

H. Terrence Riley III, CFA
16. Juli 2021

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

Growth versus Value Werte, der Kampf beginnt!

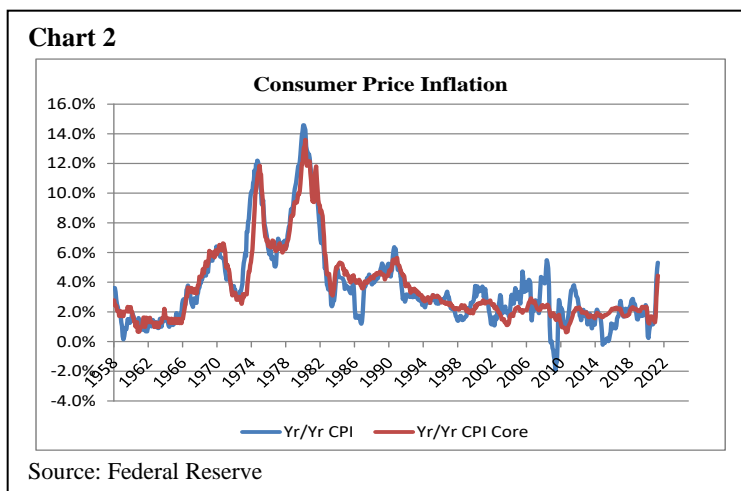
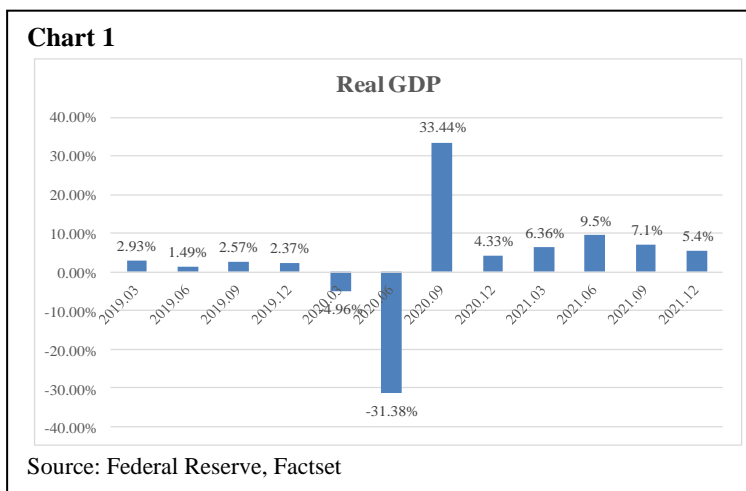
- Zyklische Werte und Value Aktien haben den Markt Anfang des Jahres outperformt, aber die Jumbo-Technologieaktien konnten in letzter Zeit wieder aufholen.
- Die jüngste Stärke der Jumbo-Growth-Aktien ging Hand in Hand mit dem Fall der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen; diese fielen von 1,7% auf 1,3%.
- Die Inflation ist stärker als erwartet in Fahrt gekommen. Es wird immer häufiger diskutiert, ob die Fed ihr Anleihekaufprogramm früher als bisher gedacht zurückfahren muss.
- Es wird zunehmend diskutiert, ob wir uns in einer starken und langanhaltenden zyklischen Erholung befinden, oder ob das Wirtschaftswachstum bald an Schwung verlieren wird. Value Werte würden im ersteren Szenario glänzen, während Growth Aktien am besten im letzteren Szenario performen sollten. Wir richten deswegen unsere Strategie etwas neutraler aus.
- Im ersten Quartal 2021 stieg das operative Ergebnis des S&P 500 um über 143%. Dies ist im Vergleich zum Vorjahr, welches vom Corona Einbruch geprägt war. Die Ergebnisse des zweiten Quartals werden aktuell veröffentlicht und es werden weitere große Zuwächse erwartet.
- Der S&P 500 erzielte im ersten Halbjahr 2021 eine Gesamtrendite von 15,3%. Die weiteren Zuwächse werden wahrscheinlich weniger beeindruckend ausfallen.

Der S&P 500 Value Index stieg zwischen August 2020 und Mai 2021 um 29,2%, während der S&P Growth Index nur um 13,4% zugelegt hat. Die starke Performance von zyklischen und anderen Value-Aktien in diesem Zeitraum spiegelte den Optimismus wider, dass die Pandemie eingedämmt werde und es zu einer starken wirtschaftlichen Erholung kommen wird. Aggressive Maßnahmen der Regierung zur Bereitstellung von Liquidität für alle Gruppen der Gesellschaft trugen dazu bei, dass rapides Wachstum erwartet wurde. Diese Prognosen werden nun erfüllt. Parallel zum wirtschaftlichen Optimismus, welcher die Value-Aktien in die Höhe trieb, stiegen auch die Anleiherenditen. Anleger veräußerten ihre „sicheren Vermögenswerte“, welche während der dunkelsten Zeit Anfang des Jahres 2020 gesucht waren. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen erreichte im Juli/August 2020 mit 0,5% Rendite ihren Tiefpunkt. Im April und Mai 2021 lagen die Renditen jedoch wieder bei 1,6-1,7%.

Seit Anfang Juni, in der jüngsten Wende der Märkte, ist die Kapitalisierung der fünf größten Technologieunternehmen – Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet und Facebook – um mehr als 1 Milliarde US-Dollar gestiegen. In den letzten zwei Monaten hat der S&P 500, der ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index ist, den ganzen Performancevorsprung den der „gleichgewichtete“ (equal-weighted) S&P 500 dieses Jahr hatte, aufgeholt. In letzter Zeit wird die gesamte Performance des S&P 500 durch eine Handvoll großer Aktien erwirtschaftet, während der Rest des Marktes nachgibt. Es ist kein Zufall, dass die Rückkehr dieser Jumbo-Growth-Aktien mit einem Rückgang der Anleiherenditen und einer Schwäche bei Value-Aktien zusammenfällt. Es entstand Unsicherheit über die Nachhaltigkeit des raschen zyklischen Wachstums aufgrund der höheren Inflationszahlen, welche zuletzt im Jahr 2008 zu sehen waren, als der Ölpreis anstieg. Die Möglichkeit, dass die Fed eher früher als später die Anleihekäufe reduzieren muss, wird zunehmend diskutiert, obwohl noch niemand eine Erhöhung der kurzfristigen Zinsen in Betracht zu ziehen scheint. Der Ansturm auf die Mega-Cap-Technologiewerte scheint überzogen und die Rally könnte verpuffen, wenn das allgemeine

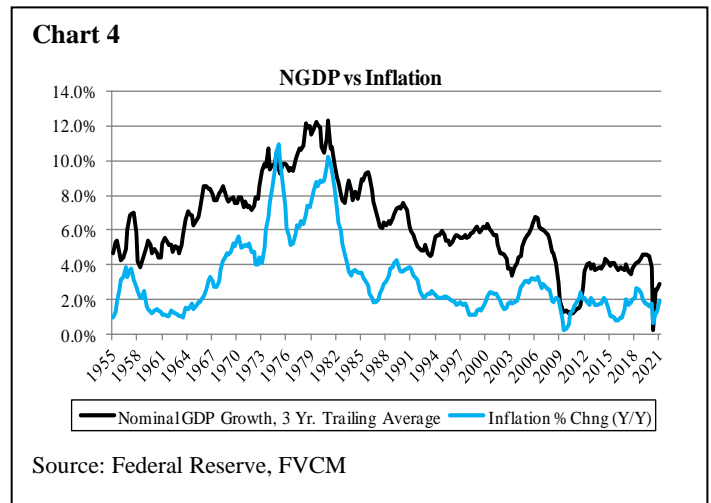
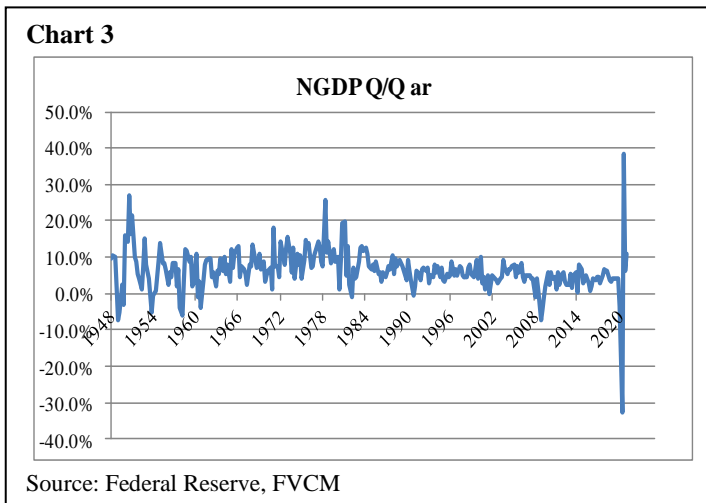
Wirtschaftswachstum sich als weiter stark herausstellt. Technische Indikatoren deuten darauf hin, dass sich diese Aktien auf einem kurzfristigen Höchststand befinden. Auch die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe scheint beim gleitenden 200-Tage-Durchschnitt Unterstützung zu finden und könnte wieder anziehen.

Die Schwankungen des Marktes spiegeln die seltsamen Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft und die hohe Unsicherheit wider. Was wir aber wissen, ist dass die USA zurzeit ein starkes Wirtschaftswachstum und hohe Inflation aufweist. Die Wirtschaft schrumpfte in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres stark, ist aber seit dem 3. Quartal 2020 wieder auf Wachstumskurs. Im ersten Quartal dieses Jahres lag die annualisierte Wachstumsrate des realen BIP bei soliden 6%. Für das zweite Quartal liegt die aktuelle Konsensprognose bei sogar 9%. Die Konsensmeinung für das reale BIP-Wachstum für das gesamte Jahr 2021 und 2022 beträgt 6,6% bzw. 4,0%. Alle Prognosen unterliegen jedoch bestimmten Annahmen, und die aktuellen Prognosen basieren vermutlich auf der Erwartung, dass die Federal Reserve bis 2022 sehr entgegenkommend bleiben wird, da der Vorsitzende Powell sagte, er habe keine Pläne eine restriktivere Geldpolitik zu fahren. Die jüngsten Inflationszahlen haben jedoch die Diskussionen verstärkt, dass die Geldpolitik geändert werden muss, obwohl Powell versichert hat, dass dies nicht der Fall sein wird.

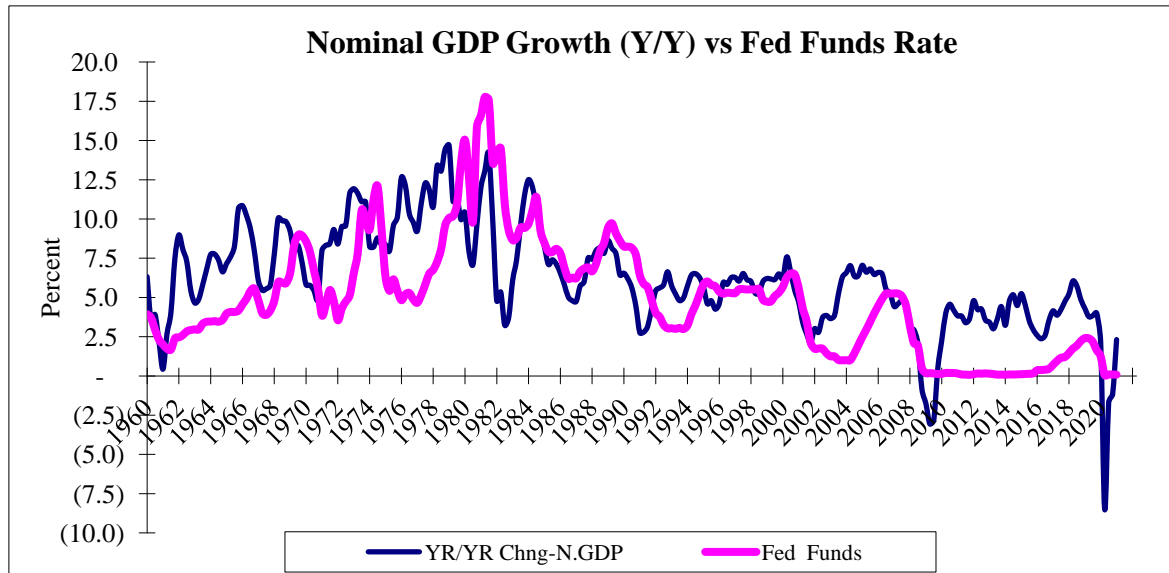


Der Verbraucherpreisindex stieg im Juni auf Monatsbasis um schockierende 0,9% und ist nun im Jahresvergleich um 5,3% gestiegen (Chart 2). Selbst der sogenannte Kernindex, der volatilere Nahrungsmittel- und Energiepreise ausklammert, legte im Jahresvergleich um 4,5% zu. Die Fed betrachtet diese Preiserhöhungen als „vorübergehend“, da es viele Lieferunterbrechungen, wie die Knappheit von Computerchips und einen daraus resultierenden Rückgang der Autoproduktion gegeben hat. Die Gebrauchtwagenpreise sind stark gestiegen und selbst Automieten sind erschreckend teuer geworden, da die Autovermieter während der Pandemie einen Großteil ihrer Autobestände verkauft haben, um Liquidität zu beschaffen. Diese Engpässe werden sich zwar von selbst wieder auflösen, aber die niedrigen Zinsen haben zu einem starken Anstieg der Eigenheimpreise beigetragen. Und jetzt steigen auch die Mietpreise für Eigenheime schneller. Diese machen etwa 40% des Verbraucherpreisindex aus. Darüber hinaus haben staatliche Einkommenstransfers, die durch die Geldschöpfung der Fed finanziert werden, zweifellos die Kaufkraft der Verbraucher erhöht. Diese Kräfte sind schwer gegeneinander abzuwägen, aber es gibt Gründe zu bezweifeln, dass die Inflation ein so großes Problem darstellt, wie die jüngsten Daten vermuten lassen.

Liegen die Ausgaben, gemessen am nominalen BIP (NGDP), für einen längeren Zeitraum über der Fähigkeit der Wirtschaft Güter und Dienstleistungen in ausreichendem Umfang zu produzieren, so führt dies zu einer dauerhaften Veränderung des Preisniveaus. Aus dieser Perspektive sieht es mit der Inflation nicht so schlecht aus. Wir können feststellen, dass die nominalen Ausgaben im dritten Quartal 2020 eine beispiellose jährliche Wachstumsrate von 38% erreichten (siehe Chart 3 unten). Dies folgte auf einen Rückgang von 33% im zweiten Quartal. Solche extremen kurzfristigen Schwankungen sind nicht ausschlaggebend für die Inflation. Permanente Veränderungen des Preisniveaus sind auf eine nachhaltige Ausgabenperiode zurückzuführen, wie sie anhand des in Chart 4 dargestellten dreijährigen Durchschnitts des NGDP gemessen wird. Die extremen kurzfristigen Ausgabenschwankungen in Chart 2 verzerren, statt Klarheit zu bringen. In den letzten drei Jahren ist das nominale BIP nur um durchschnittlich 2,9% gewachsen, was sicherlich darauf hindeutet, dass der zugrunde liegende Inflationsdruck immer noch unter 2% liegt.



Wie bereits angesprochen, laufen die Veränderungen der Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen parallel zu den Wachstumserwartungen und dem “Push-and-Pull” zwischen Value- und Growth-Aktien. Der folgende Chart erklärt einen guten Teil dieser Situation. Schauen wir uns Chart 5 genauer an. Die Änderungen des kurzfristigen Fed Funds-Zinssatzes folgen eindeutig den Änderungen des nominalen BIP. In der Vergangenheit war die Geldpolitik der Fed typischerweise eine Reaktion auf Veränderungen der Wachstumsraten. Die Fed kann nicht im Voraus bestimmen, ob sie die Zinsen anheben oder senken sollte. Zudem können die Zinsen einige Jahre lang steigen, bevor das Wachstum sich abschwächt. Auch ist zu beachten, dass die nominalen Wachstumsraten vor 1980 höher waren als der Zinssatz der Fed Funds und sowohl Wachstumsraten als auch Zinssatz waren im Aufwärtstrend. Als der damalige Fed-Vorsitzende Paul Volker die Zinssätze über die nominalen Wachstumsraten an hob, kehrte sich das Verhältnis um und beide begannen – zusammen mit der Inflation – rückläufig zu werden. Der Vorsitzende Powell weiß sehr genau, dass auf den Versuch der Fed, die Zinsen zwischen 2004 und 2008 anzuheben, eine Finanzkrise und ein Einbruch der Ausgaben folgten. Das nominale BIP drehte während der Krise von 2008/2009 sogar ins Negative. Und nach einem dürrtigen Versuch, die kurzfristigen Zinssätze zwischen Dezember 2015 und Dezember 2018 zu „normalisieren“, als das Ziel für Fed Funds Zinsen von 0,13% auf 2,13% stieg, begannen sich die Ausgaben abzuschwächen, und die Fed legte schnell den Rückwärtsgang ein und begann im Juli 2019 mit Zinssenkungen. Mit Corona verzeichneten wir einen noch stärkeren Rückgang der nominalen Ausgaben als in den Jahren 2008/2009.

Chart 5

Source: Federal Reserve, FVCM

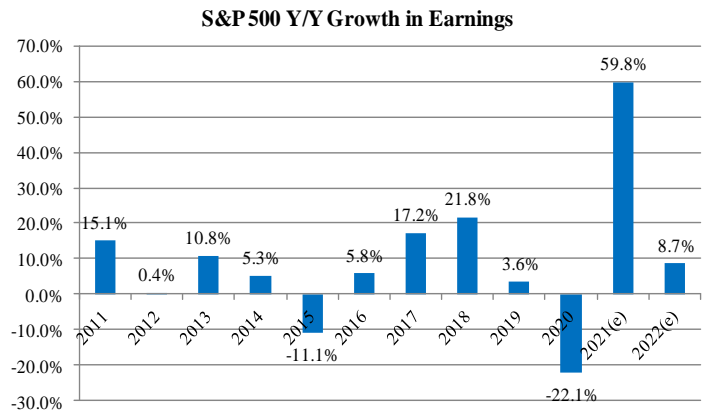
Die Politik der Fed ist heute aufgrund der weltweit hohen Verschuldung eine Andere als in den vergangenen Jahrzehnten. Schon geringe Zinserhöhungen drücken die Ausgaben. Aus diesem Grunde ist die Fed bereit, die Zinsen auch bei anziehender Konjunktur extrem niedrig zu halten. Die Fed befürchtet, dass die Ausgaben unter der Last der Schulden zusammenbrechen, sobald sie die Zinsen anhebt. Sogar die Konsumentenausgaben im Ausland wären davon betroffen, da ausländische Zentralbanken normalerweise der Fed folgen, um ihre Währungen zu verteidigen. Leider ist das Schuldenproblem ein massives globales Problem, das über Jahrzehnte gewachsen ist. Die Fed hat die Geldmenge drastisch ausgeweitet, die Mindestreserveguthaben massiv erhöht und die Zinssätze auf dem Tiefpunkt gehalten, weil sie nicht will, dass die Nominalausgaben negativ werden. Dies könnte zu einem surrealen Umfeld führen, in dem die Zinsen auf Schuldverschreibungen in Dollar, der globalen Reservewährung, negativ werden. Wenn die Fed jedoch erfolgreich ist, wird das nominale Wachstum zumindest für die nächsten Jahre moderat bleiben und die reale Schuldenlast sinken.

Die Gewinne des S&P 500 sollten 2022 um 8,7% steigen, zusätzlich zu einem Anstieg von 59,8% im Jahr 2021. Ist das schlecht? Eine Rechtfertigung für das Wiederaufleben der Mega-Cap-Tech-Aktien ist, dass sich die Wirtschaft und die Unternehmensgewinne jetzt der „Wachstumsspitze“ (peak growth) nähern und dass sich die Wachstumsraten in Zukunft abschwächen werden. Natürlich ist dies wahrscheinlich der Fall, aber ein Gewinnwachstum von 8,7 % erscheint immer noch angemessen. Es gibt überhaupt keine Anzeichen dafür, dass eine Rezession oder etwas Gleichartiges bevorstehen könnte. Die Zinsstrukturkurve, die einer der sichersten Indikatoren für zukünftiges Wachstum ist, bleibt trotz des jüngsten Renditerückgangs am langen Ende der Kurve positiv. Die Einkaufsmanagerindizes bleiben sehr stark. Die Liquidität ist reichlich. Die Bilanzen der Haushalte (im Gegensatz zur Staatsverschuldung) sind stark, und es gibt mehr Arbeitsplätze als Arbeitssuchende. Die Wirtschaft befindet sich in einer einzigartigen Boom-Situation und unsere Schätzung des Gewinnwachstums von 8,7% für 2021 ist wahrscheinlich zu konservativ. Auch im Jahr 2023 sind weitere gute Gewinnsteigerungen zu erwarten. Auch wenn die Fed im Jahr 2022 mit der Straffung der Geldpolitik beginnt, dürfte wie üblich die Expansion noch einige Jahre anhalten. Dieses Szenario ist für Value-Aktien attraktiv.

Table 1: S&P 500 Earnings

	Revenue	Operating Earnings	Special Items	GAAP Earnings
2011	1,052.83	96.44	9.49	86.95
2012	1,092.37	96.82	10.31	86.51
2013	1,116.81	107.30	7.10	100.20
2014	1,163.32	113.01	10.70	102.31
2015	1,127.13	100.45	13.92	86.53
2016	1,150.68	106.26	11.71	94.55
2017	1,231.57	124.51	14.63	109.88
2018	1,343.01	151.60	19.21	132.39
2019	1,415.01	157.12	17.65	139.47
2020	1,362.39	122.37	28.24	94.13
2021(e)	1,600.78	195.51	16.24	179.27
2022(e)	1,738.21	212.49	17.74	194.75

Source: S&P Global, FVCM

Chart 6

Source: S&P Global, FVCM

Das Forward KGV des S&P 500 lag Anfang 2021 bei 19,2 und liegt aktuell bei etwa 21, was im aktuellen Umfeld nicht überhöht ist. Aktienkurse tendieren dazu, zu steigen, solange die Gewinne steigen, unabhängig von der Richtung der Zinssätze. Da die Fed sich verpflichtet hat, die Zinssätze noch länger niedrig zu halten, stehen die Chancen für die Wirtschaft, die Unternehmensgewinne, sowie für Value-Aktien und zyklische Aktien gut.

Table 2**S&P 500**

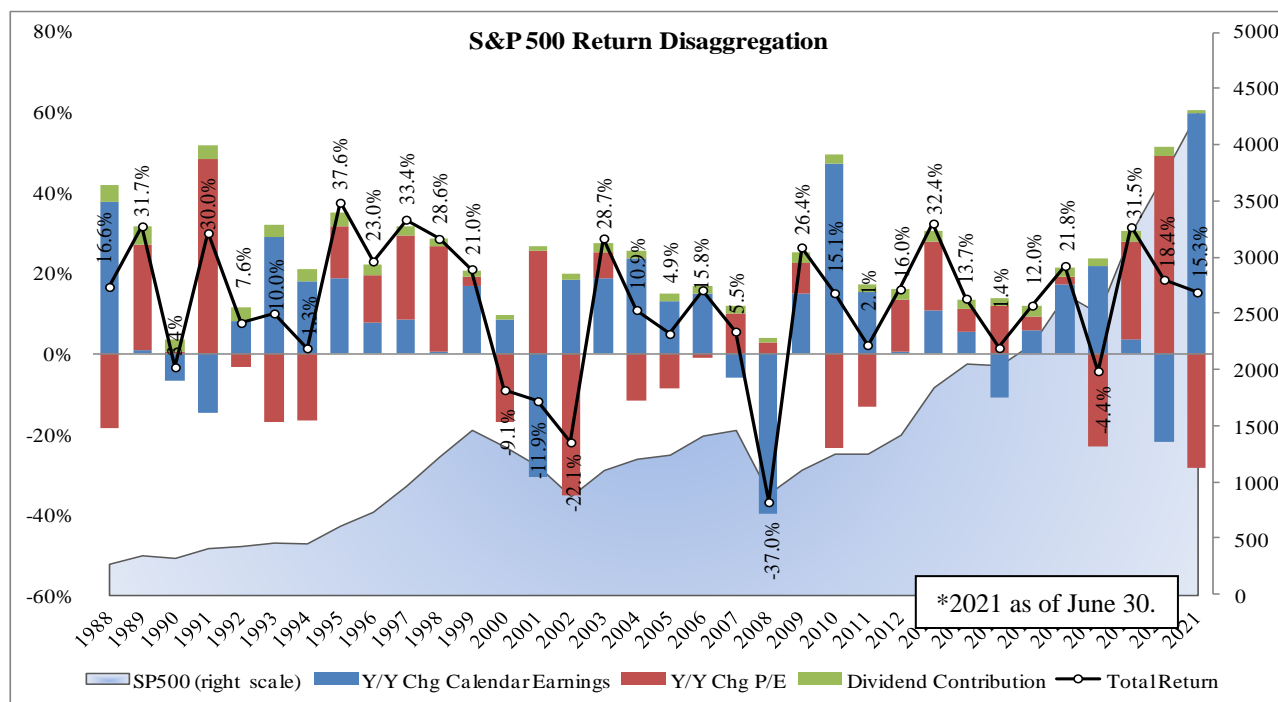
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Price (Beginning of Year)	1,848.36	2,058.90	2,043.94	2,238.83	2,673.61	2,506.85	3,230.78	3,756.07
Earnings (forward)	113.01	100.45	106.26	124.51	151.60	157.12	122.37	195.51
P/E Ratio	16.4	20.5	19.2	18.0	17.6	16.0	26.4	19.2

Source: S&P Global, FVCM

Die Rendite von 15,3% für den S&P 500 im ersten Halbjahr 2021 spiegelt den für das Kalenderjahr 2021 geschätzten Gewinnanstieg von 60% wider, der durch eine niedrigere Bewertung (KGV) ausgeglichen wird. Aktienrenditen können aus drei Quellen erlangt werden: 1. Änderung der Unternehmensgewinne; 2. Änderung in der Bewertung der Firmen; und 3. Dividenden (siehe Chart 7). Typischerweise wird ein starker Gewinnrückgang, beispielsweise während einer Rezession, teilweise durch einen Anstieg des KGV ausgeglichen. Umgekehrt sinken die Bewertungen tendenziell, wenn sich die Gewinne einem Höchststand nähern. Mit anderen Worten, KGVs wirken wie ein Puffer, wenn sich die Gewinne kurzfristig extrem entwickeln. Über lange Zeiträume geht ein Aufwärtstrend der Gewinne mit einem Aufwärtstrend der Aktienkurse einher und Bewertungen spielen eine untergeordnete Rolle. Wie bereits erwähnt, wird das Gewinnwachstum im nächsten Jahr voraussichtlich in einem ziemlich normalisierten Bereich von 8 bis 10% liegen. Wir erwarten nicht, dass sich das KGV signifikant erhöhen wird, wenn sich das Gewinnwachstum normalisiert. Der breite Aktienmarkt sollte dann in ähnlicher Weise wie der Gewinnanstieg bei den Unternehmen um 8 bis 10%, steigen. Dividenden können die Renditen um weitere 2% steigern. Das mag nicht besonders aufregend klingen, aber angesichts der Alternativen auf den Anleihemärkten und anderswo, erscheinen solche Renditeerwartungen sehr attraktiv. Im Hinblick auf den Wettbewerb Value versus Growth: Wenn die Fed, wie derzeit erwartet, sehr entgegenkommend bleibt, wird Value einen Vorteil haben und wahrscheinlich die breiten Indizes

schlagen. Sollte die Fed jedoch früher als derzeit erwartet mit der Straffung der Geldpolitik beginnen und das allgemeine Wirtschaftswachstum ins Stocken geraten, werden die Large-Cap-Growth Titel wahrscheinlich wieder dominieren.

Chart 7



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 US-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.