

Gastkommentar



FVCM: Die USA wird in Aktien-Portfolios vernachlässigt

24.02.2011, 09:07 Uhr

FVCM: MSCI vs. S&P 500

Im folgenden Marktcommentar können Sie sehen, dass der S&P 500 den MSCI World Index in den vergangenen 20 Jahren outperformed hat und dass die gegenwärtigen globalen geld- und währungspolitischen Bedingungen darauf schließen lassen, dass U.S. Aktien weiterhin den MSCI outperformen.



Zum Vergrößern bitte auf das Bild klicken!

MSCI VS S&P500 („Gegenwind für die Schwellenländer?“)

Von H. Terrence Riley III, CFA

U.S. amerikanische Aktien sollten globale Benchmarks wie den MSCI World Index in den kommenden Quartalen outperformen. Wesentlich Gründe hierfür sind Differenzen in der globalen Inflation sowie Effekte aus unterschiedlichen Währungspolitiken. Die blaue Linie im oben abgebildeten Chart stellt die relative Stärke des S&P 500 zum MSCI dar. Steigt sie bedeutet es, dass der MSCI den S&P 500 outperforms, fällt sie, so outperforms der S&P 500 den MSCI. Es ist zu erkennen, dass kurzfristig (seit Mitte 2010) und mittelfristig (seit Mitte 2008) der S&P 500 den MSCI outperforms. Über die letzten 20 Jahre betrachtet outperforms der S&P 500 den MSCI um 106%! Der S&P 500 stieg in diesem Zeitraum um 287% während der MSCI World Index „lediglich“ einen Anstieg um 181% verzeichnete. Eine weitere Outperformance des S&P 500 ist wahrscheinlich, aufgrund der derzeit niedrigen Inflation in den USA vs. hoher und steigender Inflation in vielen Ländern, die derzeit Handelsüberschüsse erwirtschaften.

DER ENTSCHEIDENDE FAKTOR CHINA

Wie bereits seit langem von uns erwartet, zahlt China mit einer steigenden Inflation den Preis für seine Währungs- und Außenhandelspolitik. Am 15. Februar berichtete Beijing, dass der Verbraucherpreisindex im Januar im Vergleich zum Vorjahr um 4,9% gestiegen ist. Dieser Anteil ist zwar ein wenig besser als befürchtet,

stellt jedoch immer noch ein Problem dar. Der volatile Lebensmittelsektor stieg auf Grund steigender Rohstoffpreise im Jahresvergleich sogar um 10,3 %. Im Gegensatz zum Konsumentenpreisindex stiegen die Produzentenpreise im Jahresvergleich um 6,6% und fielen damit höher aus als erwartet. Dies ist ein weiteres Anzeichen dafür, dass der inflationäre Druck drastisch zunimmt. Der Preisruck, der ursprünglich im schnell reagierenden Rohstoffmarkt wahrgenommen wurde, überträgt sich nun definitiv auch in Bereiche die weniger schnell auf die Inflation anspringen, wie z.B. das Lohnniveau.

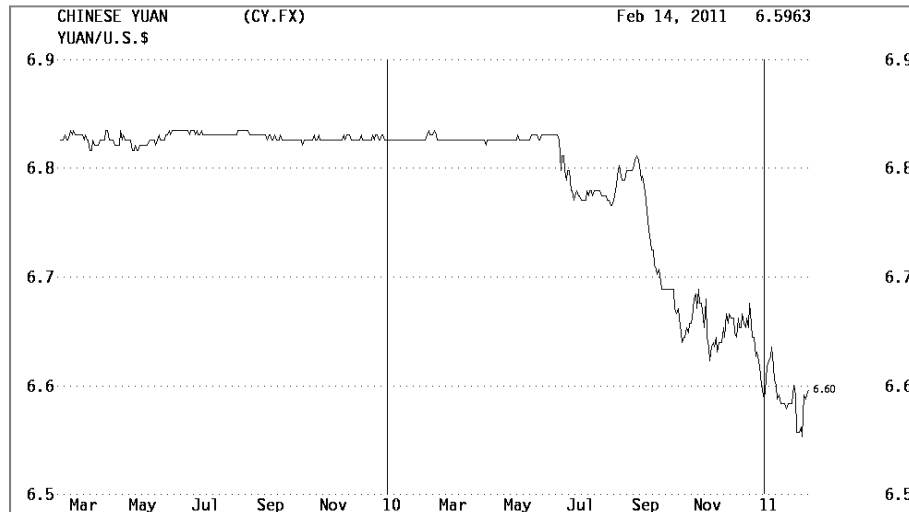
Die bedeutendste Ursache für Chinas Inflationsproblem ist der starke Anstieg der Geldmenge. Die Geldmenge M2 stieg zuletzt um ca. 20% im Jahresvergleich und sogar um ca. 30% während der Finanzkrise. Wie der mit dem Nobelpreis ausgezeichnete Ökonom Milton Friedman sagte, ist Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen. Man fragt sich nun warum die People's Bank of China es zulässt, dass die Geldmenge so erheblich ansteigt. Die wesentliche Ursache für den schnellen Anstieg der Geldmenge und der Inflation in China ist die Koppelung der chinesischen Währung an den U.S. Dollar (USD) auf einem Niveau, das schätzungsweise 40% oder mehr unterhalb der Kaufkraftparität liegt. (Die Kaufkraftparität stellt den „fairen“ Wechselkurs zwischen zwei Währungen dar, mit dem beide Währungen in der Lage wären den gleichen Warenkorb zu erwerben.)

Es ist unmöglich sowohl den Wechselkurs seiner Währung als auch die nationale Geldpolitik zu kontrollieren. Eine Zentralbank hat die Wahl zwischen dem einen oder dem anderen. Einige Länder, wie das frühere Ostdeutschland oder das heutige Venezuela, versuchen offizielle, fixe Wechselkurse vorzugeben, die für bestimmte steuerbare Regierungsgeschäfte verwendet werden. Solche Wechselkurse sind jedoch nutzlos für internationale Transaktionen, da niemand bereit wäre Waren oder Währungen zu einem festen Wechselkurs in eine inflationierte Währung mit festem Wechselkurs zu tauschen. Derartige feste Wechselkurse sind eine Illusion, die lediglich in geschlossenen nationalen Systemen existieren. China ist zwar in der Lage einen bestimmten Wechselkurs gegenüber dem USD (die Koppelung) aufrecht zu erhalten, dies erfordert jedoch den permanenten Eingriff der chinesischen Zentralbank in den freien Markt. Die chinesische Zentralbank muss Yuan (die chinesische Währung) emittieren - also die Geldmenge erhöhen - um damit USD zu erwerben um die Koppelung zu erhalten. Dies bedeutet, dass sie anders als die europäische Zentralbank (EZB) oder die U.S. Notenbank Federal Reserve (Fed) die Geldmenge nicht zur Steuerung der Nachfrage und des Konsums oder des Zinsniveaus einsetzen kann. Wegen der Koppelung des Yuan an den USD muss die People's Bank of China ihre Geldpolitik lockern, wenn die Fed die Geldpolitik lockert. Zum Nachteil Chinas verfolgt die Fed auf Grund der flauen wirtschaftlichen Lage und der geringen Inflation eine lockere Geldpolitik. Chinas Wirtschaft hingegen boomt und die Inflation steigt. Die Chinesen hätten gerne eine straffere Geldpolitik, haben jedoch Schwierigkeiten damit aufgrund der Koppelung an den USD auf solch niedrigem Niveau. Sie können nicht beides haben und kritisieren daher die Fed, da diese eine Politik betreibt, die im Widerspruch zu Chinas Bedürfnissen steht.

Die Koppelung der chinesischen Währung so stark unter dem echten Wert führt dazu, dass Anpassungen, die normalerweise am Devisenmarkt stattfinden, nun im Inlandmarkt erfolgen. Anstelle einer Währung, die sich am Devisenmarkt in Richtung Kaufkraftparität nach oben bewegt, wird Inflation die Kaufkraft der chinesischen Währung mindern. Da die chinesische Währung so sehr unter ihrem fairen Wert notiert, sind chinesische Waren und Dienstleistungen in USD umgerechnet sehr günstig auf dem internationalen Markt. Somit ist China gegenüber den USA in der Lage kontinuierlich einen großen Handelsbilanzüberschuss zu erwirtschaften. Jedoch bedeutet dieser Handelsüberschuss, dass die Chinesen USD einnehmen. Wenn Unternehmen dann versuchen die erworbenen USD in Yuan zurück zu tauschen, erzeugt dies Abwertungsdruck auf den USD und Aufwärtsdruck auf den Yuan. Um diesen Druck auszugleichen und somit das Wertgefälle zwischen den Währungen aufrecht zu erhalten, muss die chinesische Zentralbank USD kaufen und Yuan emittieren. Somit baut sie große Dollarreserven auf und erhöht die nationale Geldmenge. Wenn die Währung eines Landes auf Basis der Kaufkraft unterbewertet ist und kontinuierlich einen Handelsbilanzüberschuss generiert, wäre der natürliche Ausgleich, dass die Währung aufgewertet wird und sich somit der Handelsbilanzüberschuss verringert oder verschwindet. Durch die Währungskoppelung unter echtem Wert haben die Chinesen diesen Ausgleichsmechanismus eliminiert. Dies bedeutet jedoch nicht, dass es keine Anpassung geben wird. Es wird sie geben! Diese Anpassung wird nun auf dem lokalen Markt stattfinden, da der günstige Yuan eine schnell wachsende Geldmenge und Inflation bedeutet. Der Ausgleich erfolgt also durch Inflation, die eine kontinuierliche Minderung der Kaufkraft des Yuan bedeutet - solange bis letztendlich die Kaufkraftparität zum USD hergestellt ist. (d.h.: Ist die Inflation des Yuan größer als die des USDs, so verliert der Yuan relativ zum USD an Kaufkraft.)

Die Chinesen realisieren, dass sie nicht die Koppelung ihrer Währung gegenüber dem USD unter Wert aufrecht erhalten und zugleich die Inflation bekämpfen können. Aus diesem Grund lassen sie seit Mitte

2010 eine langsame Aufwertung des Yuan zu (siehe Chart 2 unten). Die People's Bank of China hat, im Einklang mit einer schrittweisen Aufwertung des Yuan, die erforderlichen Mindestreserven der Banken und auch die Zinsen erhöht. Indem sie die Koppelung an den USD schwächen, erhalten sie ein gewisses Maß an Kontrolle über ihre nationale Geldpolitik zurück. Zukünftig werden sicherlich weitere Zinserhöhungen und strengere Bestimmungen an die Mindestreserven anstehen, so dass der Yuan zum USD bis Ende 2011 einen Kurs von beinahe 6 erreichen könnte.



Die Chinesen sind mit ihrem Inflationsproblem nicht allein. Die Inflationsrate ist in vielen asiatischen Ländern, die mit China konkurrieren, gestiegen, weil diese eine lockere Geldpolitik betrieben, um ihre Währungen niedrig zu halten und damit besser in der Lage zu sein mit dem chinesischen Exportmarkt zu konkurrieren. Somit wurde die Fed indirekt zur Zentralbank für viele Schwellenländer. China folgt der Fed, die anderen Schwellenländer folgen China. Brasilien hat die Fed lautstark kritisiert, da es aus ähnlichen Gründen Inflationsprobleme hat. Es steht jedoch selbstverständlich jedem dieser Länder frei die Inflation zu bekämpfen indem sie eine straffere Geldpolitik betreiben und somit den Wertanstieg ihrer Währungen gegenüber dem USD zulassen. Dies hätte natürlich geringere Exporte und ein langsames Wirtschaftswachstum zur Folge. Genau das wollen sie jedoch vermeiden. Es ist jedoch zu ihrem Nachteil nicht möglich die Gesetze der Ökonomie für längere Zeit zu außer Kraft zu setzen.

Der amerikanische Wirtschaftszyklus ist in einer sehr attraktiven Phase – auch vom Standpunkt eines Aktieninvestors. Die meisten Prognosen sprechen den USA ein Realwachstum von 2,5% bis 3,5% in 2011 zu. Wir erwarten, dass sich diese Prognosen als zu niedrig erweisen werden und rechnen eher mit 4% Wachstum. Der Einfluss der Geldpolitik der Fed wird vermutlich unterschätzt. Die zusätzliche Versorgung des Marktes mit Liquidität ist ein direkter Preistreiber für Aktien. Und wie wir in 2008 sahen, hat die Veränderung des Vermögens der Haushalte einen enormen Einfluss auf das Konsumverhalten. Steigende Aktienkurse sollten zu steigendem Konsum führen. Tatsächlich sind die Einzelhandelsumsätze stark angestiegen. Der Häusermarkt bleibt jedoch noch schwach. In Summe gesehen zeigen die Zeichen nach oben, da die Amerikaner in ihre Portfolios schauen und sich reicher fühlen.

Das Obama/Republikanische Steuerabkommen hat positive Auswirkungen. Der Grenzsteuersatz auf Einkommen (die "Bush" Steuersätze) wird bei 35% bleiben anstatt auf 39,6% zu steigen und auch der Steuersatz von 15% auf Kapitalerträge und Dividenden bleibt bestehen. Die Beibehaltung der aktuell niedrigen Steuersätze nimmt Unsicherheit und regt die Unternehmen an zu expandieren und neue Mitarbeiter einzustellen. Des Weiteren erlaubt das Steuerabkommen eine umgehende, vollständige Abschreibung bestimmter Investitionsaufwendungen. Dies wird den cash-flow der Unternehmen um ca. 150 Milliarden USD (entspricht ca. 8%) in 2011 erhöhen. Dies sollte zu einer stärkeren Investitionstätigkeit und schnellerem Wachstum führen als bisher angenommen.

Erste Anzeichen zeigen eine positive Reaktion des Arbeitsmarktes auf die steigende Nachfrage. Der Aufschwung wird „selbsttragend“. Die Erstanträge auf Arbeitslosengeld gehen zurück. Der vierwöchige Durchschnitt bis 5. Februar 2011 lag bei 415.500 und fällt damit auf das Niveau von Mitte 2008 zurück. Während

in 2010 pro Monat nur etwa 94.000 neue Arbeitsplätze entstanden sind, wird mit einer zunehmenden Dynamik gerechnet. Die Zahl der 94.000 Arbeitsplätze stammt aus einer Umfrage von 400.000 Unternehmen. Es wird kritisiert, dass diese Umfragetechnik nicht ideal ist und Zahlen zu gering ausfallen, weil neue Unternehmensgründungen vernachlässigt werden. Mit der Erholung am Arbeitsmarkt geht eine Steigerung des Volkseinkommens einher und unterstützt das weitere Wirtschaftswachstum.

Es wird erwartet, dass U.S. Aktien den MSCI in den kommenden Quartalen weiterhin outperformen.

Aktien vieler Schwellenländer unterperformen den S&P 500 seit Mitte 2010, ungefähr seitdem China damit begann eine Aufwertung des Yuan zuzulassen. Aufgrund des sich zuspitzenden Inflationsproblems in den Emerging Markets sehen sich diese Nationen gezwungen ihre Geldpolitik zu straffen. Wie bereits mehrfach in der Vergangenheit erlebt, entwickeln sich Aktien im inflationären Umfeld sehr schlecht, da Inflation auf die Bewertung der Aktien drückt. Gleichzeitig wird die straffe Geldpolitik auch Abwärtsdruck auf das Gewinnwachstum der Unternehmen ausüben. Im Verhältnis dazu lag der Anstieg der Verbraucherpreise in den USA im Jahresvergleich bei lediglich 1,4% und der Anstieg der Verbraucherpreise exkl. Energie und Nahrungsmittel sogar bei lediglich 0,8% im Jahresvergleich. Wie bereits erwähnt ist die Fed bestrebt die „Politik des lockeren Geldes“ beizubehalten und die positiven Effekte daraus werden höchstwahrscheinlich zu Wirtschaftswachstum und Gewinnwachstum der Unternehmen führen und somit auch zu steigenden Aktienkursen.

Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Enthaltenen Schätzungen und Werturteile sind das Resultat einer unabhängigen Einschätzung unserer Finanzanalysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Reports unabhängig davon, wann Sie diese Information erhalten. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern und nicht zu aktualisieren bzw. entsprechende Informationen überhaupt nicht mehr zu veröffentlichen. Die behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren aufgrund ihrer spezifischen Anlageziele, Risikotoleranz, Anlagezeiträume oder ihrer persönlichen finanziellen Verhältnisse nicht geeignet sein. Wir übernehmen für die hierin enthaltenen Informationen keinerlei Gewähr. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Diese Einschätzung wurde nur zu Informationszwecken erstellt und ist kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

Portfoliomanager: H. Terrence Riley

- Manager des FVCM U.S. Equity Fund
 - Über 25 Jahre Investmenterfahrung
 - Vorherige Stationen:
Managing Director und Portfoliomanager für HVB Capital Management New York; Portfoliomanager New Jersey Manufactures Insurance Co., Investment Officer für Standard & Poor's Corp
 - Abschlüsse:
CFA (Chartered Financial Analyst); MBA New York University; Bachelor Rider University
-