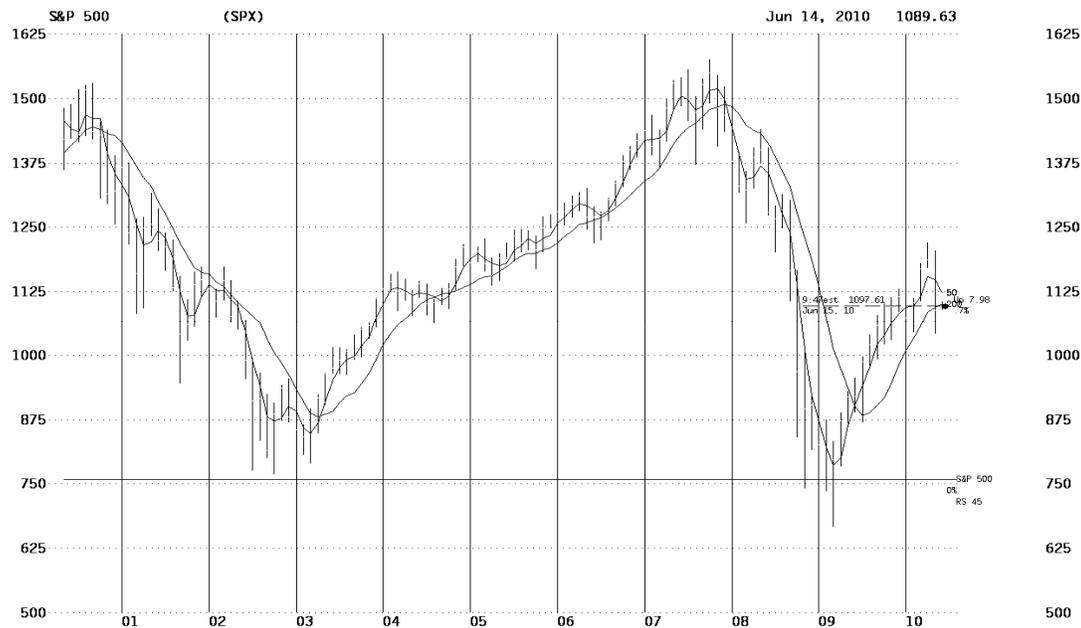


Terrence Riley III, CFA
15. Juni 2010

Kontakt: Karin Mueller
+1 (212) 326 9533 kmm@fvc.us



RÜCKBLICK & AUSSCHAU

Die US-Aktienmarktbewegung seit dem 23. April 2010 sehen wir als normale Korrektur innerhalb eines Bullenmarktes. Wir wären nicht überrascht, wenn die Preise im Sommer volatil bleiben, mit heftigen Ralleys aber auch harschen Korrekturen. Trotzdem erwarten wir auf 1-Jahres-Sicht substantziell höhere Kurse. Aktienportfolios sollten auf 12 Monate Renten, Liquidität und Immobilien deutlich outperformen. Unser Optimismus basiert auf den folgenden Faktoren:

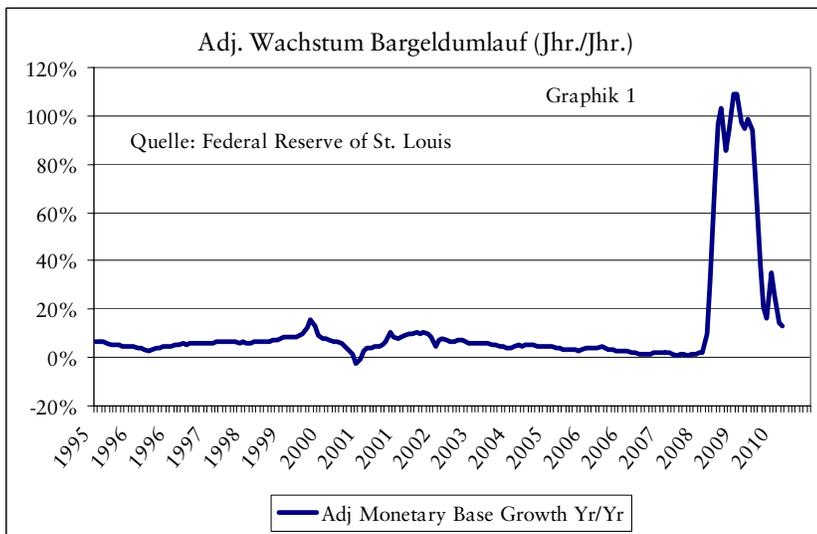
1) die Wirtschaft erholt sich von einer tiefen Rezession und Unternehmensgewinne verfügen noch über erhebliches Aufholpotenzial; 2) der S&P 500 ist momentan – basierend auf unserem Bewertungsmodell – nahezu 30% unterbewertet; 3) wir sehen aktuell keine inflationären Tendenzen; 4) Zinsen werden voraussichtlich bis Jahresende auf einem niedrigen Niveau verharren und 5) Kennzahlen, wie der CBOE Volatilitätsindex^{*)}, spiegeln wider, dass die Investoren sehr nervös bleiben und geringe Aktienquoten bevorzugen – hieraus ergibt sich unseres Erachtens viel Spielraum nach oben.

Attraktive Bewertungen, Unternehmen, die gerade wieder beginnen, zu investieren und ängstliche Investoren ergeben ein ideales Umfeld für Aktieninvestitionen. Unserer Meinung nach befinden wir uns momentan genau in dieser Phase.

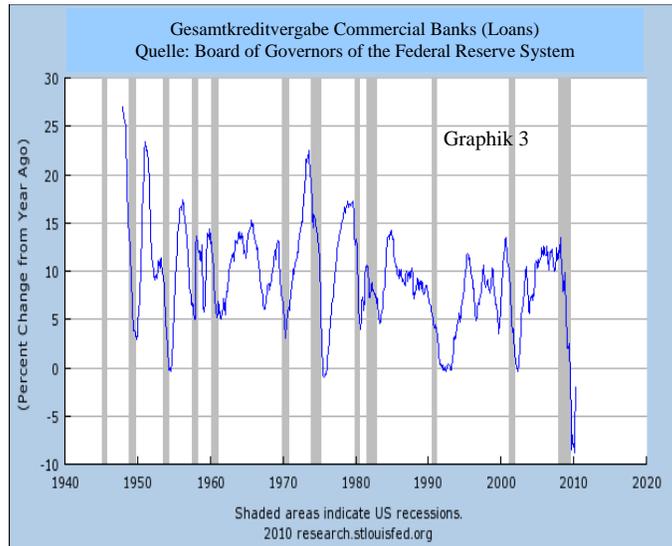
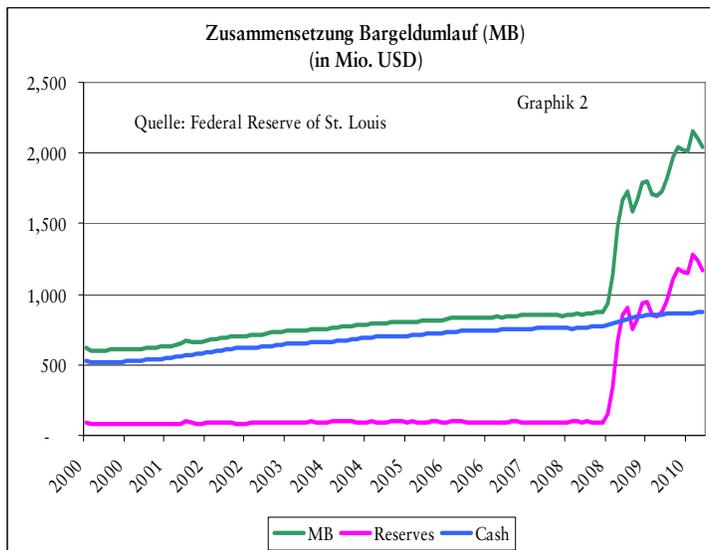
^{*)} CBOE Volatilitätsindex gibt die vom Markt erwartete kurzfristige Schwankungsintensität (implizite Volatilität) anhand von Optionspreisen auf den S&P 500 über 30 Tage in Prozentpunkten an.

Entgegen weitläufigen Befürchtungen besteht nur ein geringes Inflationsrisiko.

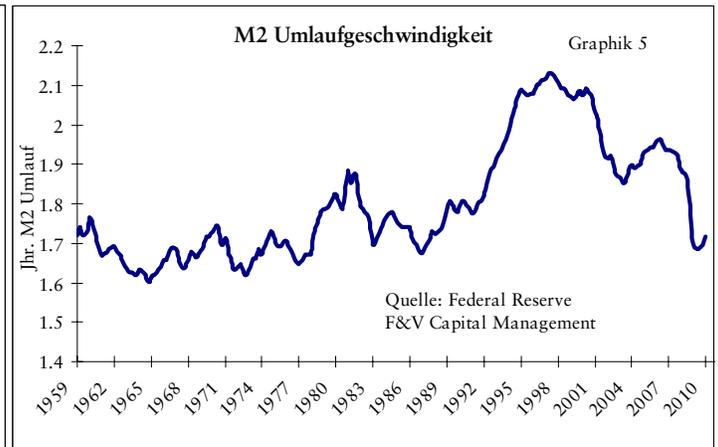
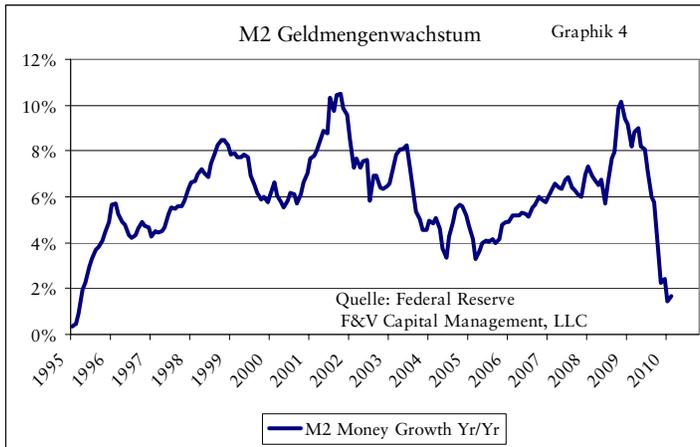
Von Kunden und zahlreichen Gesprächspartnern, vor allem aus Deutschland, werden wir immer wieder auf kommende Inflationsorgen angesprochen. Diese begründen sich u.a. auf dem Rückkaufsprogramm der EZB für Staatsanleihen gefährdeter EU-Staaten. Zudem wird, vor allem in den USA, häufig die Entwicklung der Geldmenge als Indikator herangezogen. Zahlreiche Marktkommentatoren begründen hierauf ihre Inflationsorgen (siehe Graphik 1). Dennoch sehen wir hierin für die nächsten 1 bis mind. 2 Jahre keine Ursache und begründen dies wie folgt:



Bargeldumlauf und Umlaufgeschwindigkeit sind unterschiedliche Dinge. Der Bargeldumlauf umfasst u.a. Zentralbankgeld und Bargeld, nicht aber Depots von Privathaushalten und Unternehmen bei Banken. Der derzeit größte Bestandteil des Bargeldumlaufes sind die Bankreserven, die bei der Fed unterhalten werden (siehe Graphik 2). Während Bargeld beständig in einem vernünftigen Ausmaß anstieg, konnte man einen explosionsartigen Anstieg der Bankreserven verzeichnen. Dies lag an zwei Dingen; zum einen haben insgesamt, aber insbesondere untereinander, Banken seit Ausbruch der Finanzkrise keine Gelder verliehen. Sie haben aus Selbstschutz die Anforderungen zur Kreditvergabe massiv erhöht und sich aus einigen Bereichen des Kreditmarktes komplett zurückgezogen. Dies führte zu einem ungewöhnlich hohen Rückgang der Kreditversorgung durch die Banken (siehe Graphik 3). Im Jahresvergleich war dies während der Krise ein Rückgang von nahezu 10%, ein Ausmaß, welches in der Nachkriegszeit noch nie da gewesen war. Zum anderen reagierte die Fed genau richtig und sprang hier als letzte Kreditvergabequelle ein. Sie versorgte die Banken, Unternehmen und Privathaushalte mit der notwendigen Liquidität. Sie schuf diese Liquidität sowohl durch den Ankauf bereits bestehender Kreditsicherheiten, für die es keine Marktbewertung gab, als auch durch neue Kreditprogramme für Unternehmen. Diese beiden Bewegungen – die restriktive Kreditpolitik der Banken kombiniert mit neuer Liquidität generiert durch die Fed – führten zur verstärkten Reservehaltung der Banken bei der Fed und somit zur Erhöhung des Bargeldumlaufes.

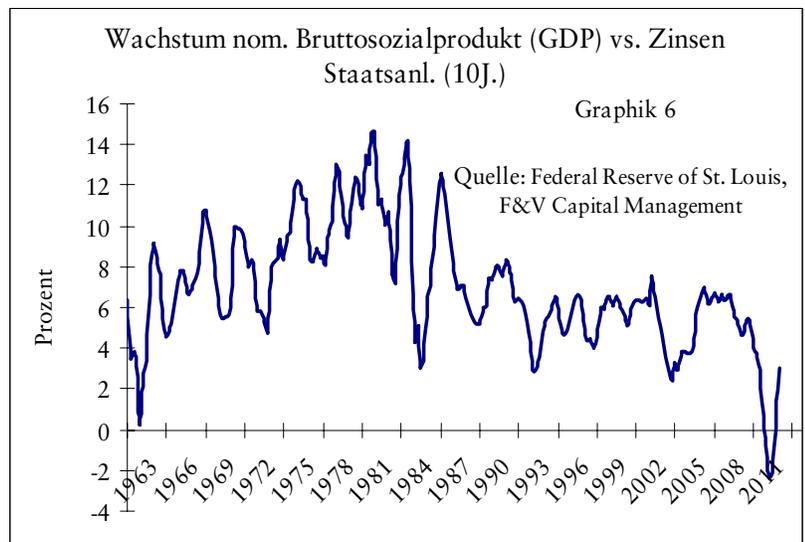


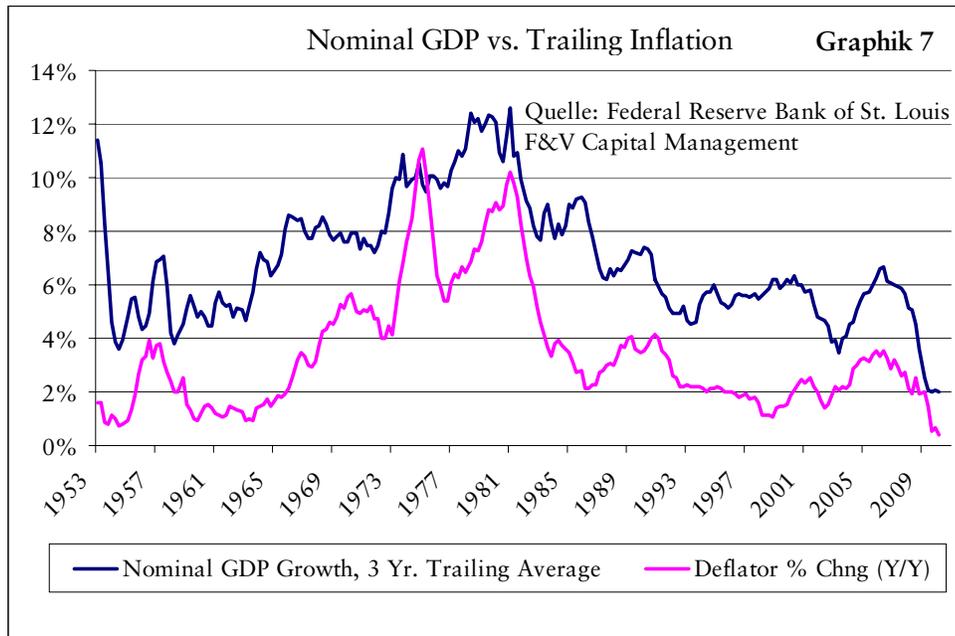
Die Geldmenge ist in 2008 und 2009 zwar beständig gewachsen, aber in keinem Vergleich zur Wachstumsrate der Bankreserven. Zudem wird Liquidität gehortet und der Konsum eingeschränkt. Während das Wachstum des jährlichen Bargeldumlaufes im Mai 2009 mit 109% seinen Höhepunkt erreichte, verzeichnete das jährliche Wachstum der Geldmenge M2 bereits im Januar 2009 seinen höchsten Stand und nimmt aber seitdem kontinuierlich ab (siehe Graphik 4). Viel wichtiger ist jedoch, dass die Umlaufgeschwindigkeit von M2, die bereits in der vergangenen Dekade zurückging, in der Krise noch schneller sank (siehe Graphik 5). Die Umlaufgeschwindigkeit spiegelt die Bereitschaft zum Sparen wider. Wird allgemein eine Inflation erwartet, wird Bargeld wie eine heiße Kartoffel behandelt und schnell ausgegeben. Umgekehrt, herrscht eine risikoaverse Stimmung vor, wird die Sparquote erhöht, Konsum eingeschränkt und Geld gehortet. Dies ist in dem jetzigen Zyklus geschehen: trotz hohem Bargeldumlauf (109% Hoch) haben wir durch die abnehmende Umlaufgeschwindigkeit nur einen moderaten Anstieg der Geldmenge gesehen (10% Hoch), was sogar zu einem Rückgang (-2,4% Tief) der nominalen Ausgaben führte (siehe Graphik 6).



Wachsende Geldmengen wirken nur bei steigender Umlaufgeschwindigkeit inflationär. (Geld führt nur zu Inflation, wenn es ausgegeben wird!) Da das Ausgabenwachstum jedoch in den vergangenen Jahren sehr gering war, sehen wir absolut keine Inflation am Horizont.

Regierungen können so viel Geld drucken wie sie wollen, solange die Konsumenten die Gelder unter dem Kopfkissen horten, wird dies keine Inflation auslösen. Geld muss ausgegeben werden, um einen Effekt auf das Preisniveau zu haben. Graphik 7 zeigt die rollierenden 3-Jahres-Wachstumsraten der nominalen Ausgaben (gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt). Wir benutzen diesen Durchschnittswert, weil Preisniveaus sich i.d.R. nicht sofort, sondern zeitverzögert verändern. Wie man erkennen kann, sind die Zuwachsraten bei den Ausgaben in den vergangenen 3 Jahren auf ein Niveau von lediglich 2% zurückgefallen und waren jüngst sogar negativ, wie auch aus Graphik 6 ersichtlich wird. Neben der niedrigen Inflation, ist das niedrige Niveau der Ausgaben auch konsistent mit den niedrigen Langfristzinsen.





Die U.S. Wirtschaft hat aktuell ein moderates reales Wachstum in Höhe von 3.0% bis 3.5% (siehe Tabelle 1).

Langfristig ist das reale Wachstum einer Nation eine Funktion, die vom Bevölkerungswachstum, Kapitalinvestitionen und dem Agieren von Institutionen, wie beispielsweise den Universitäten, Regierungen und der Gesetzgebung abhängt, die das Wachstum durch Steuern und Marktregulierung beeinflussen.

Kurzfristig aber werden die Wirtschaftszyklen durch die Geldpolitik gesteuert und auch von Verhaltensveränderungen der Unternehmen in Bezug auf Produktion, Warenbestände und die Personalbestände beeinflusst.

Der Bauboom im Immobiliensektor führte zu einem Überangebot und zu fallenden Immobilienpreisen, was wiederum in letzter Konsequenz in geringeren Ausgaben der Immobilienbesitzer resultierte. Die erste Konsequenz dieser Spirale war, dass die Lagerbestände im Vergleich zu den geringeren Umsätzen nun exorbitant hoch waren (siehe Graphik 8). Unternehmen reagierten rational und drosselten die Produktion (siehe Graphik 9) und die Anzahl der Mitarbeiter.

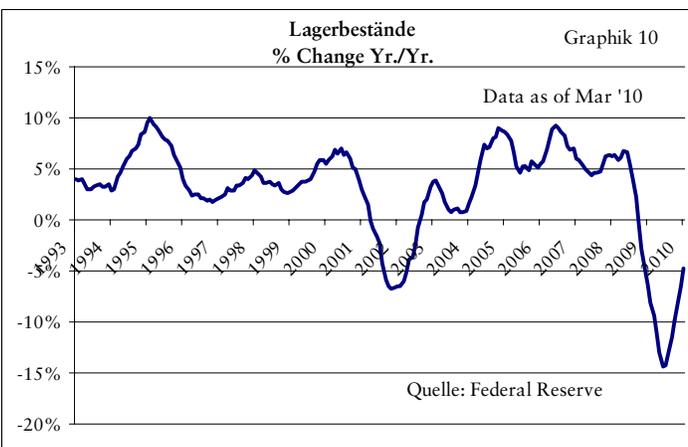
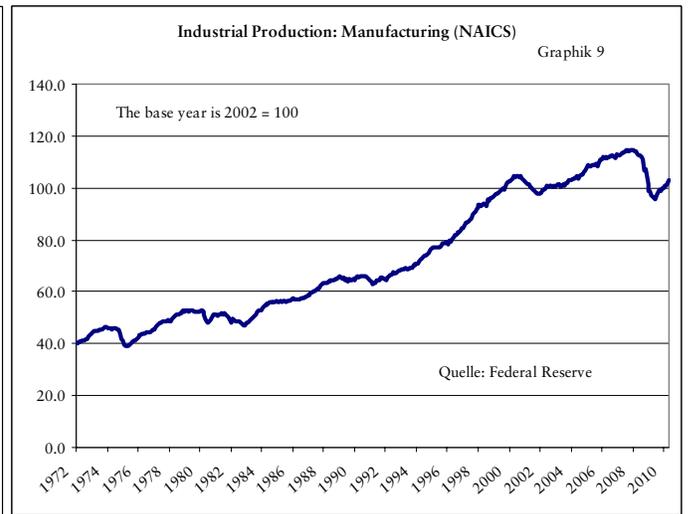
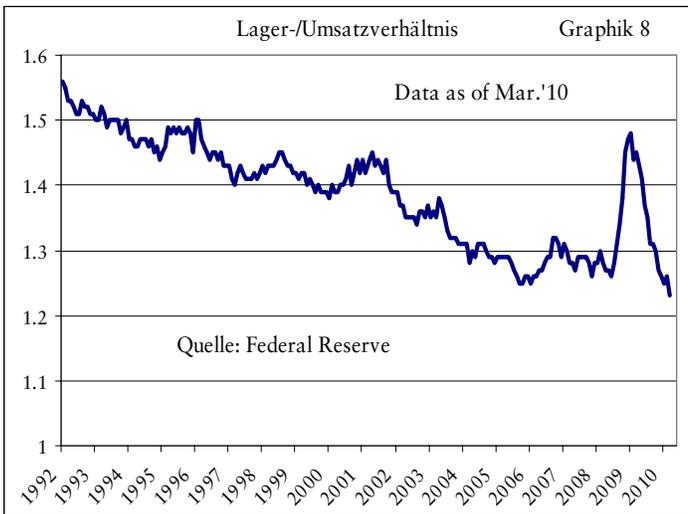
Table 1: U.S. Growth and Inflation

	Nominal GDP Growth	Real GDP Growth	Inflation
1990	5.8%	1.9%	3.9%
1991	3.3%	-0.2%	3.5%
1992	5.8%	3.4%	2.4%
1993	5.1%	2.9%	2.2%
1994	6.3%	4.1%	2.1%
1995	4.7%	2.5%	2.1%
1996	5.7%	3.7%	1.9%
1997	6.3%	4.5%	1.8%
1998	5.5%	4.4%	1.1%
1999	6.4%	4.8%	1.5%
2000	6.4%	4.1%	2.2%
2001	3.4%	1.1%	2.3%
2002	3.5%	1.8%	1.6%
2003	4.7%	2.5%	2.1%
2004	6.5%	3.6%	2.8%
2005	6.5%	3.1%	3.3%
2006	6.0%	2.7%	3.3%
2007	5.1%	2.1%	2.9%
2008	2.6%	0.4%	2.1%
2009	-1.3%	-2.4%	1.2%
2010e	4.1%	3.5%	0.6%
2011e	4.1%	3.1%	1.0%

Sources: the Federal Reserve; 2010 and 2011 real GDP estimates by JP Morgan; nominal GDP and inflation estimates by FVCM.

Inflation as measured by the GDP Deflator.

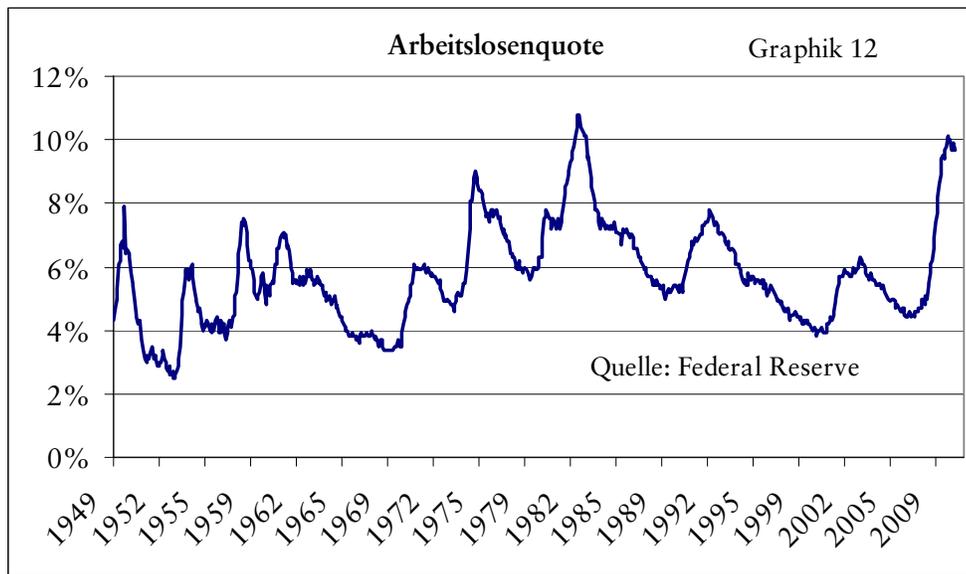
Dies führte nun zu den typischen Reaktionen: die Fed reduzierte die kurzfristigen Zinsen und pumpte Liquidität in das Bankensystem, um die nominalen Ausgaben zu stimulieren und die Industrieproduktion zu fördern und Unternehmen bauen nun die Lagerbestände wieder auf (siehe Graphik 10).



Es sieht so aus, als dass das Wachstum in 2011 und darüber hinaus anhält.

Machthaberische Regierungen wie in Zimbabwe, Kuba oder Venezuela sind in der Lage, ihr Land in eine lange Rezession oder sogar in den Ruin zu treiben. Jedoch wächst die Wirtschaft in den meisten Volkswirtschaften, wie z.B. Deutschland oder USA, kontinuierlich an und es gibt nur gelegentliche Abschwünge. Dies darf man trotz der allgemein vorherrschenden eher trüben Stimmung nicht vergessen und wir sind der Meinung, dass es erste Signale dafür gibt, dass die US-Wirtschaft gerade erst begonnen hat, wieder zu expandieren. Wie man der Graphik 11 entnehmen kann, befindet sich das Ordervolumen wieder zurück auf dem alten Expansionsniveau. Bleibt das neue Ordervolumen auf diesem Niveau, werden Unternehmen ihre Produktionskapazitäten wieder aus- und Lagerbestände weiter aufbauen. Bisher spiegelt sich das noch nicht in den aktuellen Beschäftigungszahlen wegen der damit verbundenen Kosten wider, aber andere Indikatoren, wie z.B. eine Ausweitung der Arbeitsstunden weisen darauf hin, dass die Beschäftigung beginnt anzusteigen.

In der Tat sieht es so aus, wie Graphik 12 zeigt, dass die Arbeitslosenquote ihren Höhepunkt überschritten hat, da diese seit einigen Monaten fällt. Wenn die Unternehmen gezwungen sind, die Beschäftigung aufgrund der wieder steigenden Nachfrage zu erhöhen, dann wird das Wirtschaftswachstum zum Selbstläufer: steigende Beschäftigung führt zu steigenden Einkommen, welche zu mehr Nachfrage und Konsum führen, die wiederum in einer höheren Produktion und mehr Beschäftigung münden und so weiter.



Die größten Risiken für das Wachstum in den USA kommen von seiten der US-Regierung und von internationaler Seite.

Die Regierung um Präsident Obama und der Kongreß haben eine Vielzahl von neuen Regeln und Bestimmungen verabschiedet, die zwar irgendwie begründbar sind, aber der Wirtschaft neue Kosten aufbürden. Zudem werden Steuersenkungen, die noch während der Bush-Ära in 2003 in Kraft traten, Ende diesen Jahres auslaufen. Hierdurch werden ab Januar 2011 reguläre Einkommen statt wie bisher mit einem Spitzensteuersatz von 36.0% künftig mit 39.6% besteuert. Die Dividendensteuer wird dann sogar von 15.0% auf 39.6% steigen und weitere Steuern, wie z.B. die Erbschaftsteuer, werden ebenfalls angehoben. Begründet werden die Steuererhöhungen durch die unter Obama enorm gestiegenen Staatsausgaben. Wir aber glauben, dass als Nettoresultat das Wirtschaftswachstum gebremst wird. Die zweite Wachstumsbremse ist die derzeit sehr schwache Wirtschaft in Europa. Zusätzlich erwarten wir keine Impulse vom amerikanischen Konsumenten. Wir glauben, dass der amerikanische Immobilienmarkt voraussichtlich noch einige Jahre schwach bleiben wird und auch die Immobilienpreise auf einem gedrückten Niveau verharren. Das hat einen Einfluss auf das Vermögen der Menschen. Die US-Wirtschaft ist deswegen zunehmend vom Export abhängig. Verbesserungen in der Handelsbilanz haben – kommend von einem sehr niedrigen Niveau – dazu beigetragen, dass wir ein leichtes Wirtschaftswachstum sehen, aber ob sich dieser Trend fortsetzt, kann noch nicht abschliessend geklärt werden.

DER US-AKTIENMARKT

Gewinnprognosen versuchen immer noch mit den aktuellen Wachstumsraten Schritt zu halten.

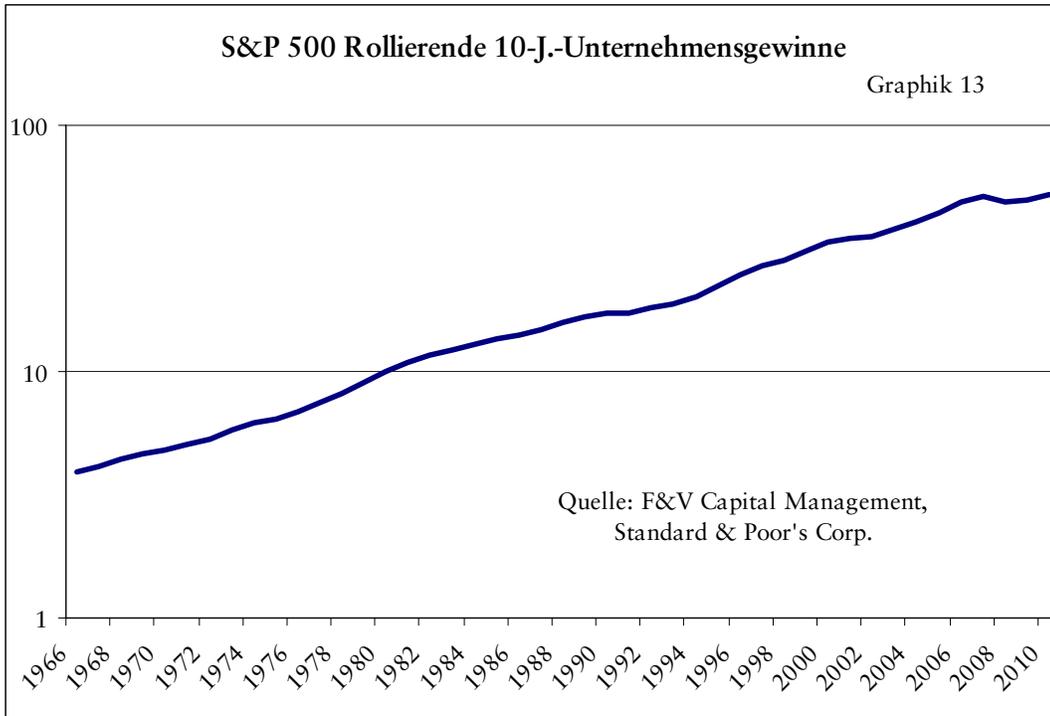
Da die Unternehmensgewinne so stark von der Rezession beeinflusst waren (siehe Tabelle 2), verblieben auch die Erwartungen der Analysten auf einem sehr niedrigen Niveau. Seit ungefähr einem Jahr steigen aber nun wieder die Consensus-Schätzungen. So betrug beispielsweise im August 2009 die Schätzung der operativen Gewinne für das Jahr 2010 der S&P 500 Unternehmen lediglich 67.1. Dieser Consensus ist nun kontinuierlich gestiegen und liegt aktuell bei 80.3, entgegen unserer eigenen Einschätzung in Höhe von 87.8. Diese Erholung der Gewinnerwartungen war die erste Triebfeder der Kurserholung. Für die nächsten 12 Monate werden unseres Erachtens jedoch die tatsächlichen Gewinne mehr im Fokus stehen als steigende Gewinnerwartungen. Aber dies sollte kein Problem darstellen, da wir davon ausgehen, dass die operativen Gewinne nächstes Jahr um weitere 9% zulegen, nachdem sie dieses Jahr wohl um 35% zulegen werden können. Die Umsatzprognosen sind relativ verhalten und liegen bei 6% für das Jahr 2010 und 8% für 2011, allerdings sollten sich die Margen weiter ausdehnen, dank besserer Kapazitätsauslastung und höheren Produktivitätsraten.

Table 2: S&P 500 Revenues and Earnings

	Revenue	Operating Earnings	Special Charges	Net Earnings	Operating Margin	Net Margin
1987	373.84	19.31	1.81	17.50	5.2%	4.7%
1988	408.19	27.65	3.90	23.75	6.8%	5.8%
1989	461.15	24.46	1.59	22.87	5.3%	5.0%
1990	509.08	23.22	1.88	21.34	4.6%	4.2%
1991	512.57	19.03	3.06	15.97	3.7%	3.1%
1992	523.64	22.75	3.66	19.09	4.3%	3.6%
1993	527.22	26.54	4.65	21.89	5.0%	4.2%
1994	552.06	31.28	0.68	30.60	5.7%	5.5%
1995	598.41	37.71	3.75	33.96	6.3%	5.7%
1996	616.43	41.18	2.45	38.73	6.7%	6.3%
1997	640.40	45.08	5.36	39.72	7.0%	6.2%
1998	634.51	44.49	6.78	37.71	7.0%	5.9%
1999	663.21	50.88	2.71	48.17	7.7%	7.3%
2000	712.28	56.34	6.34	50.00	7.9%	7.0%
2001	732.41	45.17	20.48	24.69	6.2%	3.4%
2002	675.93	48.13	20.54	27.59	7.1%	4.1%
2003	695.36	55.55	6.81	48.74	8.0%	7.0%
2004	777.70	66.99	8.44	58.55	8.6%	7.5%
2005	871.58	76.29	6.36	69.93	8.8%	8.0%
2006	945.17	88.17	6.66	81.51	9.3%	8.6%
2007	1,013.57	86.23	20.05	66.18	8.5%	6.5%
2008	1,061.28	68.63	53.75	14.88	6.5%	1.4%
2009	943.00	65.26	11.29	53.97	6.9%	5.7%
2010(E)	999.58	87.76	7.39	80.37	8.8%	8.0%
2011(E)	1,079.55	96.00	8.05	87.95	8.9%	8.1%

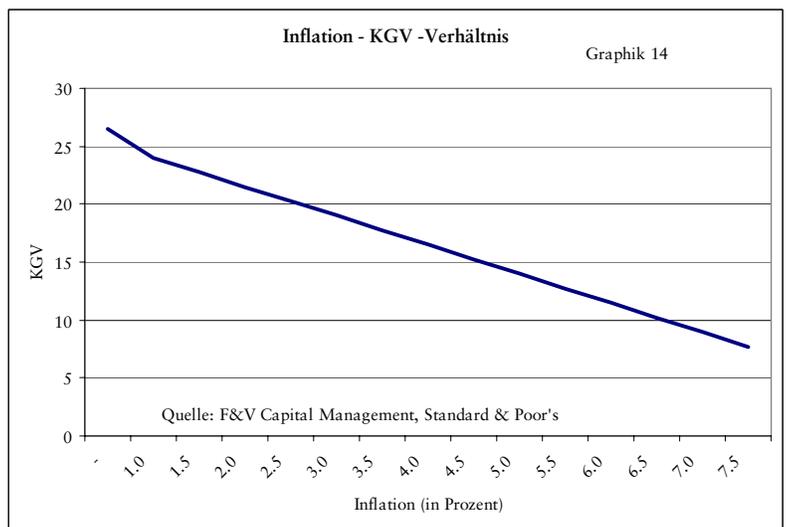
Source: Standard & Poor's Corp. Thomson Baseline. F&V Capital Management, LLC

Höhere Unternehmensgewinne sind ein bedeutender Faktor für das Timing von Aktienkäufen, aber aus Bewertungsgesichtspunkten ist es vorteilhafter, die Ausschläge bei den Gewinnen zu glätten. Während einer Rezession fallen die Unternehmensgewinne überproportional, so dass in Konsequenz hieraus die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGVs) steigen, obwohl die Kurse üblicherweise ebenfalls sinken. Im Gegensatz hierzu sind die Unternehmensgewinne auf dem Höhepunkt einer Rallye sehr hoch und die KGVs erscheinen dennoch angemessen, obwohl die Aktienkurse recht hoch sind. Damit wir die KGVs dennoch als Bewertungsmaßstab für unsere Aktienanalysen einsetzen können, nutzen wir die rollierenden 10-Jahres-Unternehmensgewinne, um zyklische Effekte zu eliminieren, die eventuell die Ergebnisse bei den KGVs verfälschen könnten (siehe Graphik 13).



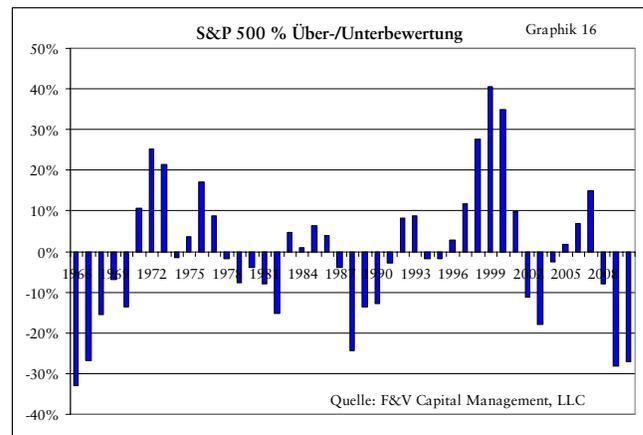
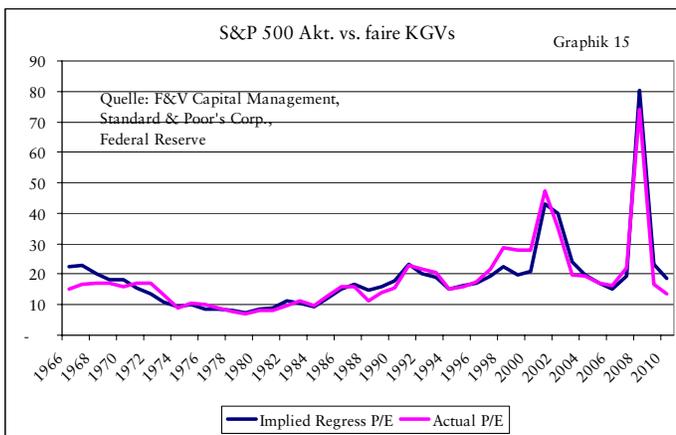
Inflation ist ein wichtiger Faktor für die Bestimmung des fairen KGVs.

Eine 4%ige Verzinsung einer Langfristanleihe wäre angemessen, wenn die Inflationsrate bei 1% liegen würde, aber sie wäre unangemessen wenn die Inflation 5% betragen würde. Investoren verlangen einen Ausgleich des Kaufkraftverlustes. Ähnlich verhält es sich bei Aktien. Aus diesem Grund sind KGVs während Phasen mit einer hohen Inflation gering und während Phasen mit einer niedrigen Inflation hoch. Graphik 14 zeigt diesen Zusammenhang zwischen KGV und Inflation für den S&P 500 auf Basis unserer haus eigenen Regressionsanalyse mit Daten über die vergangenen 60 Jahre.



Aus Bewertungssicht sind Aktien momentan günstig. Um faire KGVs für den S&P 500 zu ermitteln, haben wir festgestellt, dass die rollierende 6-Jahres-Inflationsrate eine geeignete Näherungslösung für die erwartete Inflationsrate ist. Mit anderen Worten, egal wie hoch die tatsächliche Inflationsrate in den vergangenen 6 Jahren auch war, sie ist in jedem Fall ein guter Maßstab für die künftige Rate.

Aktuell liegt die Rate bei ungefähr 2,5% und wird, wie wir bereits hervorgehoben haben, unseres Erachtens weiter zurückgehen. Dies würde sich positiv auf die Aktienkurse auswirken. Unser Modell für eine faire KGV-Ermittlung beinhaltet aus den genannten Gründen die rollierenden 10-Jahres-Unternehmensgewinne und die Ergebnisse sind momentan beeindruckend. Graphik 15 zeigt den engen Zusammenhang zwischen unserem Modell und den KGVs des S&P 500 seit Mitte der 60er Jahre. Graphik 16 zeigt die Abweichung zwischen den beiden Kennzahlen aus Graphik 15 und gibt die jeweiligen Über- und Unterbewertungen des Marktes unter Berücksichtigung der normalisierten Gewinne und Inflationserwartungen wider. Aktuell wäre demnach der Markt zwischen 25% und 30% unterbewertet.



Die idealen Einstiegsvoraussetzungen für Aktien sind geringe Inflation, eine wachsende Wirtschaft und Unternehmensgewinne, niedrige Zinssätze und eine expansive Geldpolitik – exakt was wir momentan vorfinden. Investoren sind nervös, aber dies ist nach den Turbulenzen nicht verwunderlich und historisch gesehen immer der beste Einstiegszeitpunkt für Aktien. Marktvolatilität ist unvorhersagbar, aber bewegt sich derzeit im normalen Rahmen. Aus unserer Sicht war daher der jüngste Kursrückgang ein idealer Zeitpunkt, Aktieninvestments aufzustoßen.

The information contained in this report is intended solely for the clients of F&V Capital Management, LLC in the United States, and may not be used or relied upon by any other person for any purpose. Such information is provided for informational purposes only and does not constitute a solicitation to buy or an offer to sell any securities under the Securities Act of 1933, as amended, or under any other U.S. federal or state securities laws, rules or regulations. Investments in securities discussed herein may be unsuitable for investors, depending on their specific investment objectives, risk tolerance and financial position.

The information is obtained from specified sources and is believed to be reliable, but that accuracy is not guaranteed. Any opinions contained herein reflect F&V's judgment as of the original date of publication, without regard to the date on which you may receive such information, and are subject to change without notice. F&V may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance.