

Terrence Riley III, CFA
5. Juni 2009

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



S&P 500 Preis am 5. Juni 09: 942.46

Dividenden Rendite: 2.9%

	2008	2009E	2010E
Operative Erträge	68.63	64.52	75.73
Erträge nach GAAP	14.88	44.21	60.82
Buchwert	520.16	453.91	487.99
Preis/Operative Erträge	13.7	14.6	12.4
Preis/Erträge GAAP	63.3	21.3	15.5
Preis/Buchwert	1.8	2.1	1.9

Die US Volkswirtschaft und die Great Recession von 2008-2009

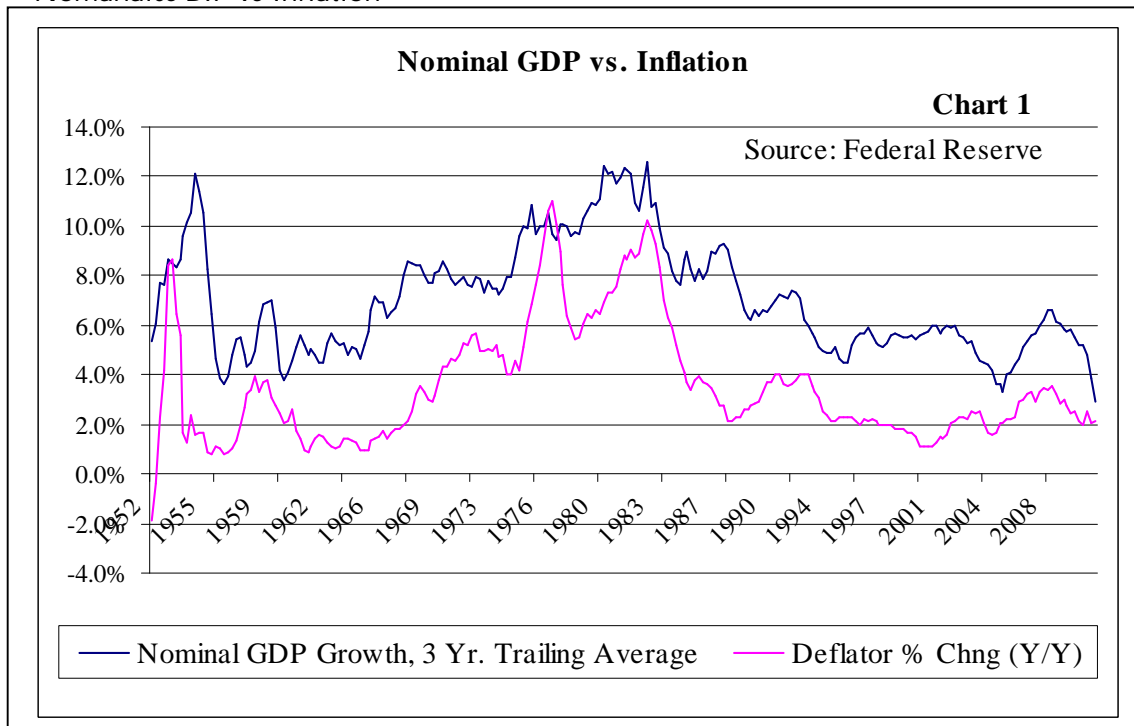
Die Rezession nähert sich dem Ende. Während des ersten Quartals 2009 fiel das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) annualisiert um 5,7%. Im vierten Quartal 2008 war das BIP noch um 6,3% gesunken. Im Jahresvergleich sank das BIP um 2,5%. Dies bedeutet den größten Einbruch der US Wirtschaft seit dem dritten Quartal des Jahres 1982. Damals fiel das BIP im Jahresvergleich um 2,7%. Die Schwere des aktuellen Einbruchs wurde nicht nur durch den starken rezessionsbedingten Rückgang der Investitionen und Warenbestände, sondern auch durch den Rückgang der Konsumausgaben verursacht. Allein der Einbruch bei den Kraftfahrzeugverkäufen brachte einen Rückgang des realen BIP um annualisierte 1,36% im ersten Quartal 2009 (im vierten Quartal 2008 waren es 2,01%).

Durch die gefallen Aktien- und Immobilienpreise fühlen sich die Amerikaner ärmer und dies hat negative Auswirkungen auf die Konsumausgaben. Trotzdem gibt es viele Anzeichen, daß der Boden erreicht ist und daß die expansive Geldpolitik der US Notenbank erste Früchte trägt. Beispielsweise haben das verfügbare Einkommen sowie die Bestellungen langlebiger Investitionsgüter wieder angefangen zu steigen. Weiterhin wird im zweiten Quartal 2009 nur noch ein leicht negatives Wachstum des BIP um annualisierte -0,5% erwartet, für die Quartale drei und vier wird ein positives Wachstum zwischen 1,0% und 2,0% erwartet.

Inflation ist – für den Moment - noch kein Problem. In den letzten Monaten wurde das Risiko einer Inflation aufgrund der expansiven Geldpolitik der US Notenbank immer wieder thematisiert. Die Geldmenge, welche zu einem Großteil durch die Menge an Geldreserven bestimmt wird, hat sich mittlerweile verdoppelt. Im Jahresvergleich ist die Geldmenge (M2) um 8,5% gestiegen. Das Wachstum der M2 Geldmenge erklärt sich mehrheitlich durch eine rezessionsbedingte Anlegerpräferenz in sichere, durch die US Regierung garantierte Bankeinlagen und Staatsanleihen. Trotz dieser Zahlen, welche für Manche alarmierend sind, muss Geld ausgegeben werden, damit es zu einer Inflationen kommt. Dies ist bisher allerdings nicht geschehen. Weiterhin wird es erst dann zu einem erhöhten Inflationsdruck kommen, wenn über einen längeren Zeitraum hinweg ein hohes Niveau bei den Konsumausgaben Aufrecht erhalten wird. Bitte betrachten sie dazu nun Grafik 1. Der BIP-Deflator ist ein umfassender Indikator für den Inflationsdruck. Das nominale BIP ist wiederum ein umfassender Indikator für das Niveau der aktuellen Konsumausgaben. Grafik 1 zeigt eine hohe positive Korrelation zwischen den Konsumausgaben (3 Jahre nachlaufend) und der Jahr-zu-Jahr-Veränderung der Inflation. Kurz gesagt: Wenn die nominalen Konsumausgaben steigen, dann steigt auch der Inflationsdruck. Wir betonen, dass die nominalen Konsumausgaben gesunken sind (-5,8% im vierten Quartal 2008 und -3,1% im ersten Quartal 2009). Selbst im Dreijahresvergleich sind die nominalen Konsumausgaben im Durchschnitt nur um 2,9% gestiegen. Diese Zahlen weisen darauf hin, dass aktuell die Amerikaner ihr Geld eher 'gehörtet' als ausgegeben haben.

Die US Notenbank hat mit ihren Maßnahmen also lediglich die enorme Nachfrage nach sicheren und liquiden Wertpapieren befriedigt. Das Wachstum der nominalen Konsumausgaben um 2,9% über die letzten drei Jahre entspricht momentan einer Inflationsrate von ungefähr 0%, d.h. es kann nicht von erhöhtem Inflationsdruck oder gar Hyperinflation gesprochen werden. Für die US Notenbank wird es darauf ankommen, die in den letzten neun Monaten angehäuften Geldreserven wieder aus dem Markt abzuziehen, sobald die Konsumausgaben anziehen. Dieses Szenario wird für die zweite Hälfte des Jahres 2009 erwartet. Falls dies nicht getan wird, können wir dann anfangen uns über Inflation Sorgen zu machen.

Nomanales BIP vs Inflation



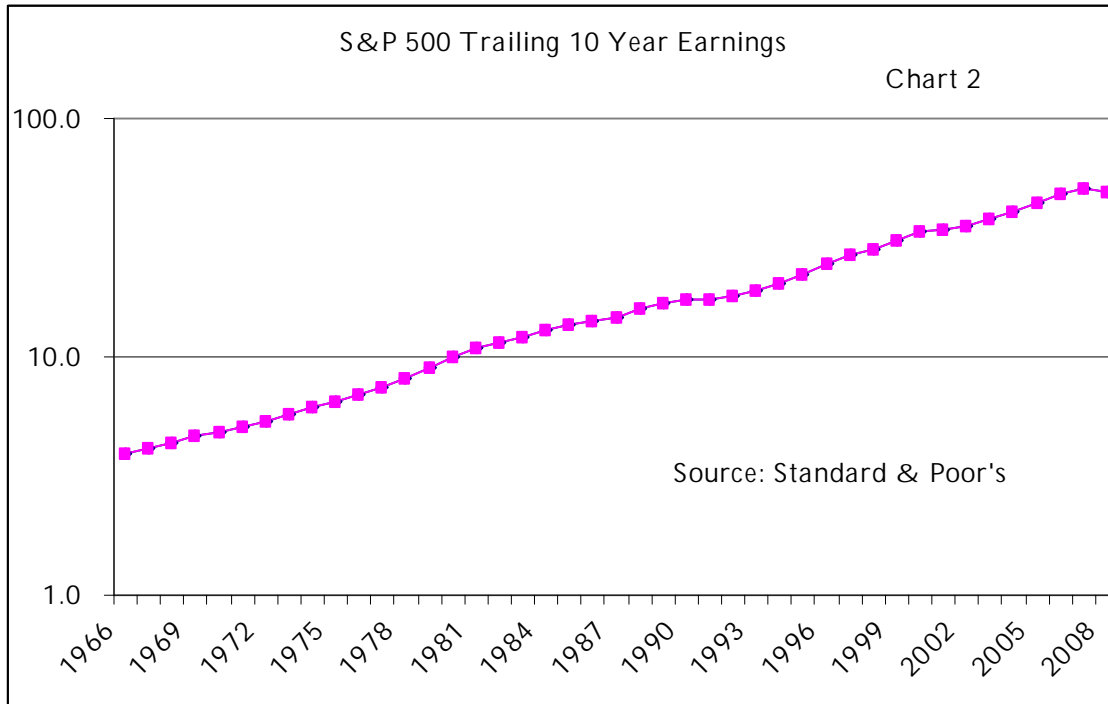
Mit großer Wahrscheinlichkeit werden die Zinsen noch in diesem Jahr wieder steigen. Seit September 2008 hat die US Notenbank die Geldreserven mit ihrer Politik der niedrigen Zinsen und des 'Quantitative Easing' mehr als verdoppelt. Wie schon diskutiert, spielte die Angst der Anleger vor großen Wertverlusten eine Rolle. Massenhaft wurden Aktien und andere risikobehaftete Wertpapiere verkauft und daraus resultierende Liquidität in sichere Anlageklassen wie Bankeinlagen investiert. In letzter Zeit hat sich dieser Trend allerdings wieder umgekehrt. Die Angst der Anleger lässt nach und Liquidität findet ihren Weg zurück in den Aktienmarkt bzw. Märkte für risikobehaftetere Wertpapiere. Wir erwarten, dass auch die Investitionen und Konsumausgaben bald wieder anziehen werden. In diesem Fall wird es für die US Notenbank notwendig werden, die Zinsen wieder anzuheben und die Geldmenge zu reduzieren. Aufgrund des Drucks der Chinesen, die mit über einer Billionen Dollar in US Staatsanleihen investiert sind, sowie dem Druck der Devisenmärkte, erwarten wir, dass die Fed das Richtige tun wird und zum Ende des laufenden Jahres anfängt die Zinsen anzuheben. Kanzlerin Merkel hat sich zuletzt sehr kritisch gegenüber der Politik der US und anderer Notenbanken geäußert. Wir glauben, dass politischer und öffentlicher Druck dazu beitragen wird, dass es zu einer Zinserhöhung kommen wird sobald sich die Konsumausgaben erholen. Mit dem Anstieg der kurzfristigen Zinsen wird auch ein Anstieg der langfristigen Verzinsung von Anleihen einhergehen. Die Verzinsung von US Staatsanleihen wird ebenfalls durch die Rückkehr der Anleger in risikoreichere Investments steigen. In den letzten Monaten wurde eine enorme Menge an Liquidität in Staatspapiere investiert. Die Anleger suchten nach Sicherheit und nahmen dafür eine geringere Verzinsung in Kauf. Dieser Trend wird sich umkehren.

Das US Haushaltsdefizit wird größer, die US Volkswirtschaft ist aber immer noch deutlich stärker als die anderer Länder. Bei Amtsantritt von President Obama lag das Staatsdefizit der USA bei ungefähr 45% des BIP. Dies ist eine deutlich geringere Staatsverschuldung als die von Deutschland, Japan und vieler anderer Industrieländer. Das Konjunkturpaket der Regierung wird das Budgetdefizit der USA auf 13% des BIP wachsen lassen. In der Zukunft wird allerdings von einem rückläufigen Budget Defizit ausgegangen. Vielleicht noch wichtiger ist, dass die USA ein solides demographisches Wachstum aufweist und damit nicht wie viele andere Industrienationen einen Zusammenbruch des Rentensystems zu erwarten hat. Die USA ist in der Lage, ihre Probleme zu überwinden.

Wechselkursentwicklungen sind schwer zu prognostizieren; wir gehen trotzdem von einer Aufwertung des Dollar in der zweiten Hälfte des Jahres 2009 aus. Der Dollar sollte von einer Zinssteigerung und der anziehenden US Konjunktur profitieren. Europäische und asiatische Konjunkturzyklen sind traditionell zeitverzögert (nachläufig) zu denen in den USA zu sehen. Der Zinsspread zwischen den USA und dem Euroraum sollte sich im Zuge der nächsten Zinsschritte vergrößern. Wir gehen davon aus, dass die EZB noch einige Zeit abwarten wird, bevor sie die Zinsen wieder anhebt. Weiterhin glauben wir, dass die aktuelle globale Rezession u.a. auf ein globales Ungleichgewicht im Außenhandel zurückzuführen ist. Über die letzten Jahre haben die USA ein riesiges Außenhandelsdefizit aufgebaut während andere Länder, wie z.B. Deutschland einen riesigen Überschuss erwirtschaftet haben. Die Entwicklung wird sich in diesem Maß nicht weiter fortsetzen. Im ersten Quartal 2009 sind die US Importe annualisiert um 34,1% gefallen. Dadurch hat sich das Handelsdefizit der USA deutlich verringert. Weiterhin gehen wir davon aus, dass sich die Konsumausgaben in den USA wieder ihrem historischen Niveau von 65% des BIP nähern. Das war das Level in den Jahren bis 2001. In den Jahren nach 2001 stiegen die Konsumausgaben jedoch bis auf 70% des BIP. Es sieht so aus, als dass die Ausgaben in Immobilien und Kraftfahrzeuge nachhaltig eingetrübt sind. Die baldige Erholung der US Wirtschaft wird also viel mehr durch Sachinvestitionen von Firmen und Nettoexporte als durch den amerikanischen Endverbraucher getrieben sein. Der amerikanische Finanzminister war kürzlich in China um die Chinesen zu ermuntern, zur Stimulation der Volkswirtschaft vermehrt auf den Binnenkonsum zu setzen. Der fundamentale oder innere Wert des Dollars ist seine Kaufkraft. Aufgrund dieser Annahme sollte der Dollar zwischen \$1.15 und \$1.20 zum Euro gehandelt werden. Es ist möglich, dass der Wechselkurs dieses Level im nächsten Jahr erreichen wird.

Die Gewinne der Unternehmen im S&P 500 werden dieses Jahr höher sein als in 2008, da dieses Jahr keine so großen Abschreibungen erwartet werden. Trotzdem werden wir von den Höchstständen noch weit entfernt sein. Wir bevorzugen Gewinnberechnungen auf Basis der Generally Accepted Accounting Principals (GAAP), da diese konservativer erstellt sind, und auch außerordentliche Abschreibungen enthalten, welche viele Analysten herausrechnen, um auf die „operativen Zahlen“ zu kommen. Die Nettogewinne im S&P 500 für das letzte Jahr lagen wegen den riesigen Abschreibungen im Finanzsektor, lediglich bei durchschnittlich \$14,88. Zum Vergleich: Im Jahre 2006, lagen die Nettogewinne bei durchschnittlich \$81,51. Für 2009 wird erwartet, dass die Gewinne \$44,97 betragen werden. Man sollte sich in Erinnerung rufen, dass sich Gewinne zwar kurzfristig zyklisch von einem Jahr zum nächsten entwickeln können, sich aber langfristig in einer ziemlich stabilen Geraden (logarithmisch) über ganze Wirtschaftszyklen hinweg entwickeln. Entsprechend benutzen wir in unseren Modellberechnungen einen 10 jährigen Durchschnitt der tatsächlich erzielten Erträge (siehe Chart 2). Damit können wir die kürzerfristigen Störungen rausfiltern und erhalten damit eine normalisierte Performance. Diese Methode ist konservativer, da sie keine Erwartungen beinhaltet, sondern sich lediglich an der in der Vergangenheit erzielten Erträge orientiert. Auf dieser Basis erhält man einen normalisierten Ertrag von \$72,00 für das Jahr 2009.

S&P500 Erträge (10-jähriger nachlaufender Durchschnitt)



Über die letzten Monate stiegen die Aktienpreise sehr stark. Eine geringfügige Gegenbewegung ist nicht ausgeschlossen. Wir denken aber, dass der allgemeine Trend weiter positiv sein wird. Seit dem Märztief ist der S&P 500 um fast 40% gestiegen und könnte daher kurzfristig überkauft sein. Die technischen Indikatoren lassen es durchaus wahrscheinlich erscheinen, dass der Aktienmarkt eine kleinere Korrektur erlebt, bevor er seinen Aufwärtstrend weiterführt. Allerdings würden wir nicht auf eine größeren Korrektur warten, um Geld in den Aktienmarkt zu legen. Laut aktueller Berichte in der Finanzpresse ist momentan mehr Geld in Geldmarktfonds als in Aktienfonds investiert. Noch vor drei Jahren war die Menge der Gelder in Aktienfonds mehrere Male so groß wie die in Geldmarktfonds. Das bedeutet also, dass sehr viel Geld auf der Seite liegt,

welches darauf wartet in Aktien investiert zu werden, sobald die Angst vor weiteren Verlusten verschwindet. Zusätzlich ist der Aktienmarkt gemäß unserer Modelle weiterhin mit ca 30% unterbewertet. Diese Modelle berücksichtigen ein Nettogewinn Niveau von \$72 (siehe Chart 2), sowie Inflationserwartungen, welche zu den wichtigsten Faktoren von normalisierten KGVs gehören. Aktien sind weiterhin günstig, vor allem wenn man deren Erträge mit den sehr geringen Zinsen auf dem Geldmarkt- bzw. bei einer Anlage in festverzinsliche Anlagen vergleicht. Investoren mit einem gewissen Appetit auf Risiko und einem längerfristigen Anlagehorizont sollten in Aktien investiert sein. Wir können uns gut vorstellen, dass Aktieninvestoren in drei oder fünf Jahren mit einem Lächeln im Gesicht auf die Große Rezession 2008-2009 zurückschauen.

Bankaktien sind seit ihren Tiefstständen im März sehr stark gestiegen. Wir bleiben in diesem Sektor aber untergewichtet. Die expansive Geldpolitik der Fed hilft den Banken ihre Bilanzen inhärent zu stärken indem sie die Renditekurve und damit die Nettozinsmargen positiv halten. Trotzdem denken wir, dass die Banken noch nicht über den Berg sind, und dass weitere Rückstellungen und Abschreibungen notwendig sein werden; selbst wenn sich die Wirtschaft nächstes Jahr wieder erholt. Die Regierung hat die Banken zwar einem „Stress-Test“ unterzogen, was viele Investoren beruhigte; wir sind aber etwas skeptischer. Eine Verwässerung der Aktionärererträge ist durch anstehende Kapitalerhöhungen sowie durch den Tausch von Vorzugsaktien und bestimmten festverzinslichen Wertpapieren in Aktien wahrscheinlich. Zusätzlich erwarten wir ein Anstieg der Zinsen, welcher die Margen der Banken zusammenschrumpfen lässt.

Ebenfalls stark zugelegt haben die Konsumaktien im diskretionären Bereich. Damit sind all diejenigen Anschaffungen gemeint, welche nicht unbedingt notwendig sind. Auch hier bleiben wir untergewichtet. Unseres Erachtens wird der amerikanische Konsument längerfristig seine Ausgaben einschränken. In den Jahren bis 2001 stiegen die Konsumausgaben bis auf 70 % des BIP. Dies waren die Zeiten als die Konsumenten große Kredite aufnahmen, um Autos und andere teure Gegenstände zu kaufen. Die Implosion der Hauspreise führte zu einer Einschränkung der Konsumkredite, welche sich so bald nicht wieder erholen. Wir bezweifeln, dass die Haus- und Autoindustrie eine bleibende Kehrtwende vollziehen kann. Sehr wahrscheinlich werden diese Industrien zu den Nachzüglern gehören, wenn sich die Wirtschaft wieder erholt.

Die Sektoren Technologie, Energie, Rohstoffe und Industrie haben gute Zukunftsaussichten. Diese Gruppe sollte bei einer Wiederbelebung der Wirtschaft durch die höheren Preise und ein positives Umsatz-Leverage profitieren. Zusätzlich sollte diese Gruppe auch vom momentan tiefen Dollar profitieren. Steigende Exporte und weniger Druck von ausländischen Produzenten in den USA spielen hier eine Rolle. Das Handelsbilanzdefizit könnte in den kommenden Monaten wieder zunehmen, da die USA als Erste aus der Rezession herauskommen werden, d.h. noch vor Europa und Japan. Trotzdem glauben wir, dass sich ein längerfristiger Trend/Wettbewerbsvorteil zu Gunsten der amerikanischen Exporteure abzeichnet. Da weder die Immobilienpreise noch die Konsumausgaben in der nächsten Zeit zurück zu ihren Höchstständen finden werden, wird das Wachstum der Konsumausgaben bescheiden bleiben. Firmen, welche stark vom Binnenkonsum abhängig sind, werden von solchen mit großem Exportanteil in Asien übertroffen werden.

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.