

Von H. Terrence Riley III, CFA
15. Okt. 2012

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

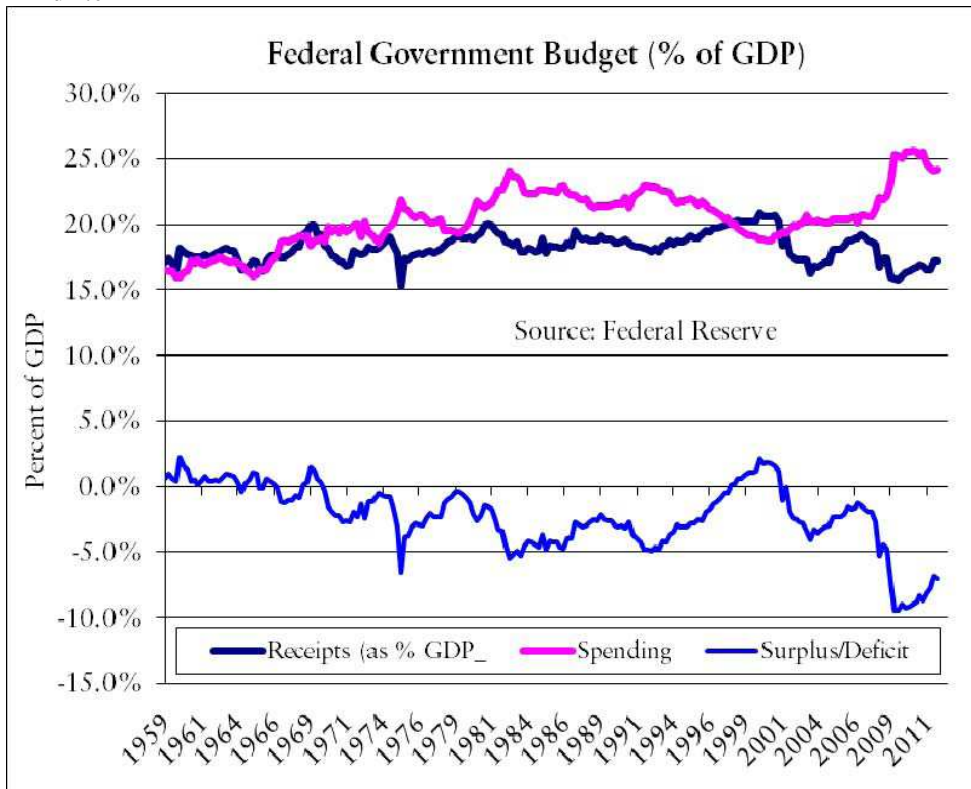


ALLGEMEINER AUSBLICK

Das wirtschaftliche Umfeld gleicht weiterhin einem Minenfeld, doch Aktien marschieren weiter vorwärts. Trotz der Gewinne in diesem Jahr, sind die Aktien im Vergleich zu alternativen Anlagen immer noch attraktiv und wir würden daher Rückschläge als Kaufmöglichkeit sehen. Die Liste der Probleme, welche die Geschäftstätigkeit der Unternehmen hemmt, sind mittlerweile allseits bekannt: Das Haushaltsdefizit der U.S. Regierung beläuft sich auf 7% des BIP und es scheint, als würde bis zu den Wahlen am 6. November nichts dagegen unternommen werden; möglicherweise nicht einmal bis zum nächsten Jahr, nachdem der Haushaltsetat über die sogenannte "Fiscal Cliff" (Zwangskürzung der Ausgaben und gleichzeitige Umsetzung von Steuererhöhungen) gefallen ist. Der amerikanische Konsument baut nach wie vor seine Schulden weiter ab und das Wachstum der Konsumausgaben ist daher weiter schwach. Die Exporte geraten wegen des schwächeren Wachstums in Europa und China unter Druck. Das übt Druck auf die Unternehmensgewinne aus und man erwartet nun, dass diese weniger stark als noch vor kurzem erwartet wachsen werden. Trotz all dieser negativen Nachrichten gibt es auch Positives zu berichten. Nach mehreren Jahren des Rückganges, scheint es nun als hätte der U.S.

Immobilienmarkt endlich seine Talsohle erreicht. Er hat bereits angefangen wieder zum Wachstum beizutragen. Und, was sehr wichtig ist, die FED hat mit QE3 Maßnahmen eingeleitet um dem anhaltenden Deflationsdruck entgegenzusteuern, welcher sich aufgrund des Schuldenabbaus in der U.S. Bevölkerung hartnäckig hält. Die unmittelbare Auswirkung dieser Intervention sind in der Regel steigende Aktien- und Bondpreise. Einer der ältesten Sprüche der Wall Street lautet "Don't fight the Fed". Wir halten das für einen weisen Rat.

Bild 1.0



Relative zum BIP verringert sich aktuell das Haushaltsdefizit bereits von alleine (siehe Bild 1.0); wenn auch nur gering. Nach dem Rückgang der Steuereinnahmen (siehe Linie „Receipts“) während der Finanzmarktkrise in 2008-09, sind diese nun wieder in einem steigenden Trend. Da gleichzeitig die Staatsausgaben („Spending“) leicht sanken, verkleinerte sich das Haushaltsdefizit („Surplus/Deficit“) für 2012 auf 7% des BIP. Selbst wenn keine politischen Maßnahmen stattfinden, sollten die Steuereinnahmen von alleine wieder auf ihr normales historisches Niveau von etwa 19%-20% des BIP ansteigen. Sollten die Steuereinnahmen dieses Niveau erreichen, aber die Staatsausgaben in aktueller Höhe bleiben, wird das Haushaltsdefizit bei ca. 4% des BIP liegen.

Da die Zahl der Rentner, die die Sozialversicherung in Anspruch nehmen (die öffentliche Pensionskasse der Regierung), in den nächsten Jahren ansteigen wird, ist man sich einig, dass weitere Maßnahmen zwingend notwendig sind um das Defizit zu verringern - und dies besser früher als später.

Es ist fast sicher, dass das Haushaltsdefizit in 2013 stark reduziert wird. Über die Art und Weise werden jedoch erst die Wahlen im November entscheiden. Nach jetzigem Stand werden die „Bush Steuersenkungen“ aus den Jahren 2001 und 2003 am 31. Dezember 2012 auslaufen. Gleichzeitig werden neue Steuern im Zusammenhang mit Obamas Gesundheitsplan in Kraft treten und zusätzlich finden

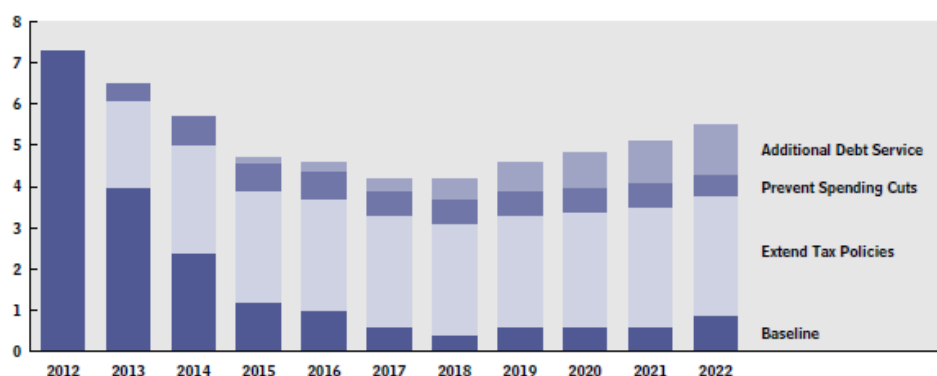
automatischen Kürzungen für die Sektoren Verteidigung und „discretionary spending“ (Ermessungsausgaben – ohne Sozialversicherung und Gesundheitsversorgung) statt. Das Kongressetat Büro (CBO) geht davon aus, dass wenn diese automatischen Veränderungen durchgehen, sich das Haushaltsdefizit auf 4% des BIP in 2013 und 2,4% in 2014 verringern wird (siehe Bild 1.1 nächste Seite). Anmerkung: Das „Baseline“ (Messbasislinie) oder Grundscenario zeigt das Defizit, das nach all diesen Kürzungen verbleiben würde. Die verschiedenen darauf sitzenden Balken zeigen, um wieviel grösser das Defizit wäre, wenn diese automatischen Kürzungen und Steuererhöhungen nicht umgesetzt würden. Ob und welche dieser automatischen Veränderungen erfolgen werden, hängt vom Wahlausgang ab.

Im Gegensatz zu Romney, unterstützt Obama den Verfall der Bush Steuersenkungen sowie die Kürzung der Verteidigungsausgaben. Falls Obama am 6. November wiedergewählt wird, und vor allem wenn die Republikaner die Oberhand im Repräsentantenhaus behalten sollten, wird erwartet, dass der totale Stillstand der Verhandlungen eintritt und die automatischen Änderungen im US-Haushaltsbudget stattfinden. Sollte Romney jedoch gewinnen, und die Republikaner die Kontrolle im Senat gewinnen, würden diese automatischen Veränderungen wahrscheinlich gestrichen und durch einen gesamtheitlichen Plan ersetzt. Dieser „Grand Plan“ würde das gesamte Steuergesetz revidieren, die Ermessensausgaben kürzen und die großen Sozialleistungsprogramme – Gesundheitsfürsorge und Sozialversicherung - umstrukturieren. So oder so wird das Defizit weiter schrumpfen, auch wenn unter Romney wahrscheinlich etwas weniger. Es gibt noch einen weiteren wichtigen Unterschied: Falls all die automatischen Veränderungen in 2013 durchgehen sollten, wird laut des CBO die Wirtschaft um 0.5% schrumpfen. Im Vergleich dazu ist ohne diese Änderungen ein Wachstum von 1.7% prognostiziert. Falls aber Romney im November gewinnen sollte, könnte der aufsummierte Effekt einer Steuerreform, Sozialleistungsreform, und der evtl. Anstieg des Konjunkturoptimismus (Romney wird meist als mehr wirtschafts- und wachstumsfreundlich bezeichnet) zu einem über den Schätzungen des CBO liegendem Wirtschaftswachstum führen.

Figure 1-1.

Deficits Projected in CBO's Baseline and Under an Alternative Fiscal Scenario

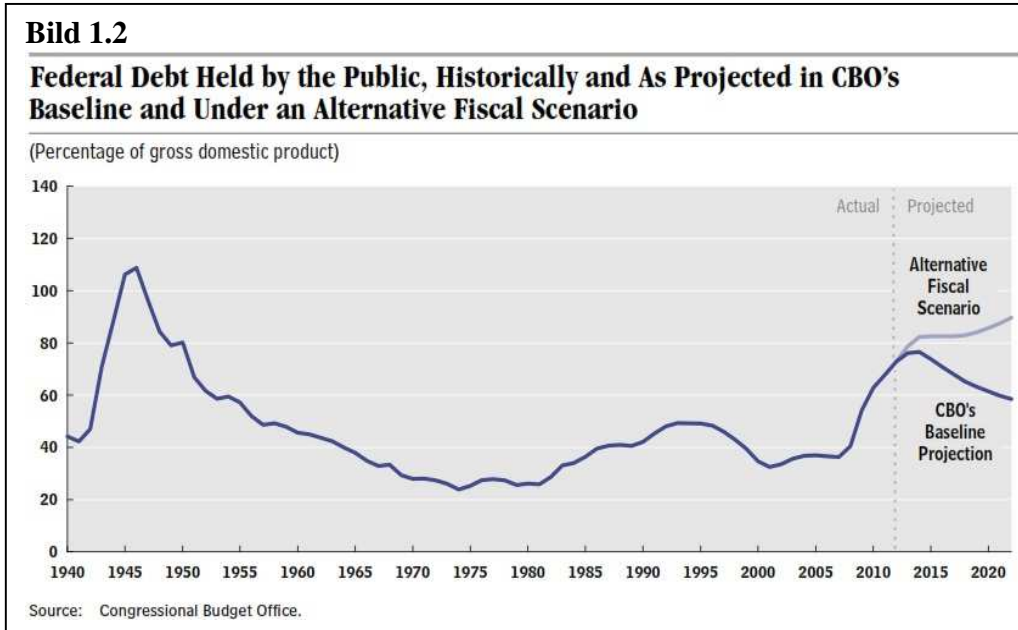
(Percentage of gross domestic product)



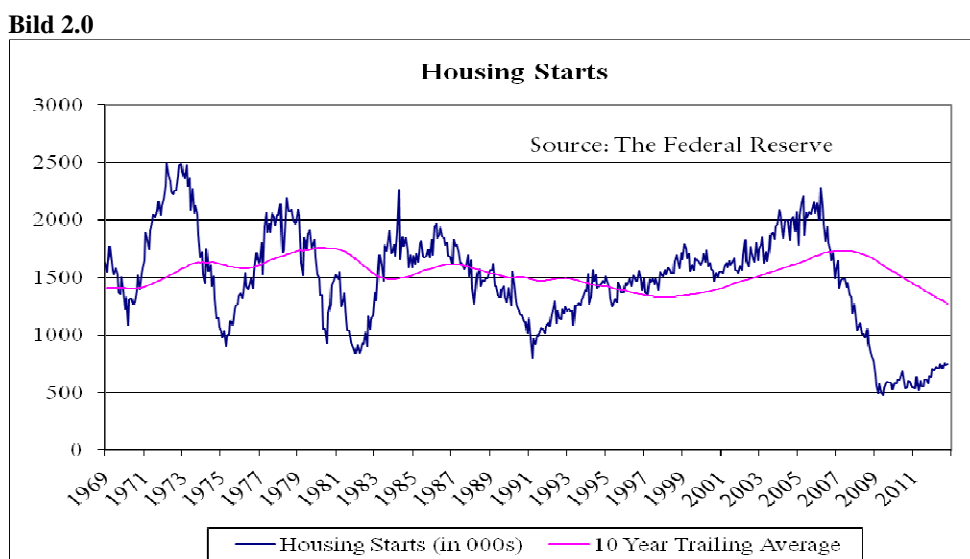
Source: Congressional Budget Office.

Note: "Additional Debt Service" is the amount of interest payments on the additional debt issued to the public that would result from the policies in the alternative fiscal scenario. "Prevent Spending Cuts" involves holding Medicare's payment rates for physicians' services at their current level (rather than permitting them to drop, as scheduled under current law) and preventing the cuts to federal spending that will occur under the automatic enforcement procedures of the Budget Control Act of 2011 from taking effect (but leaving in place the original caps on discretionary appropriations in that legislation). "Extend Tax Policies" reflects the assumptions that expiring tax provisions (other than the payroll tax reduction) are instead extended and that the alternative minimum tax is indexed for inflation.

Das CBO hat prognostiziert, dass die US-Staatsverschuldung schrittweise unter 60% fallen wird (prognostiziertes Basisszenarios im Bild 1.2). Ein Sieg Romneys würde jedoch höchstwahrscheinlich höhere Schulden zu Beginn aber niedrigere Schulden später bedeuten. Da Romney keine Steuererhöhungen vorsieht, wird das Haushaltsdefizit zu Beginn seiner Amtszeit höher bleiben. Allerdings wird damit gerechnet, dass ein schnelleres Wachstum des privaten Sektors höhere Steuereinnahmen bedeutet. Die größte Gefahr für den Staatshaushalt liegt bei der Sozialversicherung, der staatlichen Pension und Medicare (staatliches Gesundheitswesen) aufgrund der älter werdenden Bevölkerung. Romneys Vizepräsidentschaftskandidat Paul Ryan, allseits als technisch versierter Reformier bekannt, hat bereits umfassende Vorschläge im Bezug auf die Reduzierung des Haushaltsdefizits durch die Bereiche Sozialversicherung und Medicare eingereicht. Wer immer auch gewinnt - Obama oder Romney - beide Seiten planen die Staatsschulden zu reduzieren.



Anmerkung:
CBO's Baseline Projection = prognostizierte Staatsverschuldung in % vom BIP bei voller Umsetzung des „Fiscal Cliff“
Alternative Fiscal Scenario = falls das „Fiscal Cliff zu 100% ausgehebelt wird“



Aller Augenmerk liegt aktuell auf den Risiken des „fiscal cliffs“; da lohnt sich ein Blick auf die Baubranche, welche nun wieder zum Wachstum beisteuert. Als die Immobilienblase platzte ging die Zahl der Neubauten von einer jährlichen Rate von über 2 Millionen Einheiten auf etwa 500,000 hinunter. Dieser Schwund bei Neubauten reduzierte das BIP um fast 4 Prozentpunkte, als dieses Gewerbe von über 6% vor der Krise auf kürzlich nur noch 2.4% des BIP sank. In den USA liegt die jährliche Gründung von neuen Haushalten bei weit über einer Million pro Jahr. Offensichtlich kann eine Baurate von nur 500,000 Einheiten pro Jahr nicht aufrechterhalten werden. Inzwischen ist der Vorrat von „guten“ Häusern langsam erschöpft und Hauspreise haben angefangen zu steigen und die Anzahl der Neubauten erholt sich. Während sich der Staatshaushalt im kommenden Jahr nur schleppend erholen wird, scheint es, als käme die Bauindustrie zur Rettung der Wirtschaft geeilt.

Die Fed kündigte auf ihrem September Meeting an, pro Monat \$40 Milliarden an hypothekenbesicherten Wertpapieren anzukaufen – mit anderen Worten QE3. Die Hauptauswirkung wird sein, dass die Bondrenditen nach unten gedrückt werden und damit Rückenwind für die Aktienpreise entsteht. Die USA befand sich seit 1981 in einem deflatorischen Trend mit langsamerem nominalen BIP Wachstum, einer abfallenden Inflationsrate und sinkenden Zinsen. In 2008 und 2009 wurde dieser Druck am stärksten als die Gesamtausgaben des Landes, d.h. das nominale BIP, im Jahresvergleich sogar fiel. Diese letzte Runde der monetären Lockerung oder „Quantitative Easing“ (QE) wird recht kontrovers diskutiert, da im jüngsten Quartalsbericht das nominale BIP um 3.9% anstieg. Dieses Wachstum sollte eigentlich ausreichen um dem realen Wachstumspotential der USA Rechnung zu tragen. Darüber hinaus sind die Renditen bei festverzinslichen Anlagen bereits stark gedrückt. Kritiker der Fed behaupten, dass ein langsames reales Wachstum hauptsächlich auf fiskalische und regulatorische politische Maßnahmen zurückzuführen sei, welches Beschäftigungen und Investitionen abschreckt, und dass das QE3 die Inflation anregen könnte. Während die neuste QE das Potenzial hat den Konsum anzuregen und dadurch die Inflation anzukurbeln, sieht es aber danach aus, als würde neues Geld in Aktien statt in Güter und Dienstleistungen (Konsum) fließen. Wie in Bild 3.1 abgebildet hat die Umlaufgeschwindigkeit, welche den jährlichen Umschlag von M2 darstellt, rapide abgenommen. Mit anderen Worten, die Menschen horten ihr Geld statt es auszugeben.

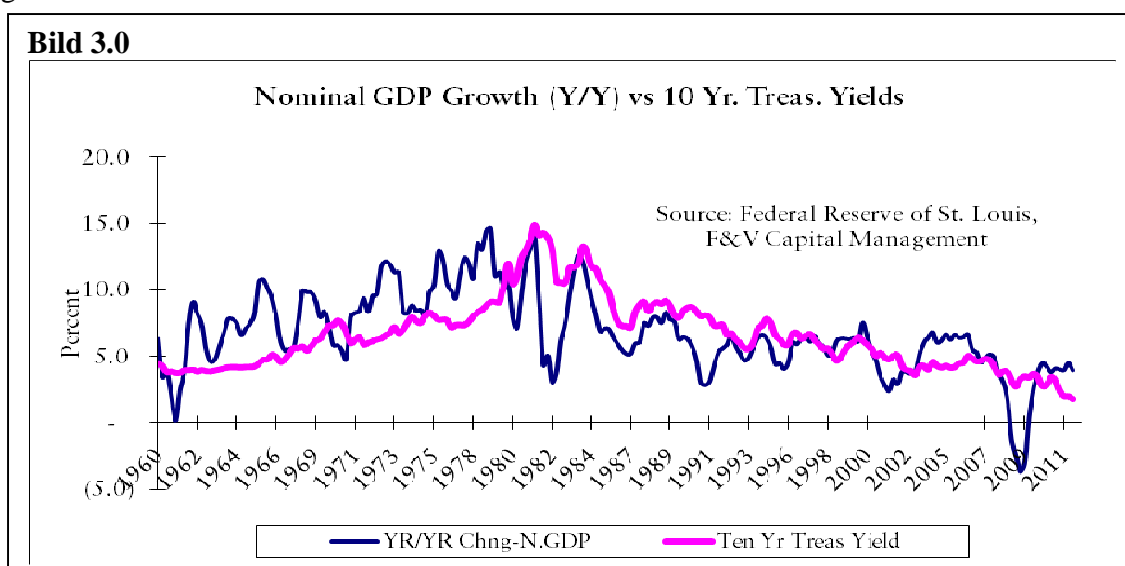
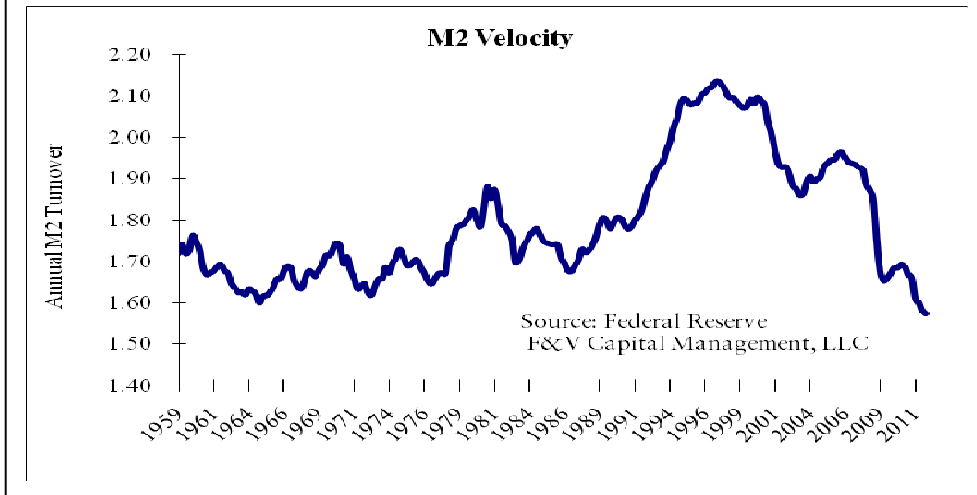
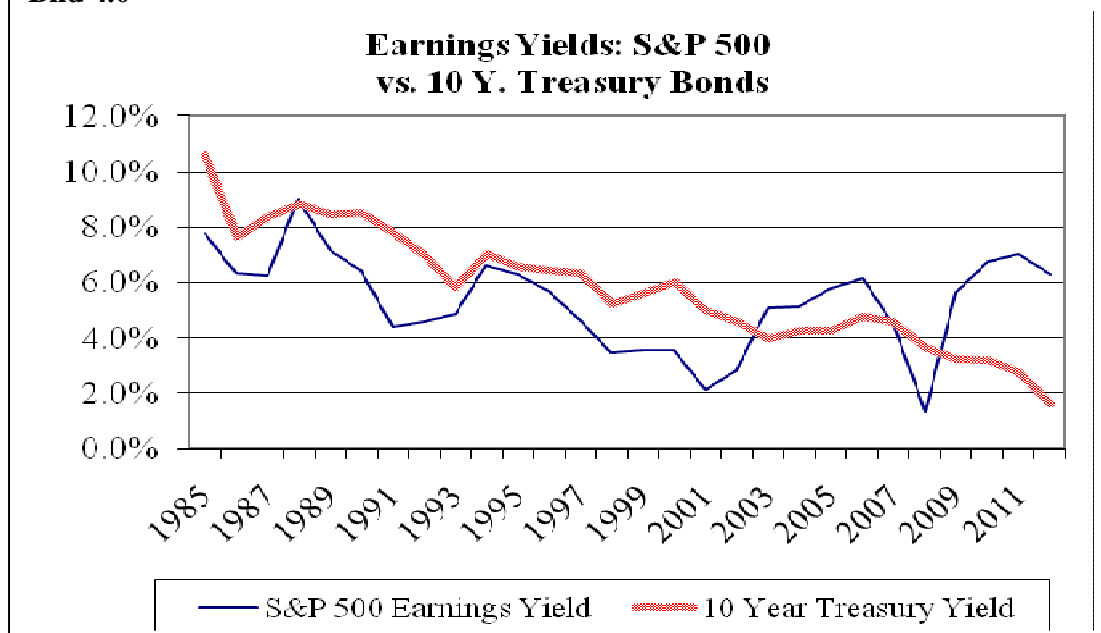


Bild 3.1



Weil die Bevölkerung aktuell nicht dazu neigt Geld auszugeben - der Schwerpunkt liegt beim Sparen und Geld akkumulieren - und da die Zinsen bereits so niedrig sind, hat das QE der Fed den Effekt die Aktienpreise anzuheben. Bild 4.0 vergleicht die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen mit der Ertrags-Rendite des S&P 500 (Anmerkung: Eine Bond Rendite errechnet sich durch das Dividieren des Zinses durch den Anleihenpreis während bei der Ertragsrendite die Erträge des S&P500 durch den Preis des S&P500 geteilt wird). In der Vergangenheit lagen die Gewinnrenditen unter den Bondrenditen, da die Gewinne dazu tendieren im Laufe der Zeit zu wachsen, wo hingegen die Zinszahlungen bei den Bonds über die Laufzeit fixiert sind. Aktuell liegen die Gewinnrenditen beim S&P500 jedoch bei über 6% während die Renditen bei 10-jährigen Staatsanleihen unter 2% liegen. Die Rendite bei Anleihen ist so mager, dass selbst Investoren, die sonst sehr risikoscheu und argwöhnisch gegenüber Aktien sind, animiert werden ihr Kapital in Aktien umzuschichten.

Bild 4.0



Wir haben wachsende Bedenken, dass es einen Ausschlag der Aktienpreise nach oben geben könnte. Manche technische Analysten, diejenigen, die auf Aktiencharts und andere Indikatoren zu Marktaktivitäten schauen, haben darauf hingewiesen, dass die letzten Preisanstiege bei Aktien unter

geringen Handelsvolumina zustande kamen, welches ein negativer Indikator sei. Es könnte allerdings auch eine weitere Deutungsmöglichkeit geben: Der Besitz von Aktien ist historisch gesehen auf einer sehr niedrigen Ebene und Geld und Geldmarkt Bestände sind auf einem Rekordhoch: Viele Portfoliomanager und andere Investoren sind der Meinung, dass sie zu wenig Aktien besitzen und sie sind daher nicht gewillt, Aktien zu verkaufen und ihre Bestände weiter zu verringern. Selbst der geringfügige Anstieg in der Nachfrage nach Aktien, initialisiert durch die Fed mit QE3, treibt die Preise höher. Denn dies ist der einzige Weg die momentanen Aktienbesitzer zum Verkauf eines Teiles ihrer Titel zu verleiten. Beachten Sie ebenfalls, dass wir uns in einer Situation befinden, in der Aktiengesellschaften Billionen von Dollars in ihrer Bilanz stehen haben und damit ihre eigenen Aktien zurück kaufen, was das Angebot von Aktien weiter reduziert. Falls es zu einer bedeutenden Veränderung der Marktstimmung käme, wie zum Beispiel mit einer durchschlagenden Lösung in Europa oder eines Wahlauskommens in den USA, welches Investoren überzeugt, dass sich das Wirtschaftswachstum wieder beschleunigt, wird die Nachfrage nach Aktien stark ansteigen. Und da sich Aktieninvestoren bereits unterinvestiert in Aktien sehen und daher nicht bereit sind zu verkaufen, könnten die Preise sehr schnell steigen. Was danach passiert ist eine andere Geschichte, die wir ein anderes Mal erzählen werden. Doch für den Moment sollten Sie ein mögliches Ereignis ins Kalkül ziehen, das nur wenige erwägen – eine gewaltige Börsenhausse.

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 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.