

H. Terrence Riley III, CFA
26. April 2021

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

Zusammenfassung:

- Die US-Staatsausgaben sind stark angestiegen. Bidens Regierung plant weitere Ausgabenpakete in extremen Höhen.
- Die Biden Administration hat ebenso vorgeschlagen, Unternehmenssteuern, Einkommen- und Kapitalertragssteuern anzuheben.
- Die Unternehmensgewinne sollten in diesem und im nächsten Jahr Rekordniveaus erreichen.
- Die Inflation wird in den nächsten Monaten aufgrund der starken Verbrauchernachfrage, anhaltender Angebotsengpässe und eines „Basiseffekts“ recht hoch ausfallen. Sie sollte sich aber im weiteren Verlauf des Jahres 2021 abschwächen.
- Aktien sind kurzfristig überkauft, eine größere Korrektur wird jedoch nicht erwartet. Die Kurse sollten im nächsten Jahr, analog der Unternehmensgewinne weiter steigen.
- Diese zyklische Erholung der Aktienkurse wird voraussichtlich erst enden, wenn die Inflationserwartungen an Fahrt gewinnen und die Fed ihren Kurs ändert und über eine Straffung der Geldpolitik nachdenkt.

Bidens Agenda ist aggressiver als erwartet

Biden hat seine Amtszeit mit einer ehrgeizigen Agenda begonnen, die wesentlich radikaler ist, als dies zum Ende des Wahlkampfs dargestellt wurde. Nebst zahlreichen bereits eingeführten neuen Regulatorien, die von der Öl- und Gasindustrie bis hin zu Landwirtschaft und Bauwirtschaft viele Bereiche betreffen, will Biden und die Demokratische Partei im Kongress 1,9 Billionen an „Stimulus“-Staatsausgaben verabschieden. Diese 1,9 Billionen wären zusätzlich zu den 4 massiven Stützungspaketen, die seit Beginn der Corona-Krise bereits verabschiedet wurden. Um dieses neue enorme Ausgabenprogramm zu bezahlen, plant Biden höhere Unternehmens-, Einkommens- und Kapitalertragssteuern. Darüber hinaus hat Biden vorgeschlagen, dass die USA die Treibhausgasemissionen bis 2030 um 50% reduzieren und bis 2050 auf null absenken sollen. Insgesamt bewegt sich die Biden-Regierung aggressiv in Richtung des vom linken Flügel der Demokratischen Partei vorgeschlagenen „New Green Deal“.

Die Ausgabenprogramme der US Regierung seit Beginn der Corona Pandemie waren beispiellos:

- März und April 2020** – es wurden drei Hilfspakete in Höhe von insgesamt fast 2,8 Billionen US-Dollar verabschiedet. Diese beinhalteten Direktzahlungen an Einzelpersonen, Kredite mit Tilgungserlass an Unternehmen und andere Programme zur Unterstützung von Konsum und Beschäftigung während des anfänglichen Lockdowns. Diese erste Runde an Staatsausgaben beinhaltete auch Milliarden an US-Dollar, um die Impfstoffentwicklung zu beschleunigen.
- Dezember 2020** – kurz nach der Wahl von Biden, aber bevor Trump sein Amt niederlegte, wurde ein zusätzliches „Konjunkturpaket“ in Höhe von 900 Milliarden US-Dollar verabschiedet, welches zusätzliche Direktzahlungen an Einzelpersonen und Familien ermöglichte. Die Beträge wurden von den Demokraten als unzureichend angesehen und Biden erklärte das Paket als „Anzahlung“.
- März 2021** – eine fünfte Ausgabenrunde wurde von Biden vorgeschlagen und von allen Demokratischen Abgeordneten verabschiedet, welche sich auf zusätzliche 1,9 Billionen US-

Dollar belief. Diese beinhaltete zusätzliche Direktzahlungen an Einzelpersonen, unmittelbar an die Staaten gezahlte Mittel zur Unterstützung derer Bundesstaatshaushalte, erweiterte Arbeitslosenunterstützung und Ausgaben für Bildung und Verkehr, für von der Regierung favorisierte Projekte.

Die Ausgabenprogramme seit Anfang 2020 führten dazu, dass das Haushaltsdefizit der USA auf Bundesebene im zweiten Quartal 2020 auf fast 30% des BIP anstieg. Ein weiterer Anstieg ist zu erwarten. Rückblickend gingen die Steuereinnahmen auf Bundesebene im zweiten Quartal 2020 im Jahresvergleich um 6,4% zurück, da die Menschen zu Hause blieben und die Geschäfte geschlossen waren. Der Haupttreiber des Defizits war jedoch der 92%ige Anstieg der Ausgaben. Die Ausgaben der Bundesregierung sind zu dem Zeitpunkt auf beispiellose 29% des BIP gestiegen. In der zweiten Hälfte des Jahres 2020 erholten sich dann zwar die Einnahmen, aber die Ausgaben blieben auf historisch hohem Niveau. Das Ergebnis ist in Abbildung 2 zu sehen. Die von der Öffentlichkeit gehaltene Bundesverschuldung hat 100% erreicht, ein Niveau, das seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr erreicht wurde.

So extreme diese Zahlen auch sind, die dauerhaften Folgen sind schwer abzuschätzen. Es deutet allerdings einiges darauf hin, dass die Auswirkungen geringer sein könnten, als von vielen erwartet. Japan beispielsweise hat erfolglos versucht, das Wachstum durch staatliche „Stimulus“-Ausgaben anzukurbeln, und weist seit Jahrzehnten große Defizite auf. Die Staatsverschuldung in Japan übersteigt 200% des BIP. Wenn man die Geschichte Japans betrachtet, kann man den Schluss ziehen, dass die Staatsausgaben nichts stimulieren, aber auch, dass große Defizite keine erkennbaren Katastrophen verursachen. Darüber hinaus sind die Kosten für die Aufrechterhaltung dieser Schulden möglicherweise wichtiger als die Höhe der Schulden selbst. In den USA erreichten die Zinszahlungen für Bundesschulden 1991 einen Höchststand von 5,0% des BIP, bevor sie 2003 auf 2,5% des BIP fielen. Im vierten Quartal 2020 lagen die Zinszahlungen noch bei sehr überschaubaren 2,5% des BIP. Es ist ein ziemliches Experiment, in Friedenszeiten so große Defizite zu verursachen. Wir werden die Wirtschaftsdaten genau beobachten, um die Auswirkungen rechtzeitig zu erkennen.

Chart 1

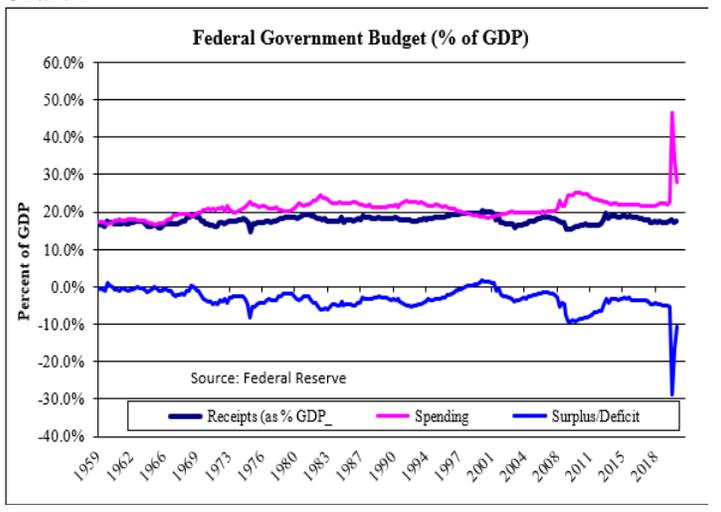
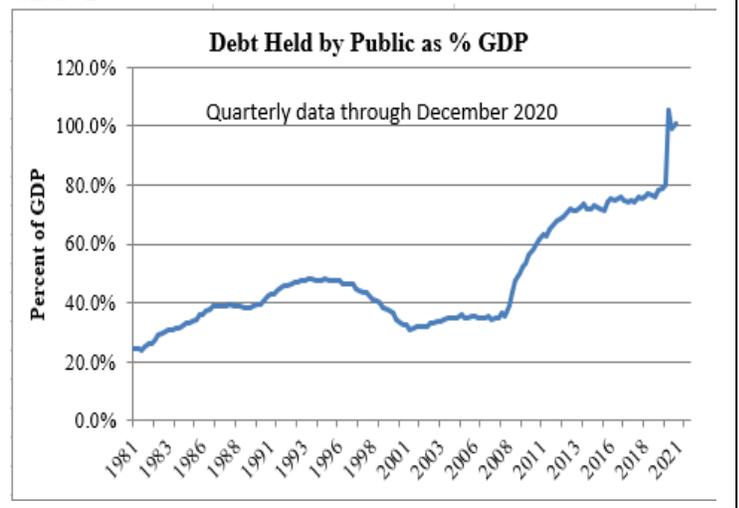


Chart 2



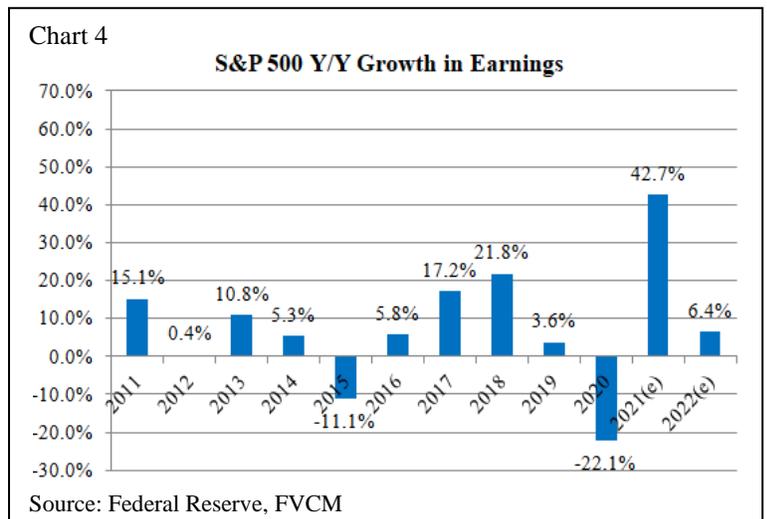
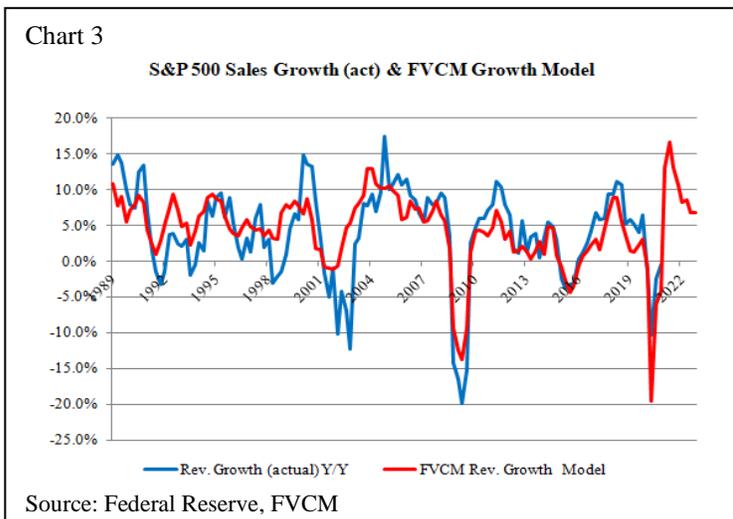
Präsident Bidens vorgeschlagene Steuererhöhungen werden sich voraussichtlich negativ auf die Unternehmensgewinne und die Wirtschaft auswirken, allerdings werden die positiven zyklischen Konsequenzen der endenden Pandemie das kommende Jahr dominieren. Die wichtigsten Punkte von Bidens Steuerplänen sind:

1. Erhöhung des Spitzensteuersatzes auf Bundesebene für natürliche Personen von 37% auf 39.6% und Einführung von Sozialabgaben auf Einkommen über 400.000 USD (derzeit ist die Beitragsbemessungsgrenze für Sozialabgaben bei 142.800 USD und Einkommen darüber werden nicht mit Sozialabgaben belegt).

2. Der Körperschaftsteuersatz würde von 21% auf 28% steigen. Für Buchgewinne würde ein Mindeststeuersatz von 15% gelten.
3. Die Kapitalertragssteuer würde von 20% (23.8% einschließlich dem Zuschlag zur Finanzierung von Obamacare) auf 39.6% (43.4% inklusive Obamacare Zuschlag) steigen.

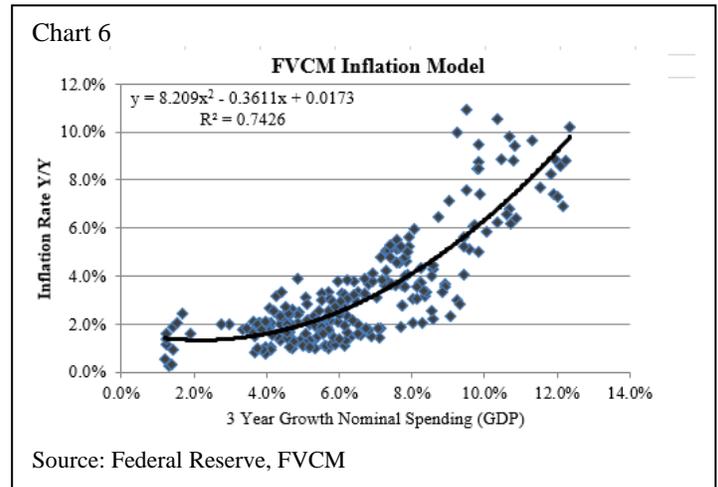
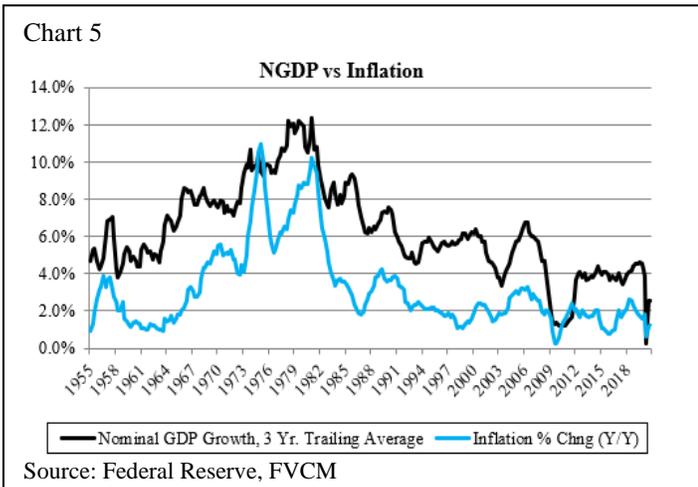
Die Tax Foundation, eine unabhängige Organisation, die sich der Analyse der Steuerpolitik widmet, prüfte Bidens Vorschläge, wobei die Auswirkungen der Änderung der Kapitalertragssteuer ausgenommen sind, da diese erst kürzlich aufkamen. Für die anderen vorgeschlagenen Änderungen wird erwartet, dass die Steuererhöhungen in den nächsten zehn Jahren auf konventioneller Basis zu Steuermehreinnahmen in Höhe von 3,3 Billionen US-Dollar führen werden. Unter Berücksichtigung der makroökonomischen Rückkopplungseffekte werden die Änderungen voraussichtlich 2,8 Billionen US-Dollar einbringen. Die Differenz zwischen den beiden Zahlen spiegelt einen langfristigen Rückgang des BIP um 1,62% wider. Zur Klarstellung, die USA treten jetzt in eine starke zyklische Expansion ein, da sich die Wirtschaft von der Corona-Rezession erholt. Das BIP-Wachstum und das Wachstum der Unternehmensgewinne sollten in diesem und im nächsten Jahr überaus stark sein. Die negativen Auswirkungen höherer Steuern werden sich erst 2023 wirklich bemerkbar machen.

Wir erwarten ein Rekordergebnis von 175 für den S&P 500. Dies entspricht einer Steigerung von enormen 43% gegenüber 2020. Im Jahr 2020 lag das Ergebnis bei 122 und war aufgrund der Pandemie um 22% zurückgegangen. Im Jahr 2020 fiel der Umsatz aufgrund der durch die Pandemie verursachte Rezession um 4% und die Betriebsgewinnmargen wurden von 11,1% im Jahr 2019 auf 9,0% reduziert. Mit der Verfügbarkeit von Impfstoffen und der Normalisierung des Geschäfts, werden die Umsätze in diesem Jahr voraussichtlich um fast 15% zulegen und die Margen voraussichtlich auf 11,3% steigen. Unsere Modelle deuten auf weitere Umsatz- und Ergebnissteigerungen von 7,6% bzw. 6,4% im Jahr 2022 hin. So optimistisch diese Zuwächse auch erscheinen mögen, es gibt wesentlich höhere Schätzungen am Markt und wir sind möglicherweise viel zu konservativ in unserem Ausblick.

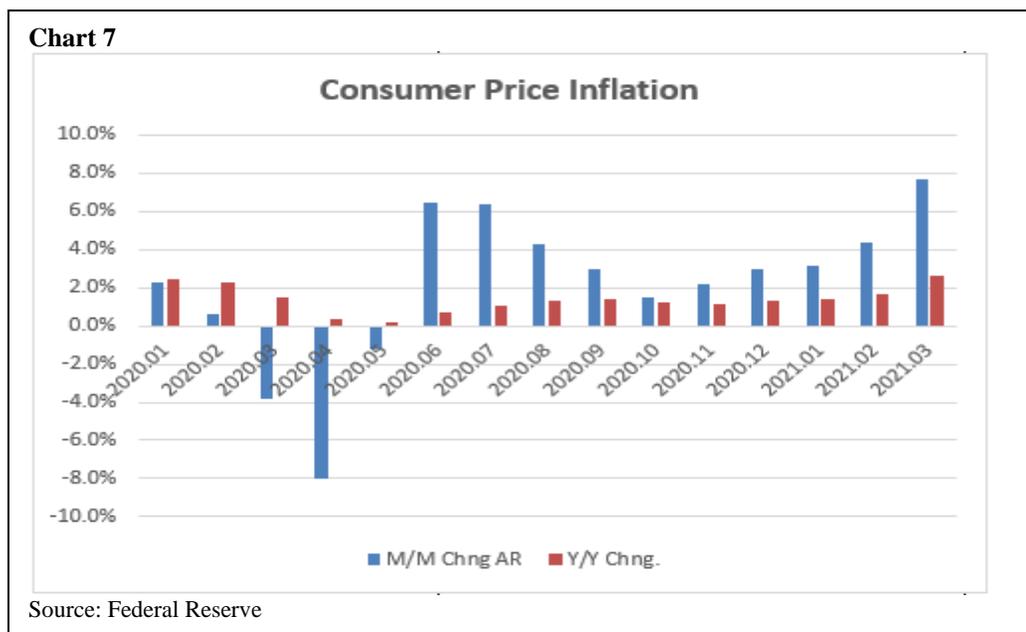


Neben dem Gewinnwachstum ist die Inflation der wichtigste Faktor für die Märkte, da sie die Hauptdeterminante für die langfristigen Anleiherenditen sowie den Diskontierungssatz für Aktien, d.h. das KGV darstellen. Die gute Nachricht ist, dass der zugrunde liegende Inflationsdruck weiterhin gut verankert ist. Inflation ist schwer zu stoppen, sobald sie ansteigt, und es ist schwer sie steigen zu lassen, wenn sie niedrig ist. Zwar liefert eine Erhöhung der Geldmenge Treibstoff für die Inflation, aber damit das Geld inflationär wirkt, muss es ausgegeben werden. Wenn Geld unter der Matratze der Menschen liegt, kann es keine Inflation verursachen. Daher sehen wir in Abbildung 5 die Beziehung zwischen den nominalen Ausgaben und der dreijährigen nachlaufenden Inflation. Unser Modell in Abbildung 6 zeigt die hohe Übereinstimmung zwischen früheren Ausgaben und der aktuellen Inflation. Da die nominalen Ausgaben in den letzten drei Jahren nur um 2,5% gestiegen sind, liegt der zugrunde liegende Inflationsdruck nur bei 1,3%. Selbst wenn wir bis 2022 eine superstarke Wachstumsrate von 8%

bei den Ausgaben pro Quartal modellieren, erreichen wir trotzdem nur eine Inflationsrate von 2,0%. Diese günstigen Inflationsaussichten für die nächsten zwei Jahre wirken sich sehr positiv auf die Aktienbewertungen aus. Der Anstieg der Aktienkurse, den wir gesehen haben, spiegelt diesen „Goldlöckchenzustand“ mit starken Gewinnen und hohen Bewertungen aufgrund des gedämpften Inflationsdrucks wider.



Obwohl der zugrundeliegende Inflationsdruck verhalten bleibt, werden die kurzfristigen Inflationsdaten wahrscheinlich aufgrund von pandemiebedingten Lieferschwierigkeiten und aufgrund der Art der Inflationsbilanzierung unstabil sein und zeitweise höher ausfallen. Als die Wirtschaft im März 2020 ins Stocken geriet, sanken die Ausgaben und die Verbraucherpreise fielen in diesem Monat um 3,8% auf Jahresbasis gerechnet (siehe Abbildung 7 unten). Diesem Preisverfall folgte ein noch stärkerer Rückgang der Verbraucherpreise um 8,0% (auf annualisierter Rate „ar“) im April 2020 und ein Rückgang um 1,2% (ar) im Mai. Im Jahresvergleich sank die Verbraucherpreis-inflation (CPI) auf 0,2%. Jetzt sehen wir die Kehrseite der Medaille. Im März 2021 stieg der CPI um 0,7% (ar) und die Jahresrate ist auf 2,6% gestiegen. Die Jahr-zu-Jahr-Zahlen werden bis Mai weiterhin schlecht aussehen, da sie mit den niedrigen Zahlen des Vorjahres verglichen werden. Dies wird als "Basiseffekt" bezeichnet. Da sowohl die Engpässe in der Lieferkette als auch der Basiseffekt als vorübergehend angesehen werden, sehen wir keine wesentlichen Auswirkungen auf die Märkte.



Obwohl das sogenannte „Easy Money“ in den letzten 12 Monaten verdient wurde, als sich die Märkte von den Tiefstständen der Pandemie erholten, empfehlen wir den Anlegern, weiter in Aktien investiert zu bleiben. Die aktuellen Haupttreiber des Bullenmarktes bleiben bestehen: Einführung von Impfstoffen und Normalisierung des Geschäftsbetriebs; lockere Geld- und Fiskalpolitik; eine rasche Erholung des Wirtschaftswachstums und der Gewinne. Trotz all diesen positiven Aspekten muss nach den starken Zuwächsen des vergangenen Jahres und aufgrund der positiven Erwartungshaltung am Markt jetzt natürlich eine vorsichtigere Haltung vorherrschen. Es ist wichtig den Themen wie Rekordwachstum, Margen-Gegenwind, Steuerrisiko, überzogener Erwartungshaltung und hohe Bewertung genügend Aufmerksamkeit zu schenken. Ganz allgemein gilt aber nach wie vor: Die Märkte steigen in der Regel, weil die Gewinne auf lange Zeit steigen. Die Pessimisten am Aktienmarkt sind selten die erfolgreichen Investoren. Wir werden anfangen uns Sorgen zu machen, wenn die Kerninflation zu einem anhaltenden Problem wird und sich die Diskussionen der Federal Reserve in Richtung einer Straffung der Geldpolitik verschieben. Dies wird die Zeit sein, in der sich der Fokus an den Märkten auf den nächsten Abschwung im Konjunkturzyklus konzentriert. Ironischerweise könnte der Zeitpunkt, an dem die Fed anfängt, die kurzfristigen Zinssätze anzuheben, auch der richtige Zeitpunkt sein, um von Aktien zurück zu langfristigen US-Staatsanleihen zu wechseln. Wir sind aber bei Weitem noch nicht an diesem Punkt angekommen und Geduld sollte sich in der Zwischenzeit auszahlen.

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.