

ValueInvestor

Ausgabe 14/2017



Inhaltsverzeichnis

Maganomics und die Hausse an der Wall Street	2
Die Renaissance des amerikanischen Kapitalismus und wie Anleger davon profitieren.....	2
Impressum und Disclaimer	9

Maganomics und die Hausse an der Wall Street

„Even apart from the instability due to speculation, there is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than mathematical expectations, whether moral or hedonistic or economic. Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as the result of animal spirits - a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities.“

John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*; 1936

“ ...Economic growth and job creation will not solve all of our problems, but they will make our problems easier to solve. This is the direction we are choosing today. We know where the status quo leads ... For years, the powers-that-be have blocked and stonewalled reform under the umbrella of an arrogant, condescending, and paternalistic ideology. An ideology that seeks to limit mobility, to limit aspirations, to accept less in our lives. It is a view of the world that sees life and the economy as a zero-sum game ... ”

House Speaker Paul Ryan, 19.12.2017

1936 publizierte John Maynard Keynes seine berühmte *General Theory*, deren Inhalte und theoretischen Grundgerüste bis heute zu den bedeutendsten Bausteinen der volkswirtschaftlichen Lehre zählen. Doch die Keynesianer des 21. Jahrhunderts scheinen vergessen zu haben, was ihr ideologischer Gründervater einst postulierte: Mehr noch als rationale, rein vernunftorientierte Entscheidungsprozesse sind es die animalischen Instinkte, die Lebensgeister, die die Grundlagen und Triebkräfte menschlichen Handelns bilden. Wirtschaftspolitik muss demzufolge den spontanen Optimismus, die Lebensgeister der handelnden Individuen beflügeln, soll sie die erhofften Früchte tragen.

Am **20.12.2017** beschloss der amerikanische Kongress nach nächtelangen Debatten das **größte Steuersenkungspaket** aller Zeiten und die **bedeutendste Reform der Steuergesetze** seit Ronald Reagans Reform des Jahres 1986. Die Erklärung, warum nach einer jahrelangen wirtschaftlichen Expansion und vor dem Hintergrund einer sich bereits erholenden Weltwirtschaft eine **Senkung der Steuerlast** um rund **1,5 Billionen US-Dollar** beschlossen wurde, lautet wie folgt: Mehr als **8 Jahre** nach dem **Ende der Großen Rezession** der Jahre 2008 und 2009 verzeichnete die amerikanische Volkswirtschaft das **schwächste durchschnittliche Wirtschaftswachstum seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges**. Die einstige Wachstumslokomotive ist zu einem antriebslosen Nachzügler mutiert. Der amerikanische Traum, der besagt, dass es jeder Generation besser gehen solle als der vorherigen, dass Wohlstand und Prosperität unabhängig von Herkunft und Geburt für jeden erreichbar sein sollen solange er nur hart genug dafür arbeitet, scheint mehr und mehr in Vergessenheit zu geraten.

Was die Wirtschaft daher dringend benötigte, war eine starke Dosis der keynesianischen *animal spirits*, verabreicht in Form einer angebotsorientierten, produktivitätssteigernden Steuerreform. Der am 20.12.2017 verabschiedete *Tax Cuts and Jobs Act* injiziert der schwächelnden, auf zitternden Beinen wandernden amerikanischen Volkswirtschaft genau jenes Serum, das die ökonomischen Lebensgeister zu neuen Kräften erwecken soll.

Die Hauptbestandteile des unternehmensbezogenen Teils des Reformpaketes (die **Senkung der Körperschaftssteuer von 35 auf 21 Prozent**, die Möglichkeit einer **vollständigen Abschreibung der Investitionsausgaben im ersten Jahr** und die **Repatriierung der ausländischen Gewinne zu reduzierten Steuersätzen**) liefern jenen Wachstumsimpuls, der dem bescheidenen Konjunkturaufschwung bisher fehlte: Seit Jahren dümpeln die Anlageinvestitionen der Unternehmen auf einem historisch niedrigen Niveau, dadurch bedingt verzeichnet die Wirtschaft auch die geringsten Produktivitätswachstumsraten seit Jahrzehnten. An dieser Stelle kommt wiederum Keynes ins Spiel: Während in der kurzen Frist, wie John Maynard Keynes richtigerweise postulierte, eine antizyklische, nachfrageorientierte Politik entscheidend zu einer Überwindung von Wirtschaftskrisen beiträgt, sind mittel- bis langfristig völlig andere Faktoren ausschlaggebend für ein nachhaltiges Wachstum und eine Zunahme des allgemeinen Wohlstandes.

Die langfristigen Wachstumsraten sind von zwei Faktoren abhängig: Der Wachstumsrate der erwerbstätigen Bevölkerung und der Wachstumsrate der Produktivität. Die sinkenden Erwerbs- und Beschäftigungsquoten sind zwar zum Teil durch eine zunehmende Alterung der Bevölkerung bedingt, sieht man sich jedoch die Statistiken genauer an lässt sich feststellen, dass auch in der Gruppe der 20 bis 50jährigen ein deutlicher Rückgang zu beobachten ist. Eine demokratische Präsidentschaft, die die amerikanischen Unternehmen mit immer neuen, immer kostenintensiveren Regulierungsvorschriften überzog und gleichzeitig durch allzu großzügige Sozialleistungen die Erwerbsanreize verminderte, trug entscheidend zu diesen Rückgängen bei. Die stetig steigende Steuerlast, das antiquierte Steuersystem und die immensen bürokratischen Hürden ließen die Investitionstätigkeit erlahmen, infolgedessen sanken die Zuwachsraten der Produktivität Jahr für Jahr auf immer tiefere Niveaus.

Seit rund einem Jahr findet eine völlige Trendumkehr, beginnend mit den reinen Stimmungsindikatoren und zunehmend auch in den quantitativen Messgrößen, statt. Die Präsidentschaftswahl des Jahres 2016 bildete die entscheidende Zäsur: War der Umkehrschub zunächst überwiegend in so genannten Sentimentindikatoren wie dem Konsumentenvertrauen oder den Einkaufsmanagerindizes sichtbar, begann im Laufe des Jahres 2017 allmählich eine gesamtwirtschaftliche Trendumkehr einzusetzen. Zum ersten Mal seit den Jahren 2004 und 2005 scheint es möglich, dass die amerikanische Wirtschaft mehr als zwei Quartale hintereinander mit Raten von mehr als drei Prozent wächst, sofern sich der Trend der letzten beiden Quartale fortsetzt.

Bereits vor der Verabschiedung der bahnbrechenden Steuerreform steigen die Anlageinvestitionen der Unternehmen mit beinahe zweistelligen Raten an, die Industrieproduktion erholt sich und die Konsumausgaben der Privathaushalte wachsen stetig. Die **bürokratischen Hürden** werden gleichzeitig mit atemberaubender Geschwindigkeit **abgebaut**: Präsident Trump versprach zur Amtseinführung, dass für jede neue Regulierungsvorschrift zwei alte abgebaut und entfernt werden sollten. Dieses Ziel wurde bei weitem übertroffen: Im größten und bedeutendsten Erfolg im Kampf gegen bürokratische Hürden wurden **für jede neue Vorschrift 22 alte getilgt!**

Die Gegner des Wachstums- und Reformpaketes, interessanterweise überwiegend im neokeynesianischen Lager zu finden, argumentieren wie folgt: Der durch die Steuersenkung induzierte Wachstumsschub komme zu spät und zum falschen Zeitpunkt, das Steuerpaket

würde zu steigenden Zinssätzen und Inflationsraten führen, sei sozial ungerecht und verteilungspolitisch falsch. Viele bezweifeln sogar die Tatsache, dass Unternehmenssteuersenkungen überhaupt nennenswerte Wachstumsimpulse liefern.

In der Tat besteht eines der Risiken einer Steuerreform zum derzeitigen Zeitpunkt einer fortgeschrittenen Konjunkturerholung in der Möglichkeit steigender Anleihezinsen (verursacht durch den so genannten *crowding out Effekt*) sowie einem möglichen Anstieg der Inflationsraten. Die bisherige Wachstumsperiode war jedoch gerade durch ein historisch niedriges Zinsniveau und magere Lohn- und Preisanstiege gekennzeichnet. Ein nachhaltiger Anstieg des Wachstums, verbunden mit maßvollen Zinserhöhungen der Notenbank, wäre mehr als nur willkommen. Lohnzuwächse, die aus einer steigenden Arbeitsproduktivität resultieren, würden genau jenen fehlenden Mosaikstein bilden, der das Bild eines breiten Wirtschaftsaufschwunges vervollkommnet.

Beginnend mit Januar 2018 werden die amerikanischen Unternehmen bei vorsichtigen Schätzungen insgesamt **rund 2 Billionen US Dollar an** im Ausland geparkten Gewinnen in ihre **Heimat repatriieren** und die erhöhten Gewinne teilweise durch Dividendensteigerungen und Aktienrückkäufe an ihre Anteilseigner weitergeben. Die auf 21 Prozent gesenkte Körperschaftssteuer führt bei Unternehmen, die ihre Gewinne vollständig in den USA erzielen und auch versteuern, zu geschätzten **Gewinnzuwächsen von mehr als 21 Prozent**.

Der amerikanische Leitindex **S&P 500**, der **Ende November, exakt 12 Monate nach Publikation unserer Prognose vom November 2016 das Kursziel von 2600 Indexpunkten erreichte** und in Folge auch übertraf, sollte bis **Jahresende 2018** auf rund **3000 Indexpunkte** ansteigen. Die steigenden Unternehmensgewinne sollten den kumulierten Indexgewinn auf zumindest 150 Dollar ansteigen lassen, was bei einem unveränderten Index-KGV von rund 20 das Kursziel von 3000 Punkten ergibt.

Selbstverständlich ist in einem derartig positiven wirtschaftlichen Umfeld von einem Anstieg der Anleihezinsen auszugehen, solange dieser jedoch maßvoll erfolgt, dürfte dies kein entscheidendes Hindernis für steigende Aktienkurse bilden. Zu beachten ist auch, dass die meisten Prognosen nur die Erstrundeneffekte sowie die unternehmensbezogenen Aspekte des Steuerpaketes berücksichtigen:

Die positive Konjunktur ließ die Arbeitslosenrate bereits heute auf rund 4,1 Prozent sinken, steigende Investitionsausgaben werden in einem Umfeld knapper Personalressourcen in einem weiter zunehmenden Lohnniveau resultieren. Steigende Löhne und das durch die ebenfalls wirksame Senkung der Lohn- und Einkommenssteuer wachsende frei verfügbare Einkommen werden die Konsumausgaben deutlich zunehmen lassen, dies führt durch die Nachfragesteigerung zu wiederum höheren Umsätzen und Unternehmensgewinnen.

Für Anleger stellt sich nun folgende Frage: Welche börsennotierte Unternehmen stellen in einem derartigen Umfeld die attraktivsten Investmentchancen dar? Die Branche, die mit dem stärksten Rückenwind ins Jahr 2018 startet, ist wohl der Finanzsektor:

Als führende amerikanische Geschäfts- und Investmentbank stellt die Aktie von **JPMorgan (ISIN US46625H1005)** eines der attraktivsten und chancenreichsten Investments des Jahres 2018 dar. Bereits im Jahr 2017 stieg die Aktie von JPMorgan auf neue Allzeitrekordhochs, doch das Kurspotenzial ist bei weitem nicht ausgeschöpft. Nach einem Gewinn von rund 7 Dollar pro Aktie dürfte das Unternehmen, beflügelt durch die Steuersenkung sowie steigende Zinssätze, im **Geschäftsjahr 2018** einen **Gewinn** von rund **8 Dollar pro Aktie** erwirtschaften. Bankaktien werden traditionell mit geringeren Multiplikatoren als der restliche Markt bewertet. Angesichts des Bewertungsniveaus der bedeutendsten Mitbewerber scheint jedoch ein **KGV** von rund **15** für den Branchenführer durchaus angemessen zu sein. Dies bedeutet ein **Kursziel** von rund **120 Dollar** für das Jahr 2018, was einen potenziellen **Kursgewinn** von immerhin rund **11 Prozent** im Vergleich zum derzeitigen Kursniveau ergibt. Bezüglich der erwarteten Gewinne bieten die aktuellen Schätzungen noch erhebliches Potenzial nach oben: Steigen die Marktzinsen weiter an und bleibt die Zinsstrukturkurve positiv (dies bedeutet aufgrund der Gewinnspanne, die Banken bei einer hohen Differenz zwischen kurz- und langfristigen Zinssätzen erzielen, steigende Margen), wird der Gewinn pro Aktie aufgrund der hohen Zinsüberschüsse weiter ansteigen. Investmentbanken wie JPMorgan sollten auch aufgrund der anstehenden Repatriierung der Auslandsgewinne erheblich profitieren. Ein nicht unerheblicher Anteil der rückgeführten Gelder dürfte für Unternehmensakquisitionen und Kapitalmarktaktivitäten verwendet werden, dies bedeutet steigende Erträge in der Investmentbankingsparte. Das positive Marktumfeld und allgemein ansteigende Aktienkurse werden das Maklergeschäft beflügeln,

die Vermögensverwaltungssparte sollte ebenfalls Ertragszuwächse vermelden. Abgerundet wird dieses wohlschmeckende Gewinnmenü von einer anstehenden Liberalisierung der Banken- und Finanzmarktregulierung, gleichzusetzen mit geringeren Personal- und Verwaltungskosten.

Eine weitere Branche, die dem Jahr 2018 mit positiven Erwartungen entgegenseht, ist die Luftfahrtindustrie. Bereits in der zweiten Ausgabe unseres Börsenbriefes haben wir die **Delta Airlines** Aktie (**ISIN US2473617023**) als attraktives Value Investment empfohlen - der Aktienkurs ist seit unserer Empfehlung um mehr als 35 Prozent von 41 auf nunmehr 56 Dollar angestiegen.

Auf dem kürzlich abgehaltenen Investorentag verkündete das Management von Delta Airlines die positiven Konsequenzen der anstehenden Steuerreform: Bereits ohne Berücksichtigung der reduzierten Gewinnsteuern rechnet der Vorstand für das Jahr **2018** mit einem Gewinn pro Aktie in Höhe von rund 5,5 Dollar. Berücksichtigt man die Effekte der Steuerreform, dürfte der **Gewinn** nochmals auf rund **6,5 Dollar pro Aktie** ansteigen. Als Luftfahrtunternehmen mit hohen anstehenden Investitionsausgaben (die Flotte von Delta Airlines zählt mit zu den ältesten der international führenden Airlines) wird Delta Airlines von der Möglichkeit Gebrauch machen können, den Kauf neuer Maschinen vollständig steuerwirksam abzuschreiben. Das Unternehmen plant rund die Hälfte des operativen Barmittelzuflusses in neue Flugzeuge zu investieren, nach Berücksichtigung dieser Investitionsausgaben ergibt sich ein **erwarteter Free Cashflow** von **4 bis 5 Milliarden Dollar**. Unter Berücksichtigung aller Finanz- und Pensionsverpflichtungen wird die Gesellschaft derzeit mit einem Unternehmenswert von rund 50 Milliarden Dollar bewertet, ein attraktives Bewertungsniveau, wenn man diesen Betrag mit der Höhe des erwarteten FCF von 5 Milliarden vergleicht. In den letzten Geschäftsjahren konnte das Management aufgrund der steigenden Erträge die Dividendenzahlungen um 50 Prozent pro Jahr erhöhen, die Aktie weist aktuell eine Dividendenrendite von rund 2,5 Prozent auf. Steigende Gewinne, Dividenden und Aktienrückkäufe sollten den Kurs auch in den kommenden Jahren beflügeln. Der wohl höchste Vertrauensbeweis: Warren Buffett, der stets die Finger von Luftfahrtaktien ließ, ist seit mehr als einem Jahr größter Einzelaktionär des Unternehmens. Die wechselvolle Vergangenheit der Luftfahrtbranche veranlasst viele Investoren weiterhin

zu großer Skepsis, demzufolge sind die Bewertungsniveaus noch immer niedrig. Ein bloßer Anstieg der Bewertung auf ein marktübliches Niveau würde **Aktienkurse im Bereich von 90 Dollar** bedeuten, ein möglicher Kurszuwachs von mehr als 50 Prozent im Vergleich zum derzeitigen Kursniveau.

Das kommende Aktienjahr bietet Value Investoren, die selektiv vorgehen und gezielt attraktiv bewertete Aktien in ihr Portfolio aufnehmen möchten, mit Sicherheit interessante und renditestarke Kaufgelegenheiten. Wir freuen uns, Ihnen auch im neuen Aktienjahr mit fundierten Analysen, Marktberichten und Handlungsempfehlungen zur Seite stehen zu dürfen!

Ein Frohes Fest und einen Guten Rutsch ins Neue Jahr wünscht Ihnen

Ihr Herausgeber,

Mag. Felizian Geisler

Impressum:

Inhaltlich Verantwortlicher und Herausgeber: Mag. Felizian Geisler

Adresse: Gartengasse 26/6, 1050 Wien

Kontakt: Email: office@valueinvestor.at; Telefon: +43(0)6649128856

Disclaimer:

Der Herausgeber und Autor dieses Artikels ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung in keines der besprochenen Wertpapiere investiert. Weder der Herausgeber noch dessen nahe Verwandte und Familienmitglieder investieren in eines der besprochenen Wertpapiere. Der Inhalt dieses Börsenbriefs ist keinesfalls als Handlungsempfehlung oder Wertpapierberatung zu verstehen. Anleger tätigen ihre Investitionen auf eigenes Risiko und sollten vor jeder Anlageentscheidung einen qualifizierten Anlage- bzw. Steuerberater konsultieren.