

Terrence Riley III, CFA
11. Februar 2010

Kontakt: Karin Müller
+1 (212) 326 9533
kmm@fvc.com



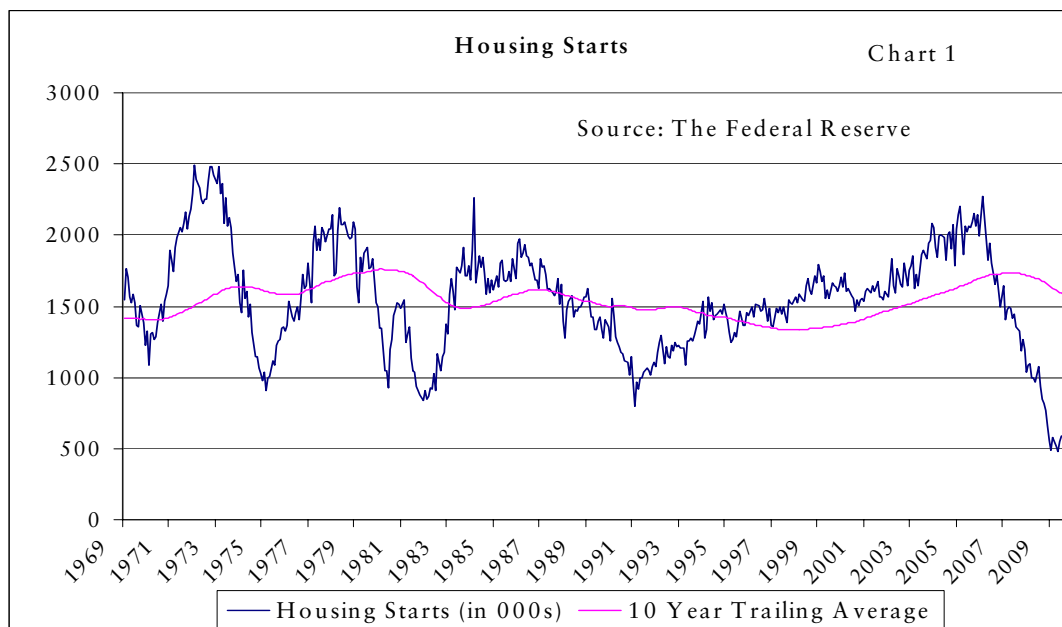
RÜCKBLICK

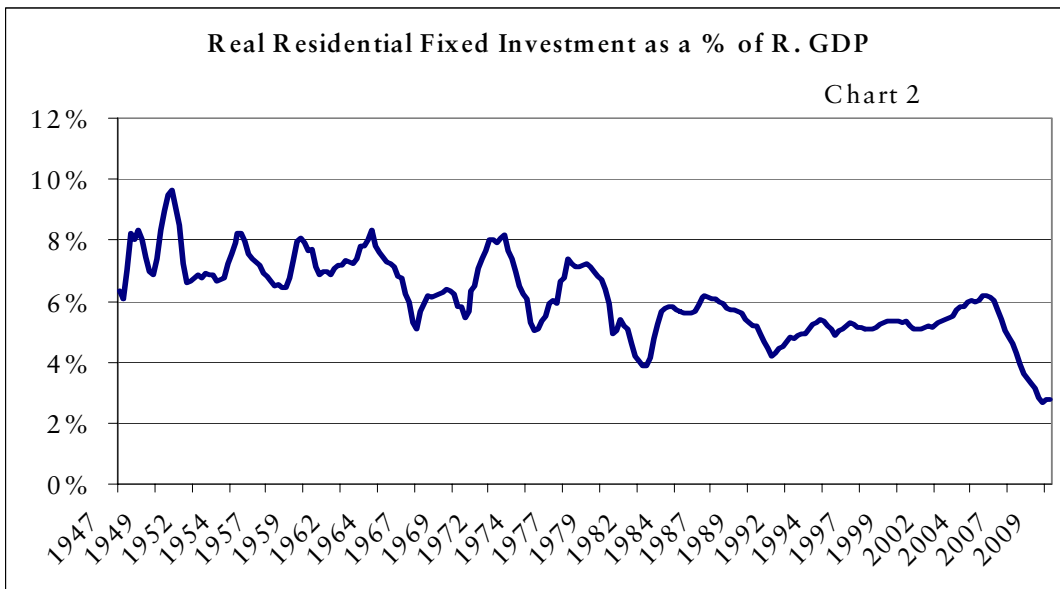
Im Jahr 2009 hat sich unsere positive Einstellung gegenüber Aktien ausbezahlt. Der S&P500 Index stieg um mehr als 26%. Wie von uns antizipiert, waren die Prognosen der meisten Volkswirte und Analysten zu pessimistisch. Erwartungen zum Wirtschaftswachstum und zu den Unternehmensgewinnen zeigen schon seit mehreren Monaten einen positiven Trend auf. In den letzten Wochen traten jedoch Diskussionen über die Schuldsituation Griechenlands, die Einmischung der chinesischen Regierung in die Vergabe von Bankkrediten und weitere Faktoren, welche die Stärke der weltwirtschaftlichen Erholung in Frage stellten, in den Vordergrund. Der S&P500 Index fiel daraufhin um 7%. Wir betrachten diesen Rückgang als eine normale Korrektur in einem Bullenmarkt. Obwohl es gewisse Gründe zur Sorge gibt – viele davon sind von der Politik verschuldet – glauben wir auf Jahressicht an eine Fortsetzung des positiven Trends hinsichtlich des volkswirtschaftlichen Wachstums, steigender Gewinnerwartungen sowie der Aktienkurse.

VOLKSWIRTSCHAFT

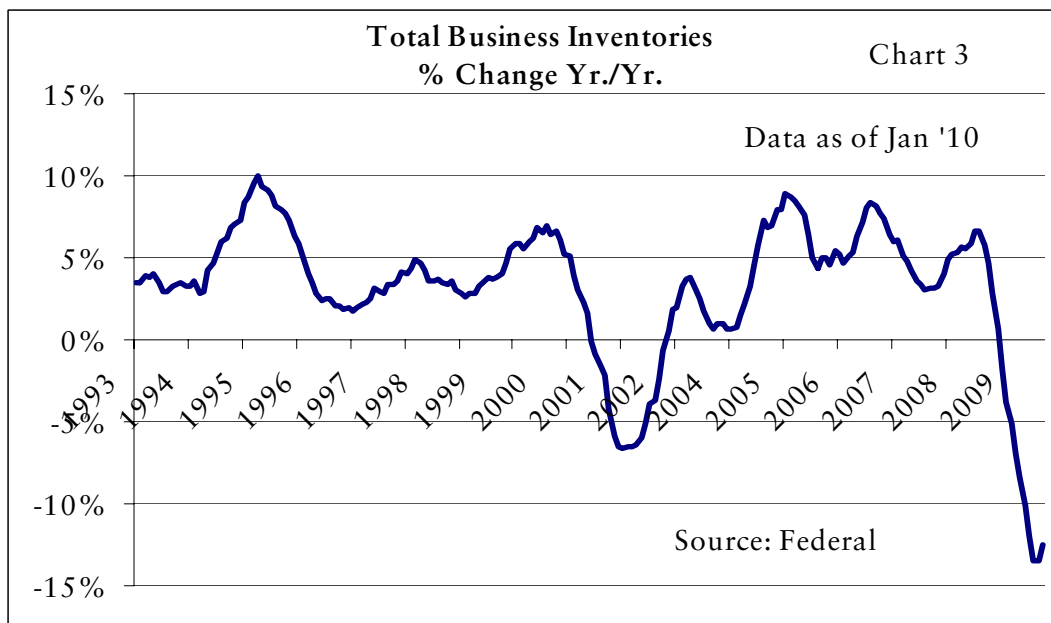
Allgemein wird angenommen, dass sich das Wachstum des realen BIP trotz schwacher Konsumetennachfrage und steigenden Steuern weiter fortsetzt. Laut ersten Berichten lag das annualisierte Wachstum des realen BIP im 4. Quartal bei 5,7%. Diese Zahl wird aufgrund von Anpassungen für Nettoexporte und andere Faktoren vielleicht noch ein wenig nach unten korrigiert. Unterm Strich bleibt mit aller Wahrscheinlichkeit ein gesundes Wachstum, welches auch auf der Stabilisierung des Immobilienmarktes und der Lagerbestände der Unternehmen basiert. Wir sprechen hier nicht von einem Aufwärtstrend im Immobilienmarkt bzw. ein einem Wachstum der Lagerbestände. Wenn sich diese Bereiche nicht weiter verschlechtern, und das BIP nicht nach unten ziehen, reicht das schon aus. Richten wir unseren Blick in die Zukunft: Wir glauben, dass das reale BIP im Jahr 2010 um etwa 3,5% und in 2011 um 2,5% wachsen sollte. Das sind niedrigere Wachstumszahlen als wir sie normalerweise für die Jahre nach einer Rezession gewohnt sind. Eine schnellere und stärkere Erholung wird durch die wahrscheinliche Erhöhung des Einkommensteuersatzes, der Steuer auf Kapitalerträge, sowie andere zusätzliche Steuern und Regulierungen für Unternehmen erschwert.

Unserer Meinung nach wird der Immobiliensektor in den nächsten Jahren kein bedeutender Treiber des Wirtschaftswachstums sein. Auf der anderen Seite sollte er sich aber auch nicht mehr so stark bremsend auswirken. Graphik 1 zeigt den atemberaubenden Einbruch der Baubeginne von Einfamilienhäusern. In jüngster Vergangenheit sank die Zahl der unverkauften Einfamilienhäuser und die Baubeginne stabilisierten sich bei ca. 500.000 Einheiten pro Jahr. Graphik 2 beschreibt den sinkenden Anteil des privaten Häusermarktes am realen BIP. In jüngerer Vergangenheit sank dieser Anteil von ca. 6% auf etwa 2,5%. Das war sicherlich ein sehr dominanter Faktor in der Rezession. Die Bevölkerung in den USA wächst zur Zeit um etwa 1%. Für die nächsten Jahre machen wir deshalb keine Trendwende im privaten Häusermarkt aus. Keinen weiteren Einbruch vorausgesetzt kann die Wirtschaft allerdings auch ohne ein Wachstum im Immobilienmarkt ein gesundes Wachstum erzielen.

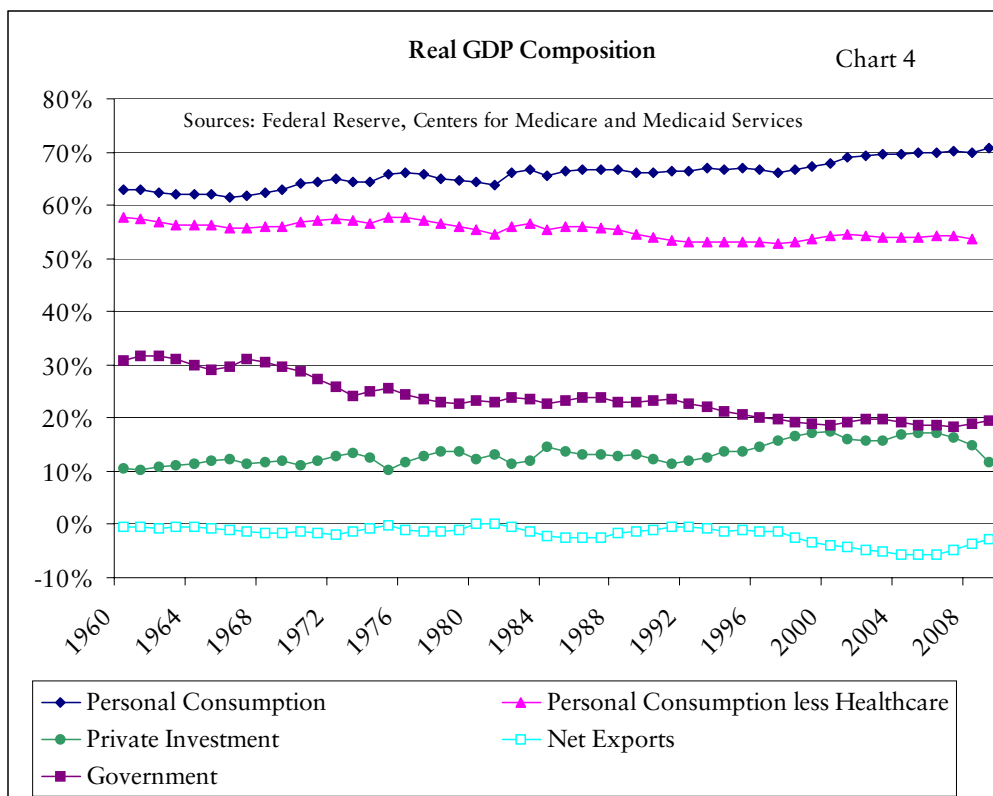




Die Lagerbestände hatten zunächst einen negativen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum. Dieser Trend kehrt sich nun um. Lagerbestände werden zu einem bedeutenden Treiber für das Wirtschaftswachstum. Während der Finanzkrise waren Unternehmer offensichtlich nicht weniger verängstigt als der ehemalige amerikanische Finanzminister Hank Paulson. Unternehmen entließen viele Angestellte und bei anstehenden Lieferungen wurde, statt neu zu produzieren, auf den Lagerbestand zurückgegriffen. Graphik 3 zeigt den dramatischen Rückgang der Lagerbestände in 2009. Dieser Rückgang war mitverantwortlich für das negative Wachstum des BIP in 2009. Grundsätzlich müssen Unternehmen ihre Vorräte nicht aufstocken, um zu einem positiven Wachstum des BIP beizutragen. Es reicht schon eine Verlangsamung des Rückgangs der Lagerbestände. Dies geschah im 4. Quartal, als die Anpassung der Lagerbestände mehr als 2% zum BIP Wachstum beisteuerte. Es wird erwartet, dass Firmen ihre Produktionen bald wieder ankurbeln und ihre Lagerbestände aufstocken. Das ist der normale Verlauf einer wirtschaftlichen Erholung. Für 2010 und 2011 erwarten wir, dass die Lagerbestände sich wieder erhöhen und Unternehmen wieder vermehrt Personal einstellen.



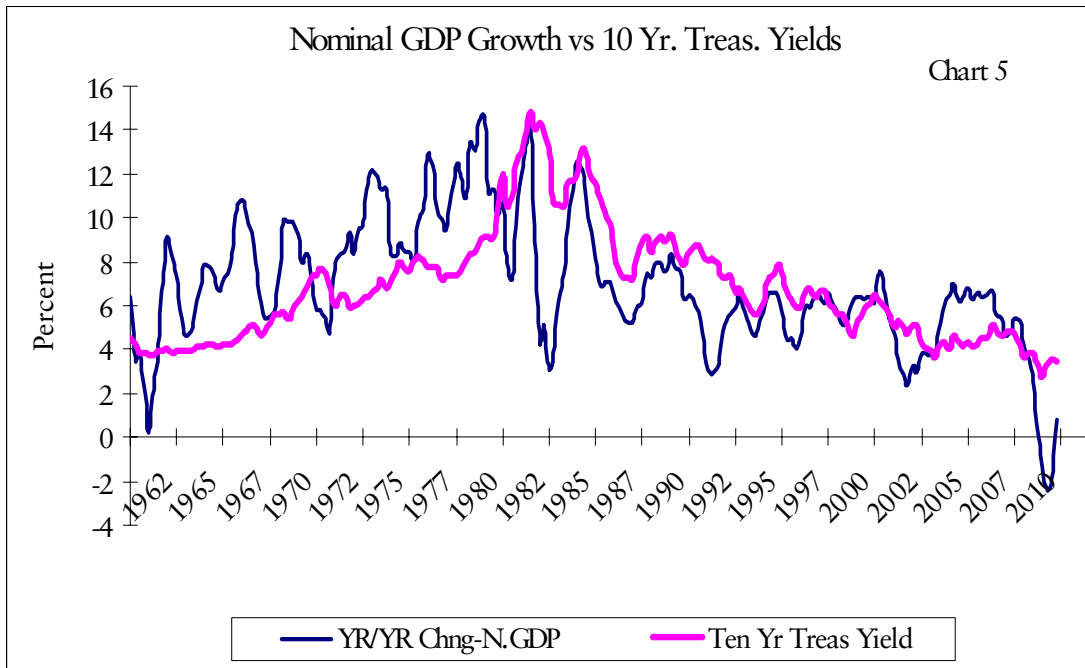
Für 2010 und die kommenden Jahre erwarten wir, dass Investitionen und Nettoexporte einen steigenden Beitrag zum Wachstum des BIP liefern werden. Wir vertreten die These, dass die Finanzkrise oder „Große Rezession“ wie sie nun allgemein bezeichnet wird, das Ende eines säkularen Trends einläutete: In der Zukunft wird der amerikanische Konsument ausländische Kapitalströme nicht mehr in der Form „absorbieren“, wie er es in der Vergangenheit getan hat. Die Kapitalbilanz eines Landes steht per Definition in einer reziproken Beziehung zur Leistungsbilanz, welche ein Außenhandelsüberschuss oder -defizit beinhaltet. Länder mit Außenhandelsdefiziten importieren Kapital während solche mit Überschüssen Kapital exportieren. Der U.S. Kapitalimport mit entsprechendem Außenhandelsdefizit resultierte in niedrigen Zinsen und einem einfachen Zugang zu Krediten. Dies setzte Anreize zu großen Ausgaben für Immobilien und langlebige Konsumgüter. Dieser Zyklus ist nun zu einem Ende gekommen; der Zeitgeist hat sich verändert. Zumindest auf kurze Sicht wird der amerikanische Konsument weniger bereit sein auf Kredit einzukaufen, selbst zu sehr niedrigen Zinsen. Ein weiterer säkularer Trend, den wir verfolgen, ist die Überalterung der Bevölkerung. Dies gilt in noch viel größerem Ausmaß für Europa und Japan, welche bis dato bedeutende Exportnationen mit positiver Sparquote waren. Je größer der Anteil an pensionierten Menschen in diesen Nationen wird (relativ zu den USA), desto eher werden diese zu Kapitalimporteuren und sie werden Handelsbilanzdefizite in Kauf nehmen müssen, während die USA ein durch zusätzliche Exporte ein Handelsbilanzüberschuss erwirtschaften kann. Nettoexporte haben in jüngerer Vergangenheit einen positiven Beitrag zum amerikanischen BIP Wachstum beigesteuert (siehe dazu Graphik 4). Wir glauben, dass die U.S. Nettoexporte in diesem säkularen Trend weiter zunehmen werden und dass es zu einer weltweiten Verschiebung von Produktion von den alternden Nationen zu den relativ jüngeren bzw. Nationen mit Bevölkerungswachstum geben wird. Dies sollte sich positiv auf die amerikanische Industrie auswirken.



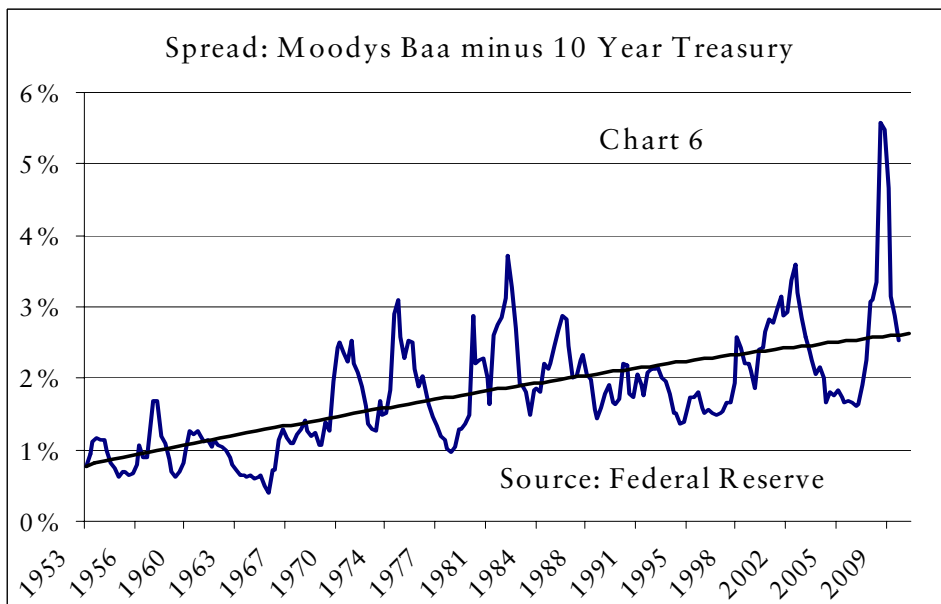
Obwohl wir von einer “normalen” Erholung der Wirtschaft ausgehen, denken wir doch, dass die Form des Wirtschaftswachstums sich verändert: Privater Konsum sollte zukünftig weniger beisteuern als in der Vergangenheit. Häufig wird argumentiert, dass der amerikanische Konsument übertriebene Ausgaben für Eigenheim, Auto und andere Konsumgüter getätigt hat. Graphik 4 zeigt ein anderes Bild. Richtig ist, dass die Konsumausgaben in den letzten Jahrzehnten von knapp über 60% des BIP bis auf über 70% angestiegen sind. Gleichzeitig stiegen aber die Gesundheitsausgaben von etwa 6% des BIP auf über 16% an, während die Ausgaben für andere Konsumgüter, gemessen als Teil des BIP, sanken. Teil dieses Phänomens lässt sich durch erhöhte Produktivität erklären. Heute können Konsumenten ein Auto für einen kleineren Teil ihres Einkommens erwerben als noch im Jahr 1960. Deutlich wird allerdings auch eine gesteigerte Präferenz für Ausgaben für die Gesundheit. Es ist wahrscheinlich, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Dies ist u.a. auch auf die alternde US Bevölkerung zurückzuführen. Wir halten es für unwahrscheinlich, dass in naher Zukunft eine sogenannte „Gesundheitsreform“, im Sinne einer Verstaatlichung des Gesundheitssystems, im Parlament eine Mehrheit findet. Amerikaner wollen schnellen Zugang zu Magnetresonanztomographie (MRT), künstlichen Hüftgelenken, Herzkranzgefäßoperationen und all den anderen Leistungen, welchen sie durch zu viel staatlicher Kontrolle gefährdet sehen. Ein Gesundheitswesen wie es zum Beispiel Kanada oder Großbritannien kennt, ist in den USA eher unwahrscheinlich. Ausgaben für Eigenheim, Auto und andere Konsumgüter werden sehr wahrscheinlich als Prozentsatz vom BIP weiter sinken. In der Zukunft werden diese Industrien wahrscheinlich keine Wachstumstreiber sein.

ANLAGEN

Festverzinsliche Anlagen sind derzeit relativ unattraktiv. Die Rendite festverzinslicher Wertpapiere wie auch die Inflation sind mehrheitlich eine Funktion des nominalen Ausgabenwachstums. Graphik 5 zeigt den Abwärtstrend der Verzinsung von 10-jährigen Staatsanleihen seit Anfang der 80er Jahre. Aktuell liegt die Rendite bei ca. 3,7%. Da das nominale Wachstum des BIP in jüngerer Vergangenheit zwischen -2,4% und knapp über 0% lag, gibt es sehr wenig Impulse für steigende Inflation bzw. steigende Zinsen. Entsprechend glauben wir nicht, dass festverzinsliche Wertpapiere in naher Zukunft größere Kursverluste durch steigende Zinsen erleiden werden. Weltweit haben Zentralbanken jedoch versucht, die Ausgaben anzukurbeln und wir sehen erste Anzeichen, dass diese Anstrengungen Früchte tragen. Wir sehen eine Rendite von 3,7% auf 10-jährige Staatsanleihen selbst bei stabilem Zinsniveau als nicht attraktiv an. Falls die Zentralbanken, inklusive der Fed, es schaffen, dass Ausgaben wieder steigen, könnten auch Renditen wieder steigen. Dies könnte Ende 2010 bzw. im Jahr 2011 der Fall sein.



Ebenfalls finden wir Anlagen in Unternehmensanleihen derzeit nicht attraktiv. Der Spread zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen fand ihren Höhepunkt während der Rezession des Jahres 2009. Zu dieser Zeit herrschte die Angst vor, dass Unternehmen nicht in der Lage wären, ihre Schulden zu tilgen. Graphik 6 zeigt, dass sich der Spread signifikant verringert hat. Heute liegen wir wieder im langfristigen Trend. Mit einem Spread von 2,5% für Baa Anleihen sind Unternehmensanleihen heute nicht wirklich attraktiver als Staatsanleihen.



Unternehmensgewinne sollten sich von dem aktuellen, noch durch die Rezession gedrückten Niveau, erholen. Die untenstehende Tabelle zeigt, dass Umsätze (Revenue) und Betriebsergebnisse (Operating Earnings) in den Jahren 2008 und 2009 stark fielen. Ein Großteil dieses Rückganges wurde durch starke Umsatzeinbrüche bei Unternehmen aus dem Energiesektor sowie anderer zyklischer Unternehmen verursacht. Banken waren ebenfalls stark von Rückgängen ihrer Betriebsergebnisse sowie von einem rasanten Anstieg ihrer "Sonderkosten" (Special Charges) betroffen. Wir erwarten ein moderates Umsatzwachstum für die Jahre 2010 und 2011. Dies könnte sich allerdings als zu pessimistisch herausstellen. Unsere Schätzungen für das Umsatzwachstum sehen die Umsätze unter ihren Höchstständen des Jahres 2008. Der größte Teil der verbesserten Gewinne wird nicht auf das Umsatzwachstum zurückzuführen sein, sondern vielmehr auf eine Erholung der Gewinnmargen der zyklischen Unternehmen von den zurzeit gedrückten Rezessionsniveaus. Zusätzlich haben die geringen Inflationserwartungen die Unternehmen zu verstärkter Kostenkontrolle gezwungen. Diese desinflationären Tendenzen führten zu unternehmerischem Streben nach Effizienz, welches einen langfristigen Aufwärtstrend bei den Gewinnmargen zur Folge hatte. Wir erwarten, dass sich dieser Trend fortsetzt.

S&P500 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(E)	933.93	64.52	18.09	47.71	6.9%	5.1%
2010(E)	971.28	80.51	14.29	68.71	8.3%	7.1%
2011(E)	1,059.07	92.00	15.00	77.00	8.7%	7.3%

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

Das erste Jahr der Bodenbildung in einem rezessionsbedingten „Bear“-Zyklus ist typischerweise das Beste. Dennoch erwarten wir für 2010 und 2011 weitere Gewinne. Der S&P500 liegt zurzeit bei einem KGV von 13 rechnet man mit geschätzten 2010er Betriebsergebnissen in Höhe von \$80.51 (siehe obenstehende Tabelle). Rechnet man konservativ mit dem erwarteten Reingewinn (Net Earning), kommt man auf ein KGV von ca. 15. Bedenken wir, dass wir uns am Anfang dieser wirtschaftlichen Erholung befinden und dass die Inflation im Bereich von unter 2% liegt, dann sind dies sehr moderate Kurs/Gewinn Verhältnisse. Unser Modell sieht den heutigen Marktwert des S&P500 bei ungefähr 1250, das sind ca. 17% über dem aktuellen Niveau. Unserer Meinung nach ist es nicht unrealistisch, über die nächsten 12 Monate eine Aktienmarktrendite zwischen 7% und 10% zu erwarten. Das macht den Aktienmarkt verglichen mit festverzinslichen Anlagealternativen sehr attraktiv.

Es würde es uns nicht sehr überraschen, wenn der Aktienmarkt etwas niedriger tendiert, bevor er wieder zum Aufwärtsschub ansetzt. Wir möchten aber darauf hinweisen, dass wir grundsätzlich nicht glauben, dass kurzfristiges Market Timing besonders wissenschaftlich ist. Seit dem 19. Januar (1150 Punkte) hat der S&P500 verloren und notiert nun bei 1068. Wir glauben, dass Aktien sich „überverkauften“ Niveaus nähern. Zusätzlich sehen wir Unterstützung für den S&P500 bei dem 200 Tage gleitenden Durchschnitt um 1022 (etwa 4% unter den heutigen Preisen). Wir würden diese Zeit nützen um liquide Mittel abzubauen und Aktien aufzubauen. Langfristige Investoren sollten sich um solche Schlaglöcher jedoch weniger kümmern und in Erwartung des nächsten Aufwärtstrends in Aktien investiert bleiben.

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.