

Von H. Terrence Riley III, CFA
10. Januar 2013

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



MARKTAUSBLICK

- ❑ In den kommenden Monaten können Extremsituationen für Unruhe am Markt sorgen. Insbesondere auf die Diskussionen zur Obergrenze der US-Verschuldung könnten die Märkte negativ reagieren. Wir haben etwas Ähnliches bereits im Sommer 2011 erlebt.
- ❑ Aktien sind bei Investoren unbeliebt, untergewichtet und damit auch sehr niedrig bewertet. Sie sollten nun nach einer Dekade mit negativer Performance wieder steigen;
- ❑ Unser Modell zeigt, daß der S&P 500 bei 1900 angemessen bewertet wäre; rund 30% über dem derzeitigen Niveau;
- ❑ Die wachsende Liquidität, die durch die expansive Geldmarktpolitik entsteht, sollte weiterhin in die Aktienmärkte fließen;
- ❑ Wenn der Fokus auf die Sondersituationen abnimmt (insbesondere das Ausgaben- und Schuldenabkommen in Washington, etc.), könnten Aktien eine explosive Aufwärtsbewegung erleben.

- Grundsätzlich ist das größte Risiko für Aktienpreise die Inflation. Die Inflation bewegt sich jedoch wie ein schwerer langsamer Tanker. Wir sehen keine stark ansteigende Inflation für die nächsten 2-3 Jahre und somit auch keine inflationsbedingten Aktienmarktkorrekturen.

POLITISCHE ENTSCHEIDUNGEN

Ein Teil der "Fiskalen Klippe" ist eingetroffen, ein Teil abgewendet und ein weiterer Teil wurde vertagt. Nachdem ein neues Gesetz vom Kongreß verabschiedet und von Obama unterzeichnet wurde, steigen einige Steuersätze, aber die automatischen Ausgabenkürzungen, die so genannte "Sequestrierung", wurde bis zum 1. März 2013 verschoben. Die Steuern steigen für fast alle Steuerzahler, so z.B. die so genannte „payroll tax“, eine Sozialversicherungssteuer, die zur Finanzierung der Sozialversicherung und der staatlichen Altersvorsorge verwendet wird. Die Hälfte der „payroll tax“ wird normalerweise vom Arbeitgeber und die andere Hälfte vom Arbeitnehmer bezahlt. Der Teil, der von den Arbeitnehmern bezahlt wird, wurde temporär in Folge der Finanzkrise von 6,2% auf 4,2% gesenkt und steigt nun wieder auf den normalen Satz von 6,2%. Auch wird der Spitzensteuersatz bei der Einkommenssteuer von 35% auf 39,6% steigen. Dieser betrifft Alleinstehende, die mehr als \$400.000 pro Jahr verdienen (\$450.000 für Verheiratete). Für diese Spitzenverdiener kommt ebenfalls eine Erhöhung der Kapitalertragsteuer von 15% auf 20% hinzu. Ebenfalls werden Investoren, mit einem bereinigten Einkommen von über \$200.000, nun mit einer neuen Extrasteuer in Höhe von 3,8% auf Kapitaleinkommen belegt, die zur Finanzierung von Obamas Gesundheitsplan dient. Zusätzlich gab es auch zahlreiche andere Änderungen in der Steuergesetzgebung. Nicht verändert wurden die Einkommenssteuersätze für Alleinstehende, die weniger als \$400.000 verdienen bzw. Verheiratete mit einem Jahreseinkommen von bis zu \$450.000.

Der Teil der "Fiskalen Klippe", der die staatlichen Ausgabenkürzungen ("Sequestrierung") betrifft, wurde um zwei Monate verschoben. Die Sequestrierung beinhaltet \$1.2 Billionen an Ausgabenkürzungen über einen Zeitraum von zehn Jahren und davon ungefähr \$109 Mrd. im Jahr 2013. Auch steht die Erhöhung der Schuldenobergrenze wieder an. Die Schuldenobergrenze ist ein willkürlich gesetzter Maximalbetrag, den das Finanzministerium an Schulden aufnehmen kann. Um diese zu erhöhen, bedarf es der Zustimmung des US-Kongresses. Diese beiden Themen sind eng miteinander verknüpft. Erinnern wir uns an die politischen Auseinandersetzungen vom August 2011. Damit die Schuldenobergrenze erhöht werden durfte, einigten sich Obama und die Republikaner auf diesen politischen Handel, der nun als "Fiscal Cliff" bekannt ist. Republikaner wollten automatische Ausgabenkürzungen, bevor sie einer Erhöhung der Schuldenobergrenze zustimmen würden. Demokraten wollten jedoch Steuererhöhungen. Jetzt sind wir wieder an der gleichen Stelle angekommen und die Positionen versteifen sich weiter. Für die Republikaner sind zusätzliche Steuererhöhungen keine Option und erhebliche Ausgabenkürzungen sollten genehmigt werden, bevor die Schuldenobergrenze wieder angehoben wird. Die Demokraten und Präsident Obama wollen jedoch die Steuern weiter erhöhen und die Ausgaben nur in wenigen Bereichen (z.B. Verteidigungsbudget) kürzen. Eine Einigung über die Schuldenobergrenze wird wahrscheinlich ein weiteres Hinausschieben oder eine Modifizierung der Ausgabenkürzungen mit sich bringen. Aber es ist sehr schwer vorherzusagen, welche Art von Einigung erzielt werden kann, und es

besteht die Möglichkeit, daß die Sequestrierung in Kraft tritt und die Erhöhung der Schuldenobergrenze zeitlich verzögert wird. In diesem Fall wird die US-Regierung nicht in der Lage sein, zusätzliche Schulden aufzunehmen. Regierungsmitarbeiter, Sozialhilfeempfänger etc. könnten ihre monatlichen Zahlungen mit Verzug erhalten, aber laut der 14. Änderung der Verfassung der Vereinigten Staaten sollen Zins- und Tilgungszahlungen auf US-Staatsanleihen weiterhin bedient werden.

Im gewissen Sinne ist die ganze Politik wie eine Wursterei: Es ist besser, wenn man wegschaut und nicht genau weiß, wie es gemacht wird. Wir glauben, daß am Ende irgendeine Entscheidung getroffen wird. Leider beobachtet der Aktienmarkt das alles sehr genau und den Investoren wird vielleicht nicht gefallen was sie sehen. Der S&P 500 korrigierte im Jahr 2011, beginnend etwa zwei Wochen vor Ablauf der Frist für die Anhebung der Schuldenobergrenze, um mehr als 10%. Die Befürchtung, daß eine Einigung nicht zustande kommen könnte, könnte auch dieses Mal eine ähnliche Volatilität auslösen. Aber so wie der Aktienmarkt auch damals die Verluste wieder aufgeholt hatte und darüber hinaus höher kletterte, denken wir, daß unabhängig von kurzfristigen Rückschlägen, auch in diesem Jahr die Aktienkurse wieder steigen werden.

MAN SOLL NICHT GEGEN DIE FED WETTEN

Die weiterhin lockere Geldmengenzpolitik ist einer der wichtigsten Faktoren, der den Aktienmarkt treibt und ein Ende dieser Geldmengenzpolitik ist noch nicht in Sicht. Die Fed hat im Wesentlichen zwei aktuell laufende Programme für den Erwerb festverzinslicher Wertpapiere, das so genannte „Quantitative Easing“ (QE). Im vergangenen Monat hat die Federal Reserve kundgegeben, daß sie für \$45 Mrd. pro Monat längerfristige Staatsanleihen kaufen wird. Dies erfolgt zusätzlich zum Erwerb von Hypothekar-Wertpapieren in Höhe von \$40 Mrd. pro Monat. Darüber hinaus sagte die Fed, daß „der Ausschuß beschlossen hat, für die Fed-Funds-Rate 0 bis 1/4 Prozent anzusteuern und geht derzeit davon aus, daß dieser außergewöhnlich niedrige Leitzins mindestens so lange angemessen bleibt, wie die Arbeitslosenquote über 6,5% verharrt. Die Inflation würde in den nächsten ein bis zwei Jahren bei nicht mehr als einen halben Prozentpunkt über der langfristigen Zielsetzung des Ausschusses von 2% erwartet und die längerfristigen Inflationserwartungen seien stabil.“

Die erste Auswirkung der quantitativen Lockerung ist die Erhöhung der Liquidität (Geld) und die Senkung der Zinsen. Der Folgeeffekt ist, daß die Aktienkurse nach oben gepusht werden. Dies kommt durch den sukzessiven Liquiditätsfluß in Richtung Wertpapieren mit einem höheren Ertragspotential anstelle der kargen Erträge bei festverzinslichen Papieren. Es ist nach wie vor der Fall, daß die Anleger generell weiterhin eine sehr hohe Risikoaversion haben und bereit sind, sehr niedrige Renditen für festverzinsliche Wertpapiere in Kauf zu nehmen. Allerdings sind die Renditen nun so niedrig, daß die Gefahr wächst, daß festverzinsliche Anleger Kapitalverluste hinnehmen. Dies passiert, sobald die Renditen klettern. Warum sollten die Renditen nun steigen? Der Arbeitsmarkt wächst aktuell um durchschnittlich 150.000 neue Arbeitsplätze pro Monat, was das Wachstum von Einkommen und Konsum fördert. Die US-Wirtschaft müßte jedoch nur 75.000 Netto-Arbeitsplätze pro Monat schaffen, um eine stabile Arbeitslosenquote zu halten. Wenn nun die Neubeschäftigungen um mehr als 75.000 pro Monat zunehmen, könnte die Arbeitslosenquote bis Ende dieses Jahres oder Anfang nächsten

Jahres in die Nähe der 6.5% Marke kommen. Die Fed hat bereits angekündigt, daß weitere quantitative Lockerungen auf diesem Niveau nicht mehr notwendig wären. Die Anleiherenditen würden wahrscheinlich steigen, bevor wir zu diesem Punkt gelangen. Unsere These ist, daß sobald die Investoren in festverzinslichen Papieren die ersten Verluste auf ihren Monatsauszügen hinnehmen und zur gleichen Zeit sehen, wie die Börsen weiter klettern, dies zu einem Umdenken bei den Investoren führt. Es sollte zu der Zeit dann massiv Kapital aus Anleihen in Aktien fließen. Durch die sich weiter verbessernde Konjunktur, sollte sich dieser Kapitalfluß noch verstärken. Abbildung 1 veranschaulicht die kumulativen 10-Jahresrenditen für den S&P 500, einschließlich der Dividenden, welche nur dreimal im letzten Jahrhundert in die Nähe oder unter die Null Grenze gelangte. Erst vor kurzem drehte die aktuelle kumulierte 10-Jahresrendite ins Positive. Wir sehen hier noch viel Aufwärtspotential.



Die Aktienmarktbewertungen unterstützen ebenfalls ein bullisches Szenario und unser Bewertungsmodell zeigt, daß der S&P 500 rund 23% unter dem angemessenen Wert (fair value) von etwa 1900 liegt. Im Umkehrschluß müßten Aktien um rund 30% vom aktuellen Niveau ansteigen um richtig bewertet zu sein. In unserem Modell benutzen wir den gleitenden Durchschnitt der Gewinne des S&P 500 für die zurückliegenden 10 Jahre. Dies ist eine konservative Art und Weise der Berechnung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses, da sie Voraussagen ausschließt. Wir verwenden die tatsächlichen historischen Daten und nicht Zukunftsschätzungen von Analysten. Zusätzlich eliminiert das Modell die Volatilität von Konjunkturzyklen, da Datenreihen über 10 Jahren die kompletten Zyklen erfassen. Wie aus Abbildung 2 ersichtlich wird, ist der 10-Jahres-Durchschnittsertrag für den S&P 500 mit stetigem Tempo gestiegen, obwohl wir zwischenzeitlich sowohl Rezessionen und Aufschwünge als auch Kriege und Krisen durchlebt haben. Darüber hinaus bereinigt unser Modell das KGV um die Inflation. Steigende Inflation bedeutet niedrigere KGVs; und das aus dem gleichen Grund aus dem sie fallende Preise bei festverzinslichen Wertpapieren bedeutet. Die Inflation reduziert den Gegenwartswert der zukünftigen Cashflows. Bei niedriger Inflation dürfen die KGVs höher sein. Mit einer Inflation von oder unter 2%, sind die Aktien aktuell deutlich unterbewertet.

Chart 2

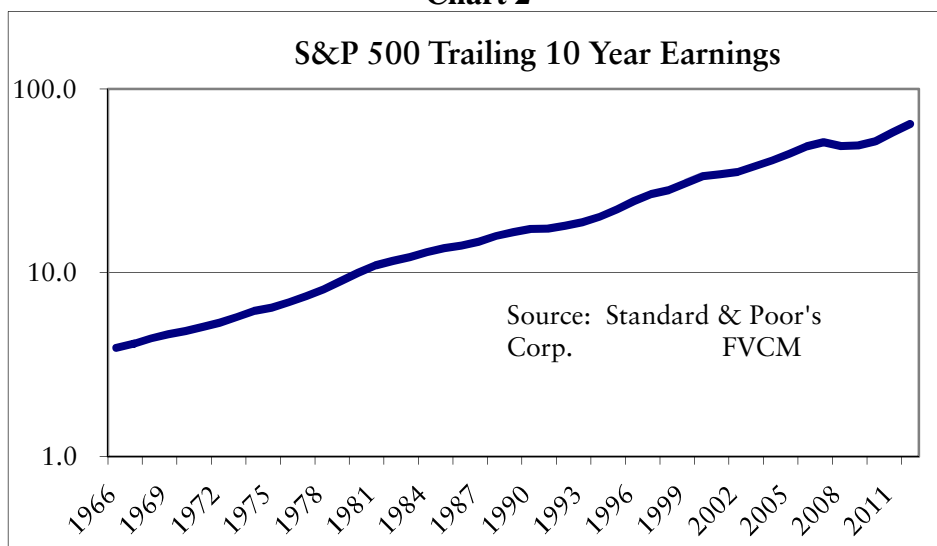
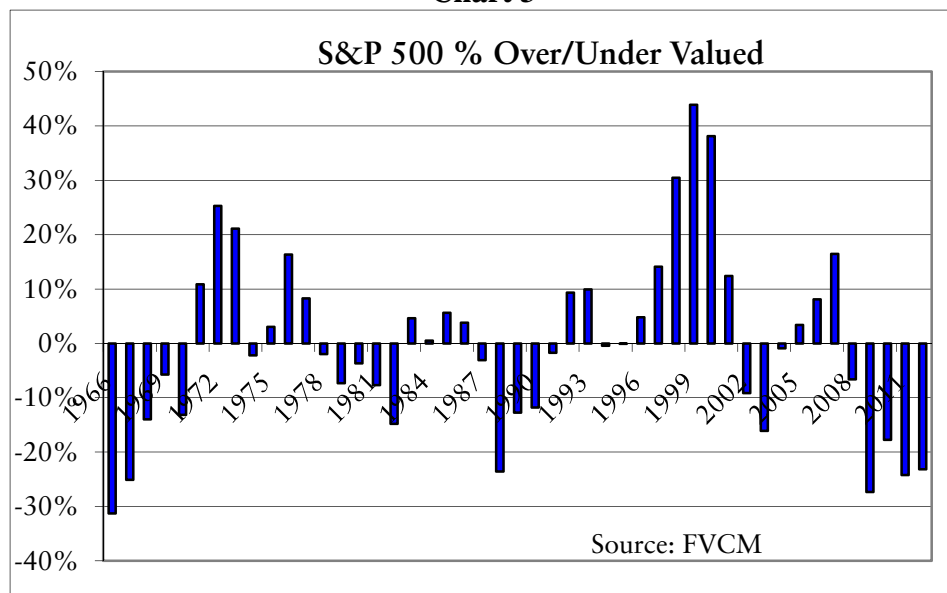


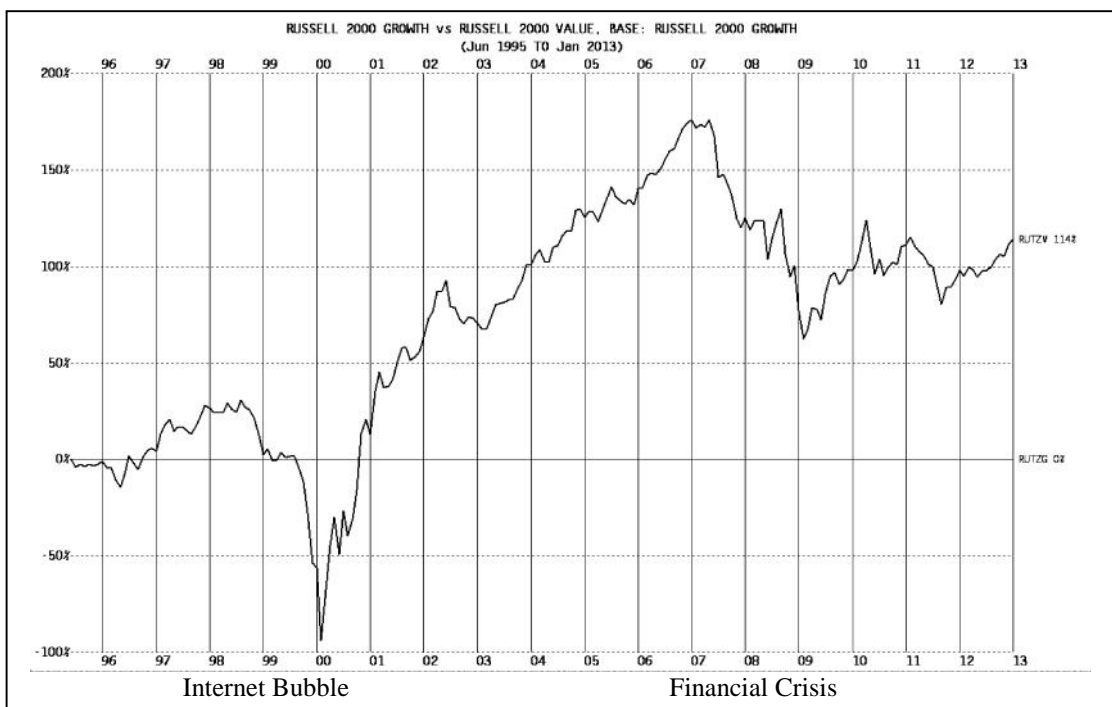
Chart 3



Zusammenfassend besteht die Gefahr, daß die Aktienpreise während der Kongreß und der Präsident noch über die Probleme der Sequestrierung und der "Schuldenobergrenze" verhandeln, nochmals korrigieren. Allerdings sind die Aktienbewertungen attraktiv und ein Umschwung von Anleihen in Aktien könnte den aktuellen Bullen-Markt für einige Jahre verlängern. Wir planen, evtl. Schwächephasen in den nächsten zwei Monaten zu nutzen, um weitere Aktien zu kaufen. Natürlich wird das Szenario, das wir hier beschrieben haben, nicht ewig andauern. Wir könnten uns vorstellen, daß die Wirtschaft für die nächsten paar Jahre mit einem moderaten Tempo von etwa 2% pro Jahr wächst und der S&P 500 die 2000er Marke erreicht oder sogar durchbricht. Allerdings bleibt zu bedenken, daß die Inflation sich sehr

langsam aufbaut, aber auch sehr schwer zu stoppen ist, sobald sie an Dynamik gewinnt. Der Konjunkturzyklus sollte seinen Höhepunkt zwischen 2015 und 2017 erreichen und die Inflation könnte dann ein größeres Problem sein. Die Fed müßte dann die Geldpolitik straffen und zu diesem Zeitpunkt werden wir bereit sein unsere Aktienquoten zu reduzieren. Aber bis dahin sollte das Umfeld für den Aktienanleger sehr gut sein.

Value-Investing, von Benjamin Graham gelehrt und von Warren Buffet und vielen anderen praktiziert, einschließlich uns selbst, zeigte sich in der Vergangenheit als erfolgreiche Strategie. Während Value-Aktien seit der Finanzkrise im Jahr 2007 in Ungnade gefallen sind, gibt es nun Anzeichen dafür, daß gerade Value-Strategien in Zukunft wieder outperformen werden. Der untenstehende Chart zeigt den Russell 1000 Value Index, im Vergleich zum Russell 1000 Growth Index. Wenn die Linie steigt, outperformen die Value-Aktien im Vergleich zu den Wachstumswerten und wenn die Linie fällt unterperfornt Value- die Wachstumsaktien. Manchmal dominiert Wachstum über Value, wie es z.B. während der Tech-Blase in den späten 1990er Jahren der Fall war. Ab 2007, als die Zweifel zum Wirtschaftswachstum so hoch waren, verschoben Investoren Ihr Geld in Richtung "schnell wachsender" Firmen, die Perspektiven auf mehr Unabhängigkeit vom allgemeinen Wirtschaftsumfeld bieten. Aktien wie Amazon, Apple und Salesforce.com kletterten, da jeder annahm, daß diese Unternehmen unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung erfolgreich sein werden. Bewertungsniveaus wurden dabei wenig beachtet. Da nun aber die Wirtschaft weiter wächst und das Vertrauen weiter zunimmt, sind Investoren zunehmend mehr bereit, in konjunkturabhängige und billig bewertete Aktien zu investieren. Sie betrachten zwischenzeitlich auch die hohen Bewertungen der Wachstumsaktien genauer.



Die jüngste Outperformance von Value wird auch für den Rest der aktuellen Hausse erwartet. Wir weisen darauf hin, daß die Begriffe Value und Wachstum etwas nebulös sind. Einige Analysten definieren die Begriffe nach dem Verhältnis von Preis zu Buchwert, andere mit

dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), wiederum andere anhand Umsatzwachstum. Bei all diesen Methoden der Definition gibt es Probleme. Beispielsweise könnte ein Autohersteller, wenn die Wirtschaft gerade aus der tiefsten Rezession herauskommt, rasantes Umsatzwachstum erzielen. Trotzdem würden auch dann nur wenige Menschen dieses Unternehmen als ein „Growth“- oder Wachstumsunternehmen kategorisieren. Umgekehrt glauben wir nicht, daß Investoren glücklich werden, wenn sie jetzt Salesforce.com-Aktien kaufen. Die Aktie ist zwar ein stark wachsendes Unternehmen, handelt aber zum 110-fachen KGV und 8,5-fachen Umsatz. Anlageerfolg erzielt man am besten in Aktien, die zu niedrigen Bewertungen gehandelt werden, aber dennoch gute Wachstumsaussichten aufweisen. Zum Beispiel wird für Amgen, eine Biotech-Aktie, ein langfristiges Gewinnwachstum von 10% prognostiziert. Damit liegt Amgen deutlich über dem langfristigen historischen Durchschnitt von 6% für den S&P 500. Trotzdem handelt Amgen nur zum 13,8-fachen KGV (rückliegende Erträge); was unter dem KGV von 14,1 für den S&P 500 liegt. Unternehmen, die "Growth/Wachstum" aufweisen, aber mit Abschlägen zur Benchmark handeln, erscheinen uns als ideale Investments.

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. Wechselkurschwankungen 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.