

Von H. Terrence Riley III, CFA
18 Mai 2011

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



Rückblick und Ausblick

Die amerikanische Wirtschaft und die Profitabilität der Unternehmen erholen sich weiterhin von der schwersten Rezession der letzten 50 Jahre. Trotz Gegenwind von manchen Seiten scheint es, als ob die Wirtschaft den Punkt eines „selbsttragenden“ Aufschwungs erreicht hat. Zwar wird der Immobilienmarkt in den kommenden Jahren wahrscheinlich stagnieren und der US-Konsument baut weiterhin Schulden ab, aber die Schaffung von neuen Arbeitsplätzen beschleunigt sich. Daher wird eine Steigerung der Ausgaben nun aufgrund von Mehrbeschäftigung und steigendem Einkommen erwartet und diesmal nicht durch Neuverschuldung. Auf der Seite der amerikanischen Unternehmen sehen wir hohe und steigende Cash Flows und meist sehr solide Bilanzen. Mit allmählich wachsendem Vertrauen sollte nun auch die Nachfrage nach Kapitalgütern steigen. Der Export hat, teilweise sicherlich dem schwachen Dollar geschuldet, neue Rekordniveaus erreicht und die Industrieproduktion steigt. Die Welt bleibt nicht prognostizierbar und die Ereignisse in Afrika und Asien haben bewiesen, dass Volatilität nicht die

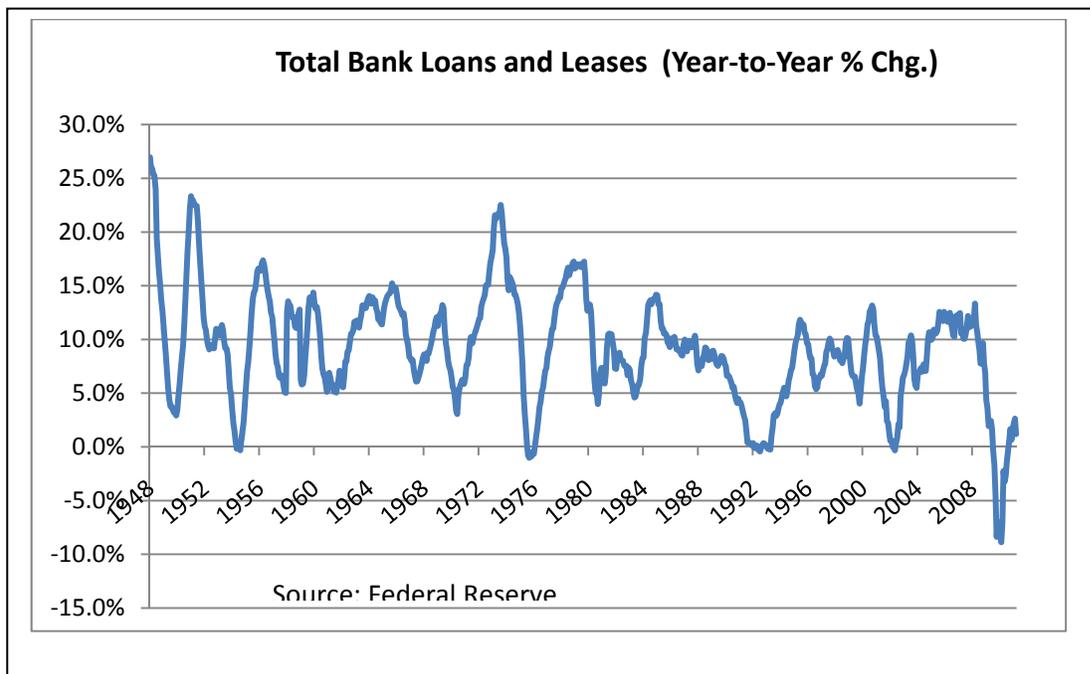
Ausnahme, sondern die Regel ist. Wir denken aber, dass Investoren, die in der Lage sind Volatilität und Risiko auf sich zu nehmen, in den kommenden Jahren belohnt werden.

VOLKSWIRTSCHAFT

Nachstehend treffen wir allgemeine Aussagen über Haupteinflussfaktoren der Wirtschaft und zu Wachstumsaussichten der Produktion und Profitabilität. Viele Marktteilnehmer revidieren ihre Meinung nur zögerlich von extrem negativ auf leicht düster und es ist noch ein langer Weg für die Wirtschaft bis sie sich von der großen Rezession vollständig erholt hat. Wir glauben, dass es noch sehr lange dauern wird, bis Begeisterung und Euphorie in den Markt zurückkehren (an diesem Punkt wären wir eher besorgt).

Inflation

Der Inflationsindex für die Lebenshaltungskosten stieg erst kürzlich auf über 2% aufgrund höherer Benzin und Nahrungsmittelpreise. Wir erwarten jedoch, dass der Preisdruck von dieser Seite wieder abnimmt. Das QE2 Programm der FED hat Spekulanten angelockt, sowohl Hedge Fonds als auch Kleininvestoren, welche Positionen in Rohstoffen angehäuft haben, im Glauben sich so bestens auf höhere Inflation einstellen zu können. In gewissem Sinne hat die Fähigkeit der Spekulanten die Rohstoffpreise in die Höhe zu treiben sich zu einer sich selbsterfüllenden Vorhersage entwickelt. Dennoch glauben wir nicht, dass die Fundamentaldaten einen nachhaltigen Anstieg der Inflation rechtfertigen und aufrechterhalten. Das Kreditgeschäft der Banken war während der Finanzkrise kollabiert und ist jetzt auf Jahresbasis nur leicht positiv (siehe Graphik unten). Die FED, durch ihr QE2, ist nach wie vor der Kreditgeber in letzter Instanz, weil die Geschäftsbanken immer noch wenig Neukredite vergeben. Und trotz einer stark ausgeweiteten Zentralbankbilanz ist die Geldmenge M2 auf Jahressicht nur um moderate 4,6% gestiegen. Firmen und Privatleute horten weiterhin Liquidität und so sind die Nominalausgaben auf Jahressicht nur um 3,9% gewachsen. Ohne, dass das Wachstum der Ausgaben deutlich über das jetzige Niveau steigt, kann es einfach keinen signifikanten Inflationsdruck geben. Wir denken daher, dass die Inflation der Verbraucherpreise in den nächsten Monaten unter die 2% Schwelle zurückfallen wird.



Rohstoffe

Man kann davon ausgehen, dass durch den Anstieg des weltweiten Verbrauchs, die Preise für Basisrohstoffe in den nächsten Jahren tendenziell weiter steigen. Dennoch hatten die Notierungen von Öl, Kupfer, Getreide und anderen Rohstoffen (insbesondere Silber) nach der enormen Rally eine Korrektur verdient, die sich auf kurze Sicht auch durchaus weiter fortsetzen kann. Es gab signifikante Spekulation in Rohstoffen sowohl von Privatinvestoren über ETFs als auch durch Hedge Fonds, welche auf diesem Gebiet nach Rendite jagten. Wir haben in letzter Zeit gesehen, dass einige dieser (oft mit Fremdkapital gehebelter) Wetten aufgelöst wurden. Der CRB Index (Graphik 2 unten), welcher sich aus 17 Rohstoffen zusammensetzt, unter anderem Energie, Getreide, Metall und Vieh, ist ein breites Maß für den Trend von Rohstoffpreisen. Der CRB Index fiel um fast 9% in den ersten zwei Maiwochen, als das Sentiment schnell gegen Rohstoffe umschlug. Wir antizipieren keinen Crash, aber ein zusätzlicher Rückgang um 6% bis 7% ist durchaus denkbar. So wären die Preise knapp unter dem 200 Tagesdurchschnitt. Dies würde wahrscheinlich genügen um nervöse Investoren aus dem Markt zu spülen und damit die Basis für weitere Gewinne in der Zukunft zu schaffen.

Es scheint fast so, als ob die Zentralbanken sich nun zusammentun, um ein wenig Luft aus den Rohstoffpreisen zu nehmen. Wegen der Inflation in China (insbesondere die steigenden Lebensmittelpreise verursachen dort politisches Unbehagen) erlaubt die Regierung nun einen leicht ansteigenden Renminbi, die Mindestreservesätze der Banken werden angehoben und es wird versucht über zahlreiche Wege die Wirtschaft abzukühlen. Brasilien und andere große Schwellenländer befinden sich in einer ähnlichen Situation wie China. Europa richtet sich auf weitere monetäre Straffung aus und die FED beendet Ende Juni ihr QE2 Programm. Diese gebündelten Kräfte deuten darauf hin, dass sich das globale Wachstum ein wenig abkühlen könnte.



US-Staatshaushalt

Das US-Budgetdefizit sollte sich reduzieren; bleibt wahrscheinlich, gemessen an historischen Standards, aber immer noch hoch. Nur Tage nachdem Präsident Obama eine Antwort auf den Budgetvorschlag von Republikaner Paul Ryan gegeben hat, wurde letzten Monat der Ausblick für das Rating amerikanischer Staatsschulden von Standard & Poor's auf negativ gesenkt. Obama's Rede war extrem kritisch gegenüber Ryan's Budgetvorschlag und er ging sogar so weit diesen ins lächerliche zu ziehen. Diese scharfe Attacke, welche übrigens keinerlei Budgetspezifika ihrerseits aufwies, wurde als Eröffnungssalve im Hinblick auf die Wahlen 2012 gesehen und erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass vor den Wahlen eine Einigung über das Budget unmöglich sein wird. S&P hat anscheinend entschieden, dass die politische Stimmung von Obama vergiftet wurde. Dennoch gibt es eine bedeutende Anzahl Demokraten im Kongress, welche ebenfalls 2012 zur Wahl stehen und die nun unter deutlichem Druck der Wähler stehen einen Fortschritt im Hinblick auf das Budget zu erzielen. Auch steht das Thema des Maximalbetrags für Staatsverschuldung („Debt Ceiling“) im Raum.

Laut Gesetz kann das US-Finanzministerium nur so viele Schulden aufnehmen, bis die Gesamtverschuldung den vom Kongress festgelegten Maximalbetrag – die sogenannte „Debt Ceiling“ erreicht hat. Diese Grenze umfasst alle ausgegebenen Staatspapiere, inklusive der Treasuries, die von der Regierung selbst gehalten werden und nicht im Besitz der Öffentlichkeit sind. Die Verschuldungsobergrenze, welche das letzte Mal im Februar 2010 auf \$14,3 Billionen angehoben wurde, existiert, da ursprünglich der Kongress jede einzelne Schuldenaufnahme absegnen musste. Aufgrund der hohen Kosten des ersten Weltkriegs erließ der Kongress die Befugnis, dass das Finanzministerium in eigenem Ermessen Schulden aufnehmen konnte, solange die Gesamtverschuldung nicht über die „Debt Ceiling“ steigt. Heutzutage ist dieses Limit ein politisches Werkzeug. Die Demokraten drohten die Verschuldungsobergrenze nicht anzuheben, als Bush im Amt war und nun, mit Obama im weißen Haus, drohen die Republikaner. Seit Timothy Geitner, der Finanzminister, diese Debatte als politisch begründet dargestellt hat, ist diese „Debt Ceiling“ auch nicht mehr so wichtig. Eigentlich wurde die offizielle Verschuldungsobergrenze nach der Anleiheauktion am 16ten Mai bereits erreicht. Bedeutet dies nun dass die US-Regierung ihre Rechnungen nicht mehr bezahlen kann? Nein. Erstens hat Amerika immer noch jährliche Steuereinnahmen von ca. \$2,5 Billionen. Zweitens hält das Finanzministerium Anteile von US-Firmen, Unternehmensanleihen, beträchtlichen Immobilienbesitz und andere Anlagen die verkauft werden können. Die Verschuldungsobergrenze muss schlussendlich angehoben werden – vielleicht Ende August – jedoch ist dies nur eine politische Angelegenheit.

Die Republikaner haben gedroht die „Debt Ceiling“ solange nicht anzuheben, bis nachhaltige und konkrete Sparmaßnahmen ergriffen werden. Falls die Obergrenze tatsächlich nicht angehoben wird, werden höchstwahrscheinlich Gehaltszahlungen an die Staatsangestellten aufgeschoben. Anleihegläubiger der USA werden mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ihre Zinszahlungen aus den Steuereinnahmen erhalten. Wir gehen davon aus, dass eine Einigung im Budget erzielt wird. Es wird jedoch eine Nervenschlacht werden.

Staatsausgaben befinden sich nun auf einem Rekordniveau nahe 24,5% des BIPs, und sollten im kommenden Etatjahr, das am ersten Oktober beginnt, reduziert werden. Aber auch die Steuereinnahmen, welche sich aktuell auf niedrigem Niveau (16% des BIP) befinden, werden wahrscheinlich wieder auf 20% des BIPs steigen und damit das Haushaltsloch ohne weitere Aktionen schrumpfen lassen. Wir denken deswegen, dass das Haushaltsdefizit über die nächsten zwei Jahre nachhaltig zurückgeht.

Reales Wachstum

Die Wirtschaft wuchs mit einer enttäuschenden annualisierten Rate von 1,7% im ersten Quartal 2011 und das weitere Wachstum wird für dieses Jahr im Schnitt auf nur 2,5% bis 3% geschätzt.

Der Privatkonsum stieg nur moderat um reale 2,7%, wobei Investitionen in Betriebsanlagen und Software um 11,6% stiegen und Nettoexporte um 4,9% zulegten. Dagegen reduzierten sich die Staatsausgaben im ersten Quartal um deutliche 7,9%. Diese Zahlen können noch revidiert werden und manche Komponenten schwanken kräftig. Nichtsdestotrotz gibt dies ein vernünftiges Gefühl für die derzeitige Lage und einen Ausblick in welche Richtung sich die Wirtschaft bewegen wird.

Konsumenten entschulden sich weiterhin, aber die Beschäftigungszahlen zeigen nach oben. Im April wurden netto 244.000 neue Arbeitsplätze geschaffen, mehr als die Konsensschätzungen. Zudem wurden die Zahlen der vergangenen Monate nach oben revidiert. Im Februar und März wurden 235.000 und 221.000 neue Arbeitsplätze geschaffen, was jedoch immer noch unter den Wachstumsniveaus der vergangenen Wirtschaftserholungen liegt. Der langsamere Aufbau von Arbeitsplätzen wird zum Teil auf ein von den Arbeitgebern als feindselig wahrgenommenes politisches Umfeld zurückgeführt. Nichtsdestotrotz geht es voran und die weitere Schaffung von Arbeitsplätzen und der Einkommensanstieg sollten genügen um den privaten Verbrauch moderat anzukurbeln, selbst wenn die Konsumenten sich weiterhin entschulden.

Aus zyklischer Perspektive bleibt der Ausblick für Investitionsausgaben gut. Im ersten Quartal 2010 betragen die Investitionsausgaben nur 11,7% des BIP, der niedrigste Stand seit 50 Jahren. Unternehmen sitzen immer noch auf großer Liquidität und waren auch bis vor kurzem nicht gewillt ihre Ausgaben auszuweiten. Die gesamten Investitionen legten im ersten Quartal aber um 7,2% zu und wir erwarten weitere Steigerungen, da die Wirtschaft sich im Stadium des „sich selbsttragenden“ Aufschwungs befindet. Sicherlich hatten die vielen in den letzten zwei Jahren eingeführten neuen Regeln und Gesetze einen negativen Einfluss auf die Bereitschaft der Unternehmen neue Arbeitskräfte einzustellen. Dies ist ein Grund, weshalb wir nicht von einem stärkeren Anstieg der Beschäftigung und Investitionsausgaben ausgehen, aber ein zyklischer Aufschwung ist mit Sicherheit unterwegs.

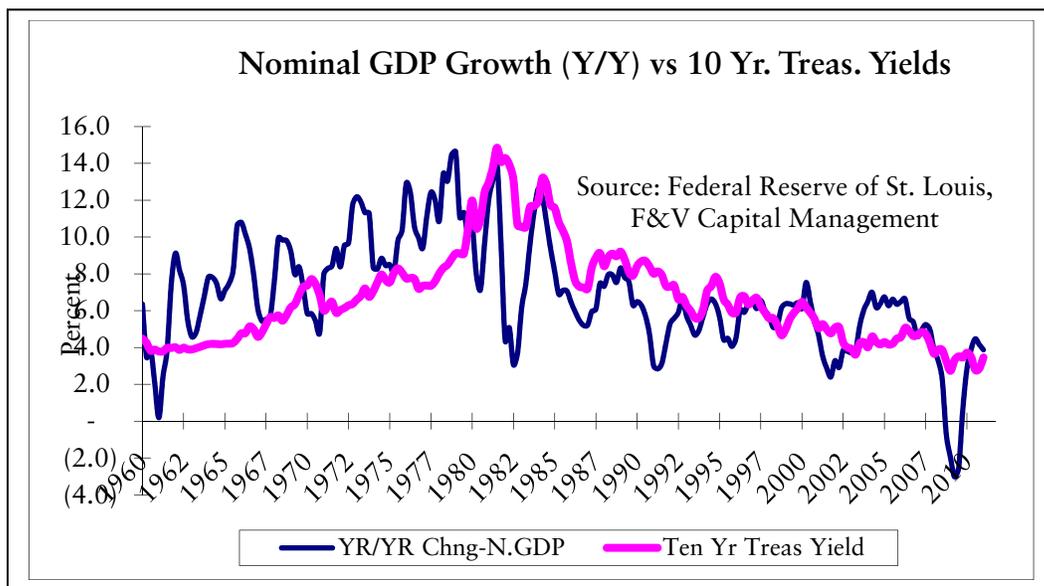
Unternehmensgewinne

Die Umsätze und Gewinne amerikanischer Unternehmen haben mit einer gesunden Geschwindigkeit zugelegt und weitere Zuwächse sind in Sicht. Die Gewinne im S&P 500 sind 2010, im Vergleich zu 2009, um 7% und im ersten Quartal 2011 im Jahresvergleich um 10% gestiegen; größtenteils dank einer starken Auslandsnachfrage. Desweiteren sind die Gewinnmargen hoch geblieben und die Erträge sollten dieses Jahr um mindestens 10% und im nächsten Jahr um weitere 8% steigen. Diese Zahlen sind wahrscheinlich noch zu konservativ. Die Gewinnmargen sollten mehr steigen als die Erträge, da die Firmen noch freie Kapazitäten haben. Zudem hat die Globalisierung dem US-Konsumenten die Möglichkeit gegeben eine Vielzahl von Produkten zu kaufen, welche zu niedrigen Preisen im Ausland hergestellt werden. Bedingt durch den Wettbewerb ausländischer Arbeiter wird der Preisdruck auf die Löhne - insbesondere der unqualifizierten Arbeiter - erhöht. Dieser Trend wird wahrscheinlich noch länger andauern und befürwortet damit ein langsames Wachstum der Löhne. Dies sollte helfen, die Gewinnmargen der Unternehmen hoch zu halten und bei weiterem Wirtschaftswachstum diese noch zu steigern. Die Konsensschätzungen für die operativen Erträge im S&P 500 belaufen sich 2011 und 2012 auf \$95,30 und \$103,16. Unsere Schätzungen für die konservativeren GAAP-Erträge betragen \$83,70 und \$90,52 für 2011 und 2012.

Festverzinsliche Wertpapiere

Die langfristigen Zinsen befinden sich seit 30 Jahren in einem Abwärtstrend und wir sehen kurzfristig auch keine wirkliche Trendwende. Wir vermuten, dass die Renditen für einen längeren Zeitraum niedrig bleiben. Wie die Graphik 3 zeigt, tendieren Anleiherenditen zu einem Gleichlauf mit dem nominalen BIP-Wachstum. Wie bereits skizziert, stagniert das Kreditgeschäft der Banken, das Geldmengenwachstum ist moderat und die nominalen Ausgaben steigen nur mäßig, da Privatpersonen und Unternehmen Geld horten. Ein signifikanter Anstieg der nominalen Ausgaben erscheint uns daher

nicht plausibel. Damit ist es auch eher schwierig an einen starken Zinsanstieg zu glauben. Einige Leute argumentieren nun aber, dass eine höhere Staatsverschuldung einen Renditeanstieg der Anleihen bringen wird, doch dies erscheint ebenfalls ungläubwürdig. Die Nettostaatsschulden der USA betragen ca. 70% des BIP. Blickt man nach Japan, so sieht man eine ungefähr doppelt so hohe Staatsverschuldung und dennoch sind die Anleiherenditen unter 2%, weil das Wachstum der nominalen Ausgaben dürftig ist. Beginnen Investoren sich nun auch über das Ausgabenwachstum in den USA zu sorgen, so muss selbst das Auslaufen von QE2 nicht zwangsläufig zu steigenden Renditen führen. Am wahrscheinlichsten erscheint uns, dass die Renditen für einen längeren Zeitraum seitwärts pendeln werden. Damit sollten 10-jährige US-Staatsanleihen ungefähr zwischen 2,5% und 3,9% rentieren. Unternehmensanleihen können im Gegensatz zu Staatsanleihen zusätzliche Rendite in Portfolien generieren. Die Risikoaufschläge sind aktuell ungefähr dem langfristigen Trend entsprechend. Verbessern sich nun die Cash Flows der Unternehmen weiter, könnten die Risikoaufschläge weiter schrumpfen. Anleihen bieten dem konservativen Investor eine vernünftige Möglichkeit zur Diversifizierung, allerdings werden die Renditen aller Voraussicht nach im niedrigen einstelligen Prozentbereich bleiben.



Aktienmarkt

Der S&P 500 ist, nach der Performance von 15% 2010, bereits um 7% dieses Jahr gestiegen. Da die Bewertungen immer noch niedrig sind und die Umsätze in die richtige Richtung zeigen, verbleiben wir bei unserer Einschätzung, dass Aktien eine bessere Investition als Anleihen oder Immobilien darstellen. Wir heben unser Kursziel vom letzten Januar für den S&P 500 von 1500 auf 1600 Punkte an. Selbst bei diesem Kurs zeigt unser Bewertungsmodell noch eine leichte Unterbewertung für den S&P. Aktienbewertungen, genau wie Anleiherenditen, sind direkt von der Inflationsrate abhängig. Aufgrund unserer geringen Inflationserwartung sollten Anleiherenditen niedrig und KGVs hoch sein. Bei 1600 Punkten würde der S&P mit dem 17,7 fachen unserer Erwartungen der konservativen GAAP Erträge und mit dem 15,5 fachen der Konsenserwartung der operativen Erträge bewertet. Basierend auf der historischen Beziehung zur Inflation sind diese Zahlen angemessen.

Auch wenn wir 1600 Punkte als vernünftiges Ziel für den S&P 500 ansehen, lässt uns die menschliche Natur eine größere Korrektur an diesem Punkt erwarten. Da die 1500 bis 1600 Punktespanne die wichtigen Hochpunkte, welche 2000 und 2007 erreicht wurden, darstellt, würden wir nicht überrascht sein an diesen Punkten eine Korrektur zu sehen. Dann könnten nervöse Investoren im Bullenmarkt Gewinne mitnehmen. Basierend auf unserer Erfahrung wäre es nur natürlich, wenn

Investoren den langfristigen Chart betrachten, den Markt bei den alten Hochs sehen und entscheiden Kasse zu machen. Dennoch gehen wir davon aus, dass eine solche Korrektur eine Kaufgelegenheit darstellen würde, da wir denken, dass der Markt schlussendlich neue Hochs erreichen wird. Diese sollten auf jeden Fall wesentlich über den alten Höchstständen liegen, die bereits vor einer Dekade erreicht wurden.

Branchenrotation

Es gibt viele Diskussionen über Branchenrotation, aber das wirkliche Problem liegt in der Aktienausswahl. Vor kurzem erst sind Energie- und Rohstoffaktien im Gleichlauf mit den Rohstoffpreisen gefallen und Geld floss in Aktien von defensiven Verbrauchsgütern, Gesundheitswesen und Versorgern. Dieser Trend mag noch ein wenig andauern, aber falls der globale Aufschwung fortwährt, sollten viele der zyklischen Energie-, Industrie- und Technologieaktien wieder die Führungsrolle übernehmen.

Auf jeden Fall ist klar, dass die Märkte Unternehmen unabhängig ihrer Sektorenzugehörigkeit abstrafen, wenn sie Investoren enttäuschen. Egal ob dies durch schlechter als erwartete Quartalsergebnisse bedingt ist oder wenn z.B. das Management große Akquisitionen tätigt, die oft nur als Vergeudung von Geld der Aktionäre angesehen werden. Aktien die enttäuschen werden heftig und schnell abgestraft. Die echte Herausforderung besteht aktuell nicht nur darin gute Investitionen zu finden, welche sich eines Tages auszahlen, sondern gute Unternehmen zu finden, welche in den kommenden Monaten keinen zu starken Kursschwankungen ausgesetzt sind. Für Unternehmen, die nicht gleichzeitig Wert, Wachstum und nahtlose Durchführung einer fokussierten Strategie liefern, wird die Volatilität hoch 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.