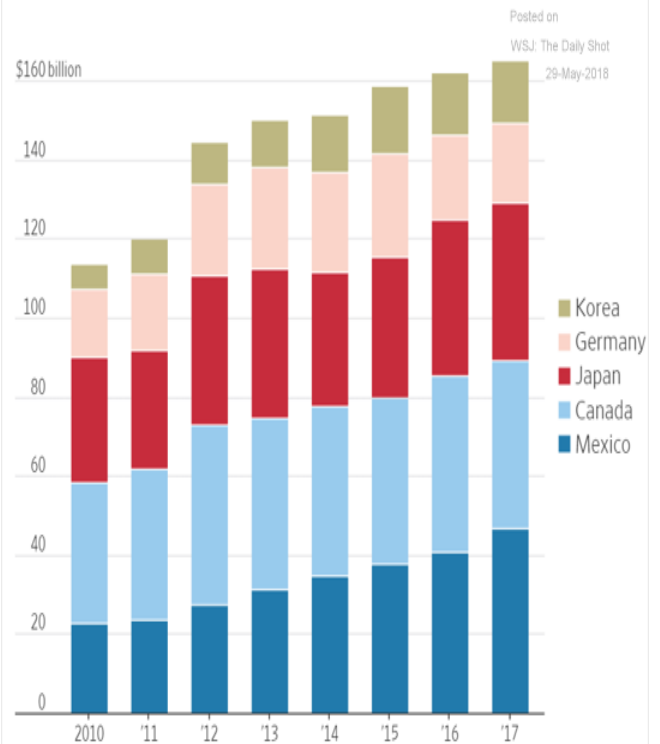
The top 20 U.S. auto brands all sell vehicles built outside the country



Source: Wall Street Journal

Chart 4

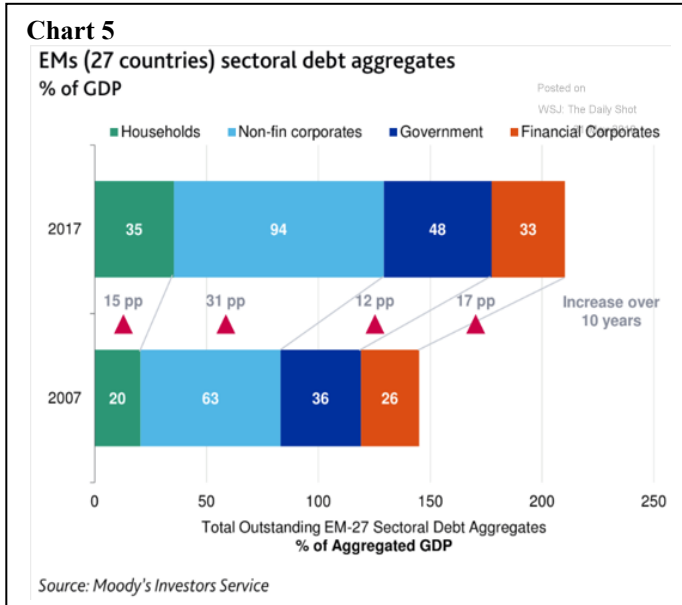
U.S. new passenger vehicle imports



Source: Wall Street Journal

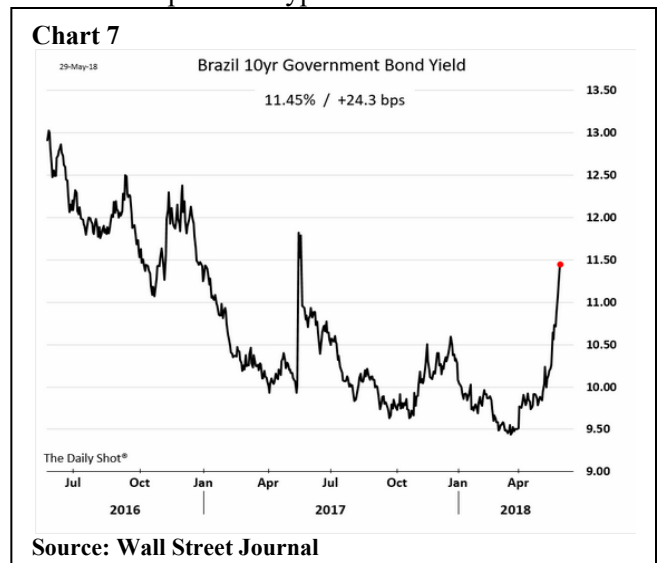
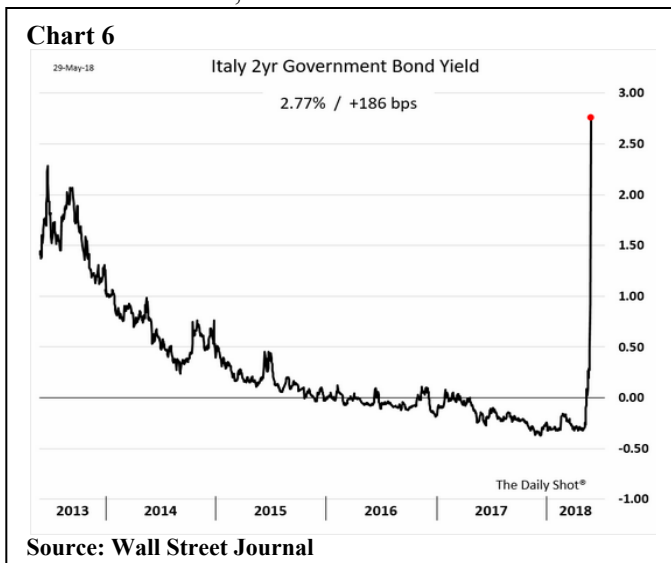
Gewitter könnten aus dem Ausland zu uns kommen

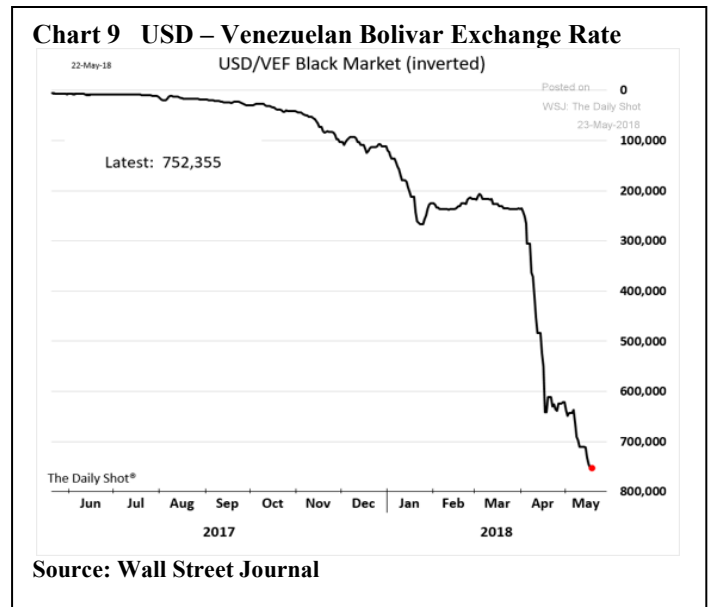
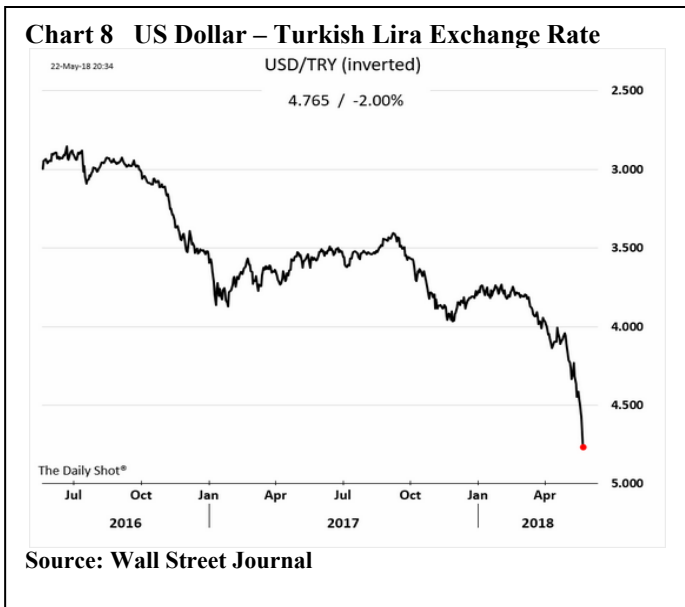
Ein beschleunigtes Wachstum in den USA trägt ironischerweise zu den Spannungen in den Schwellenländern bei und könnte zu Kursschwankungen führen. Aufgrund der niedrigen Arbeitslosenquote von 3,8% in den USA (Grafik 2), die mit der Verbesserung des Wachstums einherging, hat die Federal Reserve die Geldpolitik gestrafft, indem sie die kurzfristigen Zinssätze an hob und auslaufende Wertpapiere in ihrer Bilanz nicht mehr reinvestiert (quantitative Straffung). Die Fed sieht dies als notwendig, um Exzesse zu verhindern, welche zur Inflation führen könnten.



Der jüngste Anstieg der Renditen in Schwellenländeranleihen und deren fallende Währungen spiegelt weitgehend die Verschuldung wider. Wie in Abbildung 5 zu sehen ist, hat Moody's berechnet, dass seit dem Ende des letzten Konjunkturzyklusses im Jahre 2007 die Verschuldung der 27 EM-Ländern auf ihr gegenwärtiges Niveau von mehr als 200% des BIP angestiegen ist. Diese Zunahme der Verschuldung kommt aus allen Sektoren. Was sich als besonders problematisch erweisen könnte, ist, dass viele Schwellenländer, einschließlich China, Schulden in U.S. Dollar aufgenommen haben. Mit der Abschwächung ihrer Währungen wird die Rückzahlung der in Dollar ausgegebenen Schuldverschreibungen noch schwieriger.

Anzeichen von Finanzmarktstress wurden in jüngster Zeit an vielen Stellen deutlich sichtbar. Die veränderte politische Situation in Italien hat Sorgen verursacht, dass dieses Land Schuldenerleichterungen von der EZB anfordert oder sogar sein Engagement im Euro überdenkt. Während kein Erdbeben bevorsteht, verzeichnete die italienische Zweijahres-Anleiherendite ihren größten Ein-Tages-Anstieg seit Jahren (siehe Grafik 6). Der Preis von Kreditausfallversicherungen (credit default swaps), die im Ausfall wie eine Versicherung funktionieren, stieg nicht nur bei italienischen Staatsanleihen, sondern auch bei spanischen, portugiesischen und sogar deutschen Schuldtiteln. Und es gibt ähnliche beunruhigende Muster, die auch an anderen Orten stattfinden. Die brasilianische Währung ist gefallen, und die Anleiherenditen sind gestiegen (Grafik 7), die türkische Währung fällt und die Zinsen sind gestiegen (Grafik 8), und der Zusammenbruch der venezolanischen Währung (Grafik 9) muss fast gar nicht mehr erwähnt werden, da sich das Land bereits in einer Wirtschaftskatastrophe mit Hyperinflation befindet.





Dollar-Stärke wird voraussichtlich andauern

Sicherlich spiegeln die obigen Beispiele die für jedes Land spezifischen wirtschaftlichen Bedingungen wider, sie spiegeln aber auch die fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen in den USA wider, welche die Zinssätze und den Devisenwert des Dollars nach oben drücken. Wir haben Abbildung 10 aus unserem Bericht im Februar aktualisiert. Seitdem ist die 10-jährige US-Staatsanleihenrendite ziemlich stabil, während die Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesbank-Anleihen weiter gefallen ist. Die Rendite des 10-Jahres Bund liegt 2,5% unter der des US-Treasury-Bond (siehe blaue Linie im Chart). Der Euro, der letztlich auf ca. 1.16 fiel, ist jetzt nur noch ungefähr 4% höher als vor einem Jahr (siehe die rote Linie). Wollen wir einen Blick in die Zukunft wagen, so deuten wir auf das Verhältnis zwischen der Renditedifferenz und den Veränderungen der Währungen, dass entweder der Unterschied zwischen der deutschen und der US-amerikanischen Rendite kleiner wird oder der Dollar (aufgrund von Kapitalflüssen) gegenüber dem Euro stärker werden wird.

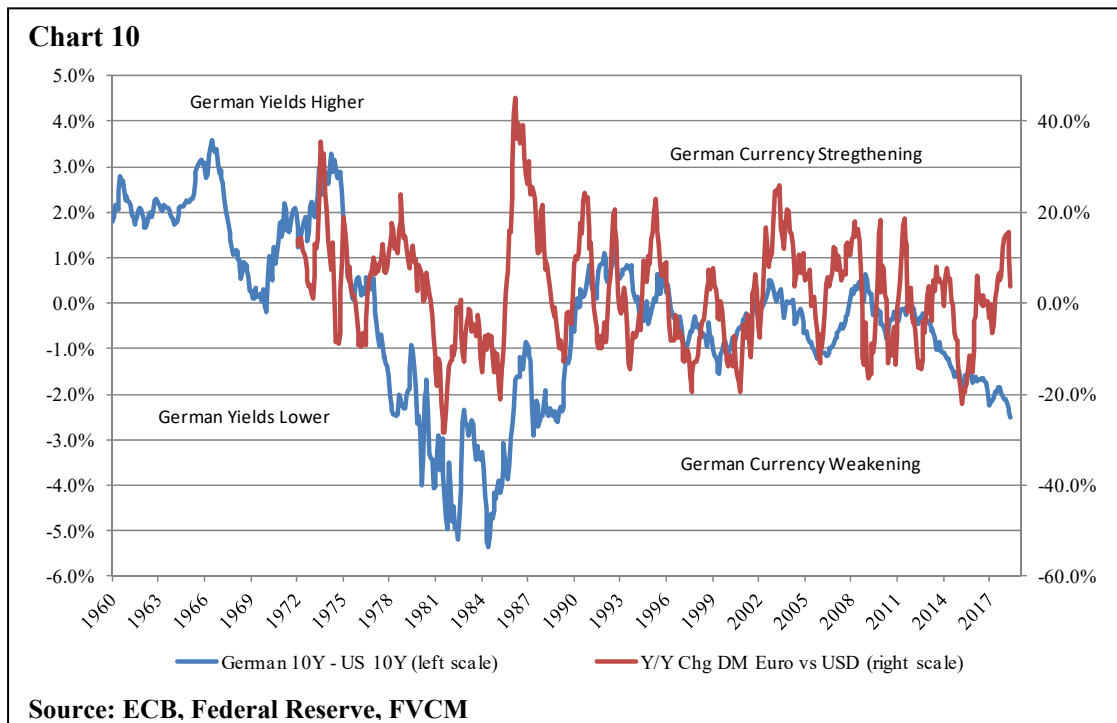


Chart 11 Dollar – Euro Exchange Rate

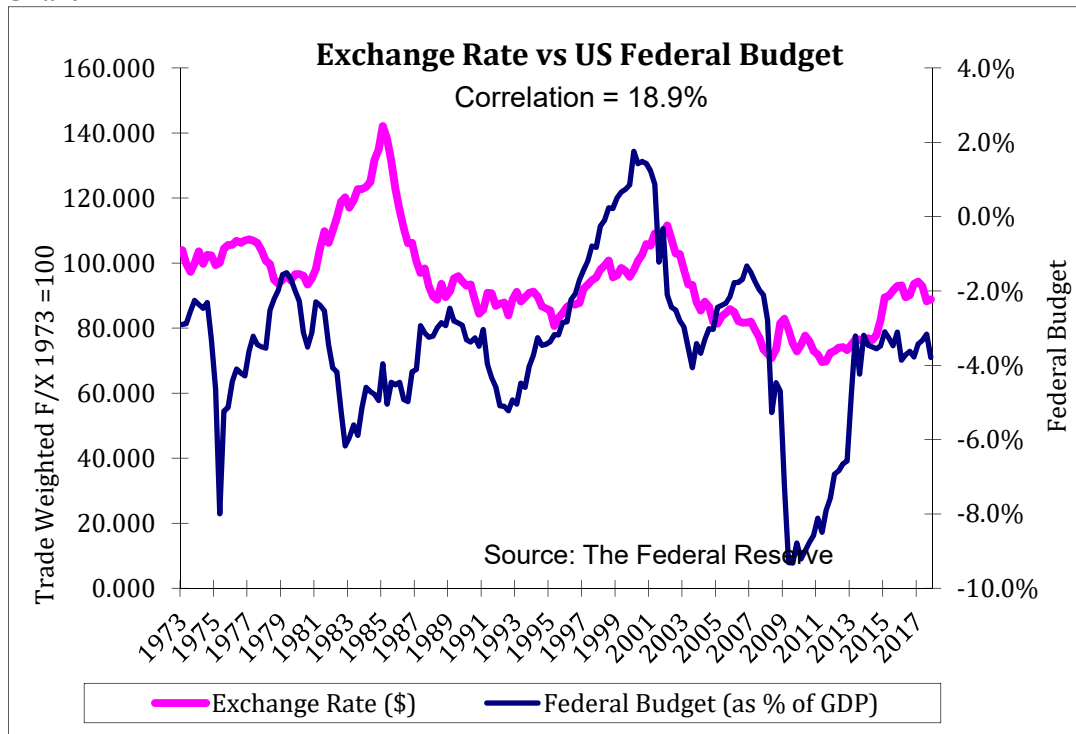


Source: Federal Reserve, WSJ, FVCM

Seit 2008 war der Euro gegenüber dem Dollar in einem Abwärtstrend und ist zuletzt vom oberen Ende dieses Trendkanals abgeprallt (siehe Abbildung 11). Währungen sind notorisch schwierig zu prognostizieren, aber angesichts der Zinsdifferenzen und des negativen technischen Trends des Euro wären wir nicht bereit in naher Zukunft auf einen stärkeren Euro zu wetten. Der kurzfristige Ausblick bleibt negativ.

Eine große europäische Bank hatte wegen der größeren Haushaltsdefizite der USA einen schwächeren Dollar prognostiziert. Wir sind skeptisch. Erstens, ist der Zusammenhang zwischen den Haushaltsdefiziten und dem F/X-Wert des Dollars mit einer Korrelation von nur 18,9% sehr schwach (siehe Abbildung 12). Zweitens, ist zu bemerken, dass das Haushaltsdefizit der USA in den frühen 80er Jahren fast 6% des BIP betrug, was teilweise auf die Steuersenkungen von Reagan und die Erhöhung der Verteidigungsausgaben zurückzuführen war. Aber statt zu fallen, stieg der Dollar, da die USA aufgrund hoher Zinsen und verbesserter Wachstumsaussichten ausländisches Kapital anzogen. Die Stärke des Dollars in den frühen 80er Jahren endete erst mit dem *Plaza-Abkommen* im Jahr 1985, als Frankreich, Westdeutschland, Japan, Vereinigtes Königreich und die USA einer koordinierten Intervention zugestimmt hatten, um den Devisenwert des Dollars zu senken. Diese Reagan-Politik in den frühen 80er Jahren - Steuersenkungen, mehr Verteidigungsausgaben, Haushaltsdefizite und reduzierte Regulierungen - wird heute wiederholt.

Chart 12

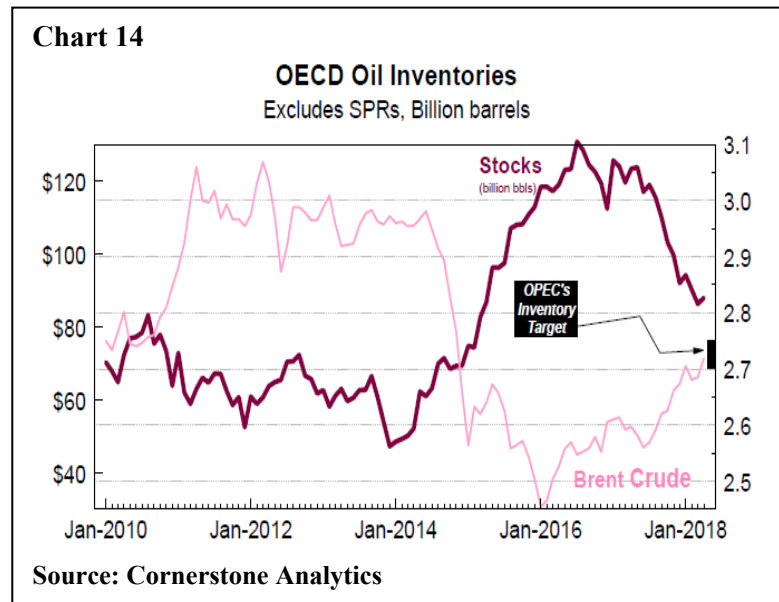
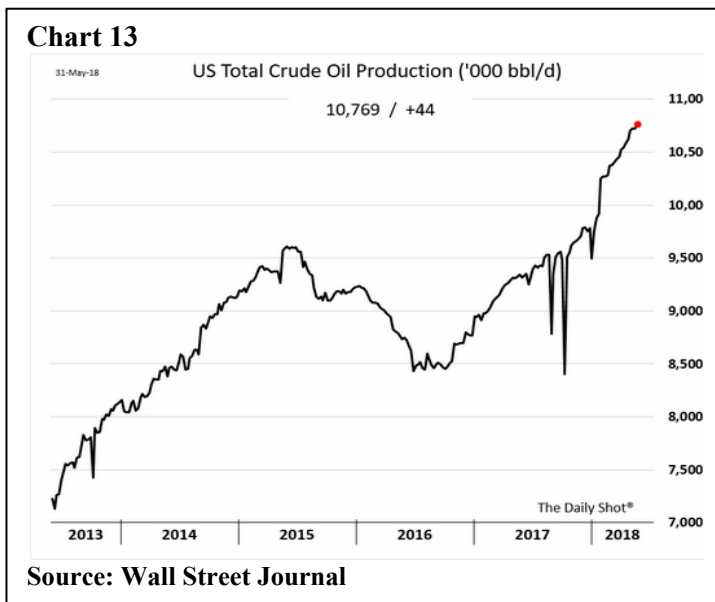


Source: Federal Reserve, FVCM

Ölpreise steigen trotz Dollar-Stärke

Seltsamerweise kommt die zunehmende Stärke des Dollars zur gleichen Zeit, zu der die Ölpreise steigen. Wir sagen seltsam, denn in der Vergangenheit stiegen oft die Ölpreise in Dollar gerechnet, weil der Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen abwertete. Dieses Mal spiegelt der Anstieg der Ölpreise jedoch fundamentale Faktoren wider, die spezifisch für diesen Rohstoff sind, und nicht allgemeine finanzielle/USD-Bedingungen. Die OPEC und Russland haben die Ölverkäufe reduziert, und die Nicht-OPEC-Produktion ist zurückgegangen, mit Ausnahme der USA.

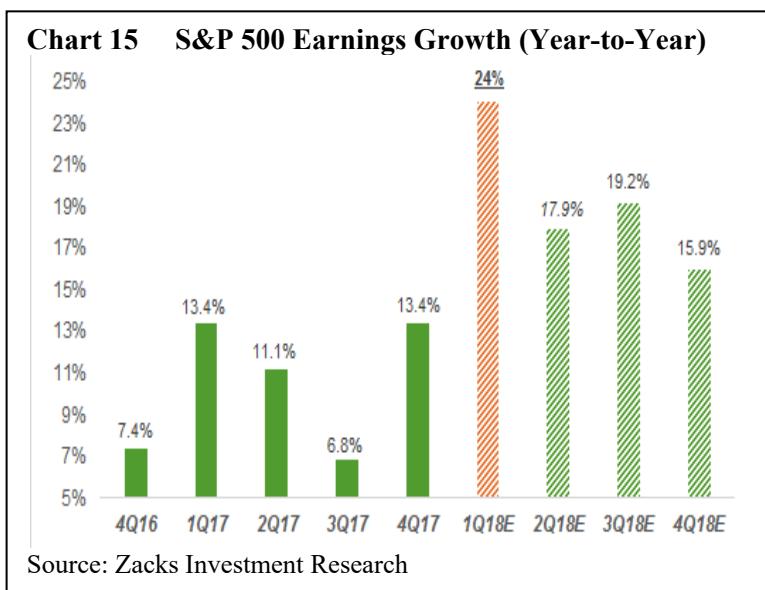
Die Geschichte der steigenden US-Ölproduktion ist bekannt, aber andere Faktoren haben dies mehr als ausgeglichen und die Preise sollten weiter steigen. US-amerikanische Explorationsunternehmen finden bisher immer neue Wege um ihre Quellen so zu konstruieren, dass mehr Produktion zu niedrigeren Preisen stattfindet. Die Ölproduktion in den USA liegt heute weit über 10 Millionen Barrel pro Tag (siehe Abbildung 13) und konkurriert mit Saudi-Arabien und den Staaten der ehemaligen Sowjetunion. Mike Rothman von Cornerstone Analytics hat jedoch darauf hingewiesen, dass die steigende US-Produktion durch die steigende Nachfrage, die Produktionsreduktionen der OPEC und die geringere Produktion in bestimmten Nicht-OPEC-Ländern mehr als wettgemacht wurde. Infolgedessen sind die Lagerbestände stark gefallen, und die Rohölpreise, die umgekehrt mit den Lagerbeständen korrelieren, sind gestiegen. Allein aufgrund der aktuellen Angebots- und Nachfrageentwicklung scheint es, dass die Lagerbestände in den kommenden Monaten weiter sinken werden und die Preise unabhängig von der Stärke des Dollars steigen werden. Darüber hinaus könnte jede Art von weiteren Versorgungsausfällen, wie der anhaltende Rückgang der venezolanischen Produktion oder ein Vorfall im Nahen Osten, zu einem Preisanstieg führen.



Aktien bleiben attraktiv

Trotz der oben genannten Probleme sollten sich die US-Aktien im kommenden Jahr aufgrund der guten Ertragslage gut entwickeln. Die Profitabilität der Unternehmen ist stark angestiegen und scheint auch nach 2019 weiter zuzunehmen. Die Erträge für den S&P 500 stiegen im ersten Quartal 2018 um erstaunliche 24% (siehe Abbildung 15), und für den Rest des Jahres werden weitere große Erträge erwartet. Die Unternehmensgewinne werden durch die Senkung der Körperschaftssteuersätze, die Erholung der Energieerträge, die um 75% gestiegen sind, und die um 29% gestiegenen Erträge im Technologiesektor unterstützt. Die direkten Auswirkungen der Körperschaftssteuersenkungen werden 2019 ausschwemmen, aber die kräftigen Gewinnzuwächse dürften sich dank der Verbesserung des allgemeinen Wirtschaftswachstums weiter fortsetzen. Unsere S&P 500-Ertragsprognose für 2018 von

150,4 ist 21% höher als im Jahr 2017, und wir gehen davon aus, dass die Erträge im Jahr 2019 um weitere 7% auf rund 160 steigen werden. Unsere Schätzungen könnten zu konservativ sein. Credit Suisse zum Beispiel schätzt den S&P 500-Ertrag auf 158 bzw. 170.



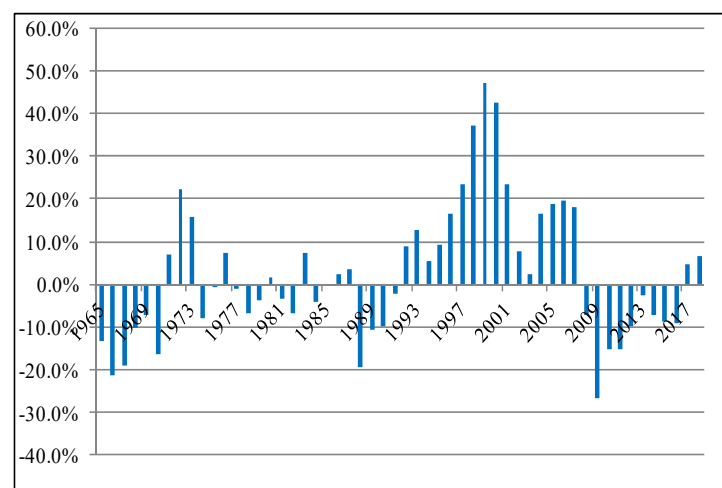
Der S&P 500 wird mit einem 18,1-fachen des operativen Ergebnisses von 2018 gehandelt, was leicht über dem fairen Wert unseres Modells liegt (siehe Tabelle 1). Während die aktuelle Bewertung des S&P 500 angemessen ist, erwarten wir im kommenden Jahr weiterhin steigende Aktienkurse. Beachten Sie zunächst, dass die Bewertung des Marktes ein schlechter Indikator für die kurz- und mittelfristige Aktienperformance ist. Zum Beispiel waren die Aktien Mitte der neunziger Jahre leicht überbewertet, doch die Aktienkurse und Bewertungen stiegen bis März 2000 weiter stark an (siehe Abbildung 16). Selbst bei gleichbleibendem Bewertungsniveau würden die Aktienkurse weiter steigen, solange die Erträge weiter steigen. Die Aktienperformance könnte in 2018 und 2019 durchaus auch über dem Ertragswachstum liegen, sollten die Bewertungen, so wie in den vorherigen Bullenmärkten, weiter klettern. Der Haupttreiber konjunktureinigter Bewertungsniveaus ist die Inflation. Der jüngste Anstieg der Ölpreise hat die Verbraucherpreise etwas nach oben gedrückt, aber es gibt keine Anzeichen dafür, dass die allgemeine Inflation zu einem bedeutenden Problem werden wird. Daher sollten die Bewertungen hoch bleiben und ein starker Anstieg der Aktienkurse, auch über das Gewinnwachstum hinaus, möglich sein - insbesondere wenn sich einige der jüngsten Wolken über dem Handel und die Spannungen in den Schwellenländern auflösen.

Table 1 S&P 500 Valuation

Trailing 6 Year Earnings (2018)	104.80
Trailing 6 Year Inflation (%)	1.6
Actual P/E on Trailing 6 Yr. Earnings	26.0
Fair P/E on Trailing 6 Yr. Earnings	24.4
Actual S&P 500 May 25'18	2,721
Fair S&P500	2,555
% above/(below) fair value	6.5%
Earnings GAAP 2018(e)	135.3
Earnings Operating 2018(e)	150.4
P/E 2018 GAAP Earnings	20.1
P/E 2018 Operating Earnings	18.1

Source: FVCM

Chart 16 S&P 500 Over/Under Valued

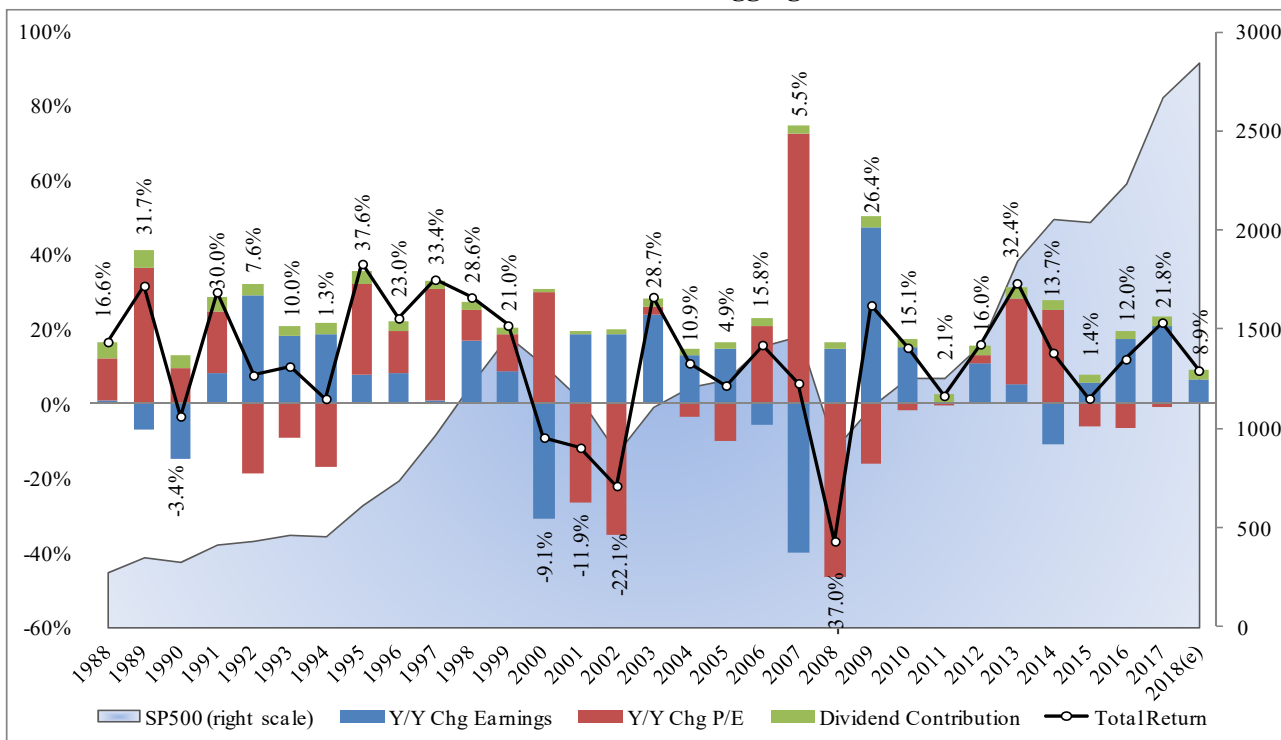


Source: FVCM

Wir gehen davon aus, dass der S&P 500 im Jahr 2018 eine Gesamtrendite von rund 9% erzielen wird (siehe Abbildung 17). Die Grafik zeigt die Gesamtrendite des S&P 500, unterteilt in drei Komponenten: 1) Ergebnisveränderung im nächsten Jahr; 2) Veränderung der Aktienbewertungen - Vorwärtsgerechnetes-Kurs-Gewinn-Verhältnis; und 3) die Auszahlung von Bardividenden an die Aktionäre. Die Analyse wurde auf diese Weise durchgeführt, weil der Markt in Bezug auf das Ergebnis nach vorne blickt. So teilen wir zum Beispiel die 21,8% Gesamtrendite für den S&P 500 im Jahr 2017 auf in eine 20,8% Unternehmensgewinnsteigerung in *diesem Jahr* (2018), eine leichte Schrumpfung des KGV in Höhe von 1,1% und eine Dividendenrendite von 2,4% (inkl. kumulierende Effekte). Jetzt, im Jahr 2018, rechnen die Anleger mit einem moderateren Gewinnwachstum im Jahr 2019. Unsere Erwartung für Aktienrenditen für das Jahr 2018 beträgt etwa 9%, stammend aus 7% des geschätzten Gewinnwachstums im Jahr 2019, keiner Veränderung des KGV und einer Dividendenrendite von 2%.

Chart 17

S&P 500 Return Disaggregation



Source: FVCM, Standard & Poor's Corp.

Abschließende Bemerkung

Unsicherheiten wird es immer geben, aber wir sind weiterhin bullisch in Bezug auf US-Aktien und werden dies auch bleiben, solange bis Daten darauf schließen lassen, dass eine Rezession bevorsteht. Es gab nie eine Zeit, in der die Märkte nicht mit verschiedenen Kombinationen politischer, sozialer und wirtschaftlicher Instabilität konfrontiert waren. Dies ist jetzt nicht anders. Die beste Vorgehensweise bestand darin, einen Großteil der allgemeinen Nachrichten als Lärm zu diskontieren und sich auf den Konjunkturzyklus und die Unternehmensrentabilität zu konzentrieren. Aufgrund der in diesem Bericht erwähnten „Wolken“ haben wir aktuell leicht höhere Cash-Bestände als üblich. Aber es besteht eine zunehmende Wahrscheinlichkeit, dass die Ereignisse in den Schwellenländern sowie möglicherweise an der Handelsfront dazu führen könnten, dass die Federal Reserve ihre Pläne zur Anhebung der kurzfristigen Zinssätze zurückschraubt. Wir wären nicht überrascht, wenn die Fed den Straffungsprozess bis zum Spätsommer oder frühen Herbst verlangsamt. Ein solcher Schritt der Fed könnte der Auslöser für den nächsten großen Aufwärtstrend der Aktienkurse sein. Wir wollen unsere Liquidität vorher reinvestieren.

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.