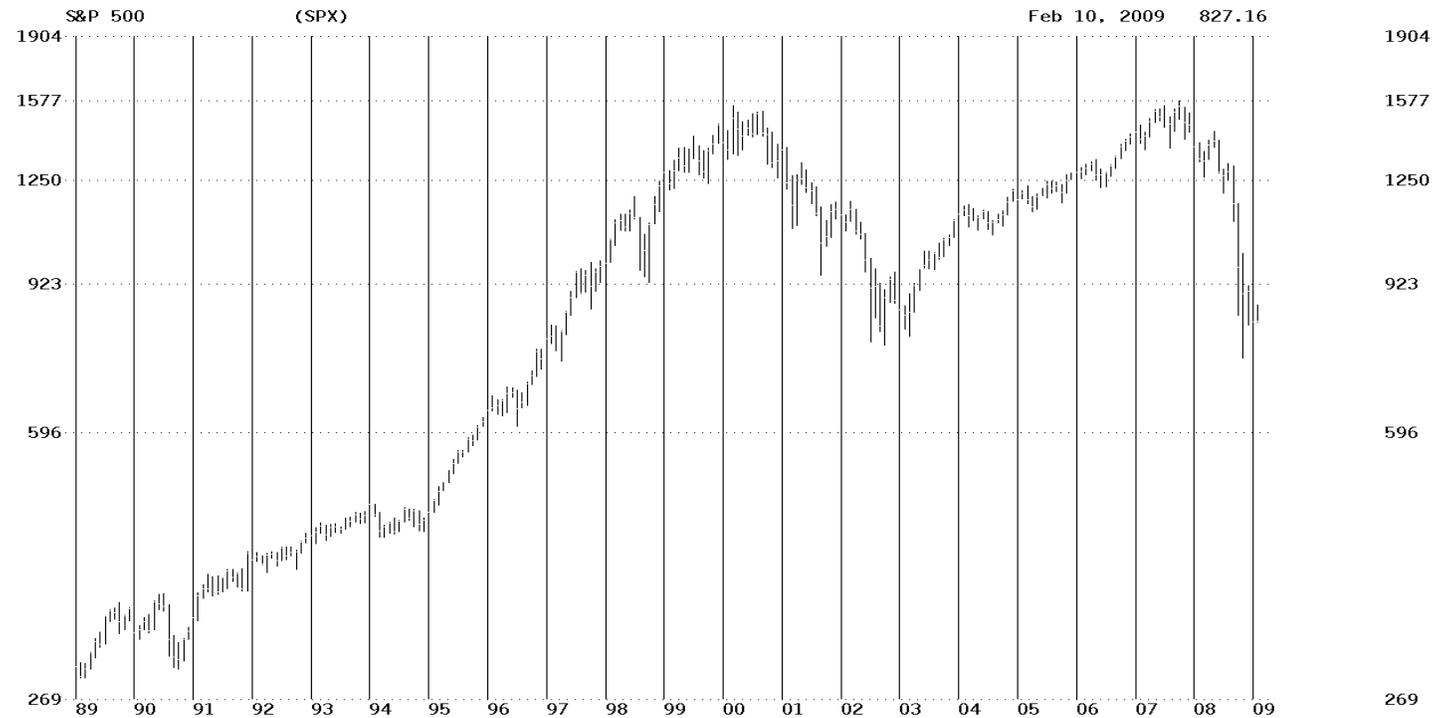


By Terrence Riley III, CFA
 17. Februar 2009

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



S&P 500 am 10. Febr. 09:	827	Dividende ('08):	28.38	Dividendenrendite:	3.4%
	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008(E)</u>	<u>2009(E)</u>	
Operative Erträge	88.17	86.23	72.44	70.67	
Erträge nach GAAP	81.51	66.18	45.17	45.05	
Buchwert	501.52	530.12	520.16	533.70	
Preis/Operative Erträge			11.4	11.7	
Preis/Erträge nach GAAP			18.3	18.4	
Preis/Buchwert			1.6	1.5	

Zusammenfassung und maßgebliche Punkte

- Man muß nicht von der Brücke springen; die Wirtschaft wird sich auch wieder einmal erholen.
- Die momentane Rezession wurde, wie auch die Weltwirtschaftskrise von 1929, durch zu hohe Kreditvergaben, erhöhte Risiken und des Zusammenfalles einer spekulativen Blase ausgelöst.
- Im Gegensatz zu der Weltwirtschaftskrise von 1929 verursachen die aktuellen Ausfälle der Banken keinen Einsturz der Geldmenge.
- Die Zentralbank unterstützt gerechtfertigt die Wirtschaft mit verschiedenen Strategien um die nötige Liquidität zu geben und die Rezession zu beenden.
- Das zur Zeit durch die Regierung getriebene Stimulierungspacket wird wahrscheinlich kurzfristig keinen oder einen nur sehr kleinen Einfluss haben und mittelfristig sogar leicht negativ sein.
- Aktienkurse können über die nächsten Monate noch recht volatil bleiben und möglicherweise die Tiefstände vom November 2008 testen; die Geldpolitik ist aber sehr bullisch und Aktienpreise haben das Potenzial für deutlich höhere Preise noch vor Jahresende 2009.
- Wir erwarten, dass die US-Wirtschaft in den nächsten zwei bis drei Quartalen noch in dieser tiefen Rezession bleibt; denken aber, dass Ende 2009 oder Anfang 2010 sich das Wachstum wieder einfindet.
- Inflation ist kein Thema. Die Fed hat sehr wahrscheinlich einige Quartale Vorlauf um die erhöhte Liquidität aus dem Markt abzuschöpfen nachdem die Wirtschaft wieder angefangen hat zu wachsen und bevor sich inflationäre Tendenzen wieder zeigen.
- Europa und Asien werden sehr wahrscheinlich einen ähnlichen Pfad durchlaufen, wohl aber mit einer gewissen Zeitverzögerung. Entsprechend werden die U.S. Zinsen -wie auf dem Weg nach unten- auch auf dem Weg zu höheren Zinsen die Gruppe anführen; vor allem gegenüber Europa, da sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zuerst in Amerika wieder verbessern sollten.

Die große Weltwirtschaftskrise von 1929 im Vergleich zu heute

Die derzeitige Rezession ist nicht eine gewöhnliche konjunkturabhängige Rezession und hat tieferliegende Gründe. Wie die große Weltwirtschaftskrise von 1929 wurde auch die momentane Rezession durch eine Blase von übertriebenen Vermögensbewertungen und überhöhten Kreditvergaben ausgelöst.

In den 20er Jahren des letzten Jahrhunderts wurden Aktienpreise durch enorm große Kreditaufnahmen bei unnatürlich tiefe Zinsen, häufig zu fragwürdigen Konditionen, in schwindelerregende Höhen getrieben. Ein Umfeld das bis dahin noch nie dagewesen war. In diesem Jahrhundert wurden Immobilienpreise durch enorm große Kreditvergaben, zu ungewöhnlich tiefen Zinsen, häufig zu fragwürdigen Konditionen, in schwindelerregende Höhen getrieben. Ein Umfeld das wir noch nie gesehen haben. Damals wie auch heute kamen Banken und bankähnliche Institute in Zahlungsschwierigkeiten als die zugrundeliegenden Kreditsicherheiten im Wert zerfielen. Kredite wurden faul und Bankeigenkapital wurde durch Abschreibungen und Ausbuchungen vernichtet. Während beider Perioden stiegen die Arbeitslosenzahlen, Ausgaben für Konsum und Kapitalausgaben von Firmen fielen als alle versuchten ihre Schulden abzubauen.

Anderst als in der heutigen Situation wurde die Weltwirtschaftskrise durch eine Einengung der Geldmenge noch verschärft. In den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts gab es noch keinen staatlichen Anlegerschutz. In dieser Zeit wurde der Ausdruck „bank run“ kreiert. Es herrschte Panik. Vielleicht kennen Sie die Bilder von langen Schlangen vor Banken, die in Schwierigkeiten oder auch nur gerüchtehalber in Schwierigkeiten waren. Deren Kunden wollten dann alle gleichzeitig Ihre Spareinlagen wieder abheben. Beim Konkurs einer Bank verloren alle Anleger dieser Bank buchstäblich ihr Geld. An einem Tag hatten sie Geld auf der Bank und am nächsten Tag hatten sie keines mehr. In den Jahren 1930 bis 1932 verringerte sich wegen diesen Bankenzusammenbrüchen die Geldmenge in den USA um ca. zwei Drittel. Die gesamte Nation war im Würgegriff der Deflation und Preise fielen in dieser Zeit ebenfalls um etwa ein Drittel. Nominelle Ausgaben, also Ausgaben in konstanten Dollar, fielen um 12% in 1930, 16% in 1931 und 23% in 1932.

Geldmengenausweitung führte zu einem Aufschwung in 1933 – 1934. Für viele Jahre bis hin zu 1932 war die amerikanische Geldmengenpolitik durch den Goldstandard behindert. Die Fed hatte das USD/Gold-Verhältnis auf \$20.67 pro Unze Gold festgelegt. Dies führte zu einer Geldmengenverknappung in dem Moment, als die Bevölkerung ihre Dollar in Gold umtauschte. In 1933 nahm der damalige Präsident Franklin Roosevelt die Geldmarktpolitik aus den Händen der Fed. Er hob die Konvertierbarkeit von Dollar in Gold auf und beauftragte eine Abteilung seiner Regierung mit neu gedruckten Dollar Gold zu kaufen. Dieser Prozess trieb den Wert des Dollar in 1933 bis auf \$32.32 pro Unze herunter und der Goldstandard wurde dann in 1934 mit \$35 pro Unze wieder eingeführt. Mittels dieses Prozesses wurde Geld ins Bankensystem und in die Taschen von Privatpersonen gebracht. Aktienpreise stiegen in 1933 dank dieses Geldmengenwachstums um mehr als 40%. Ebenfalls ist das Jahr 1934 erwähnenswert, in dem die Geldmenge um 14.6% in die Höhe schnellte und die Ausgaben sogar um 17% stiegen. Das reales oder tatsächliches Bruttoinlandprodukt stieg in 1933 um 10.8%, 8.9% in 1934 und 13% in 1936, wengleich man hier zufügen muß, dass es von einer sehr kleinen Basis aus stieg.

Das heutige Umfeld ist sehr verschieden von der großen Weltwirtschaftskrise von 1929. Bankeinlagen sind i.d.R. mit \$250,000 pro Person und Bankinstitut staatlich garantiert. Wenn also jemand eine Million Dollar hat, kann er diesen Betrag bei vier Banken mit FDIC-Insurance (staatliche Garantie) anlegen und ist somit zu 100% versichert. Demzufolge verlieren Anleger ihr Ersparnis meist nicht wenn eine Bank zusammenbricht und daher hat dies keine direkte Auswirkung auf die Geldmenge. Tatsächlich passiert aktuell das Gegenteil. Eine Lektion, die man aus der Weltwirtschaftskrise von 1929 gezogen hat, ist die Notwendigkeit einer raschen und reichlichen Versorgung der Wirtschaft mit Zusatzliquidität durch die Nationalbank. Übrigens hatte der Vorstand der Fed, Ben S. Bernanke, sich in seiner Zeit an der Universität in Princeton auf die Weltwirtschaftskrise von 1929 spezialisiert.

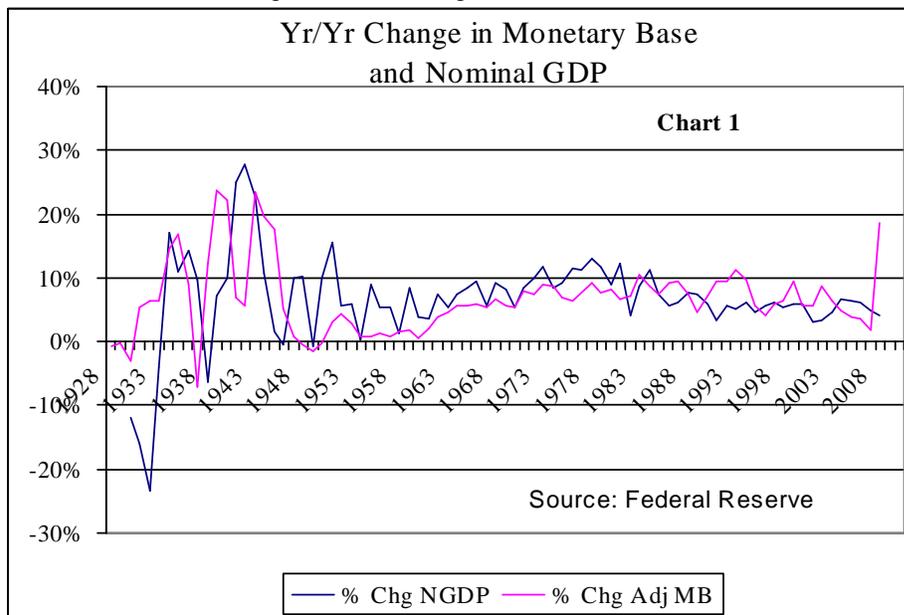
Die Fed ist aggressiv weil die Banken es nicht mehr sind

Die Fed hat energisch Liquidität in das Finanzsystem gepumpt, vor allem seit September 2008. Kreditvergaben der Banken brachen zusammen als die Bankiers um die Gesundheit ihrer Bilanzen plötzlich mehr besorgt waren als um das Wachstum der Bankbilanzen. Die Banken wussten und wissen immer noch nicht wie groß die Engagements in schlechten Krediten bzw. die Unterdeckungen bei Krediten der anderen Banken sind; daher sind sie verständlicherweise auch besorgt sich gegenseitig Gelder auszuleihen. Sie haben Angst, dass einer von den Geschäftspartnern die nächste Lehman Brothers sein könnte. Dieses Loch versucht nun die Fed mit ihren verschiedenen Programmen zu füllen. Sie leiht den Banken methodisch und zielbewusst direkt Geld weil die Banken sich gegenseitig keine Kredite mehr geben. Die Fed kauft Geldmarktpapiere (commercial paper), Schuldverschreibungen von Regierungsstellen und quasi Regierungsstellen (Fannie Mae und Freddie Mac) und auch hypothekarisch gesicherte Wertpapiere. Es wird erwartet, dass die Fed im Februar auch noch anfängt verbriefte Konsumentenkredite zu kaufen und diese damit zu unterstützen. Das neueste Programm in den Händen dieser Beamten ist ein \$200 Mrd schwerer befristeter Rahmenkredit (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) zum Aufkauf von Forderungspapieren für Kleinbetriebe, Schulgeldkredite, Kreditkarten und Autofinanzierungen. Ebenfalls hat die Fed auf die weltweite Knappheit von US\$ reagiert: sie offeriert Tauschgeschäfte (Swap facilities) an ausländische Zentralbanken womit sie gewissermaßen diesen Zentralbanken Dollar leiht - zum Beispiel einige hundert Milliarden Dollar an die EZB. Diese Zentralbanken können dann ihrerseits wiederum den lokalen Darlehensnehmern Dollar offerieren um deren Verbindlichkeiten zu begleichen.

Die Geldmenge oder monetäre Basis (umfasst Währungs- und Bankreserven gehalten von der Fed) hat sich im Jahre 2008 von \$847 Mrd. per Ende 2007 auf \$1,67 Billionen Ende 2008 fast verdoppelt (+ 97%). Dieser dramatische Anstieg der Geldmenge wurde verursacht als die Fed in die Bresche der sich zurückziehenden Banken sprang. Es ist aber auch zu erwähnen, dass diese große Prozentzahl ebenfalls darauf zurückzuführen ist, dass der Anstieg von einer sehr kleinen Zahl ausging. Man kann diesen Anstieg um \$821 Mrd. ins Verhältnis setzen, wenn er mit der Gesamtsumme der Nettokreditvergaben und -aufnahmen von \$4.4 Billionen im Jahre 2007 verglichen wird. Als die Fed versucht die Leere, der sich zurückziehenden privaten Kreditinstitute, zu füllen, zeigte sich erstmals diese Ausweitung der Geldmenge.

Über einen längeren Zeitraum betrachtet, ist die Ausweitung der Geldmenge, mit einer gewissen Zeitverzögerung, die treibende Kraft für Ausgabenwachstum und damit ein Wachstum des Bruttoinlandproduktes. Erhöhte Bankreserven führen unweigerlich zu Kreditvergaben von Banken und damit einer Ausweitung der Geldmenge, wie auch immer definiert. Später werden wir auch darauf eingehen, dass eine Ausweitung der Geldmenge auch die Widerspiegelung einer Geldhortung (Ansparung von Geld aus Angst) sein kann und nicht nur für Ausgaben genützt wird. Aber mit einer gewissen Zeitverzögerung wird zu viel Geld immer wieder die effizienteste Form suchen und wird schlussendlich wieder besser angelegt und ausgegeben. In Chart 1 ersehen Sie, dass diese lockere Korrelation nun doch schon seit mehreren Jahrzehnten Gültigkeit hat. Während im 4. Quartal 2008 das Bruttoinlandprodukt sogar um 4.1% auf annualisierter Basis fiel, glauben wir, dass diese erhöhte Geldmenge in der Zukunft die Wirtschaft wieder beleben wird.

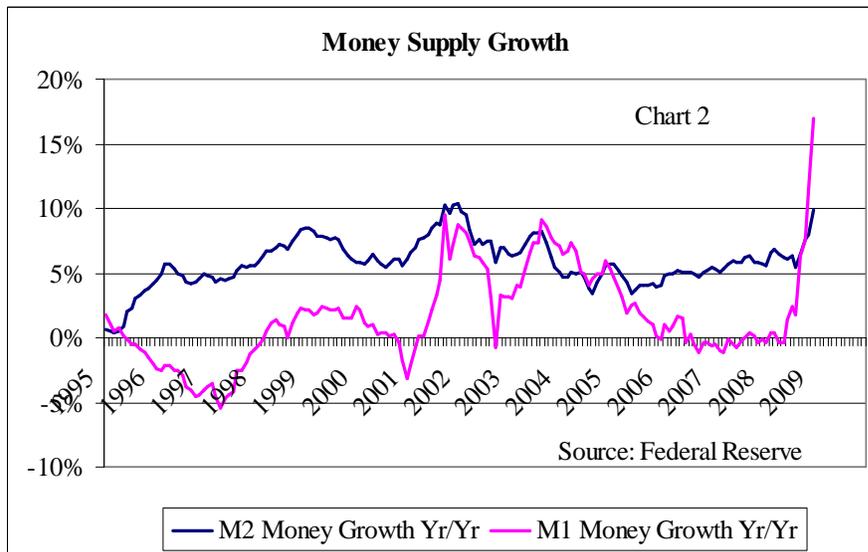
Jährliche Veränderung der Geldmenge (rot) und des nominalen BIP (blau)



Vorerst zeigt das Geldmengenwachstum aber vor allem eine Nachfrage nach sicheren, liquiden Anlagen

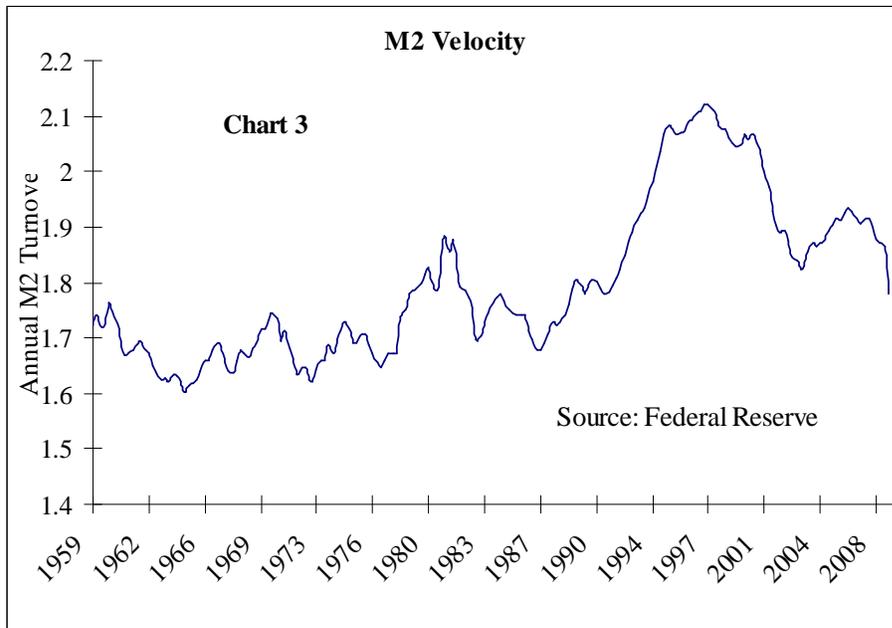
Die Geldmengen M1 und M2 schnellten durch die große Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen in die Höhe (siehe Chart 2). M1 beinhaltet vor allem Bargeld und Sichteinlagen. Dieses Aggregat war noch leicht rückläufig Mitte letzten Jahres und schnellte im Dezember 2008 auf ein Jahreswachstum von 17%. M2 beinhaltet neben M1 auch noch Spareinlagen, Festgelder und Geldmarktanlagen und hat sich ebenfalls stark vergrößert. Im Gegensatz zu der Weltwirtschaftskrise von 1929, in der Anleger durch Bankenzusammenbrüche Geld verloren haben, legen heute viele ihr Geld bei Banken an, welche durch den Anlegerschutz der Regierung abgesichert sind. Daher zerfiel damals die Geldmenge während sie heute stark ansteigt. Investoren wurden enorm risikoscheu, vor allem seit dem Zerfall von Lehman Brothers im September 2008. Daher zogen Sie sich aus Anlagen in risikoreicheren Wertpapieren oder Anlagefonds, welche nicht in den Geldmengenaggregaten enthalten sind, zurück und investierten Gelder in Anlagen welche in M1 oder M2 enthalten sind.

Geldmengenwachstum



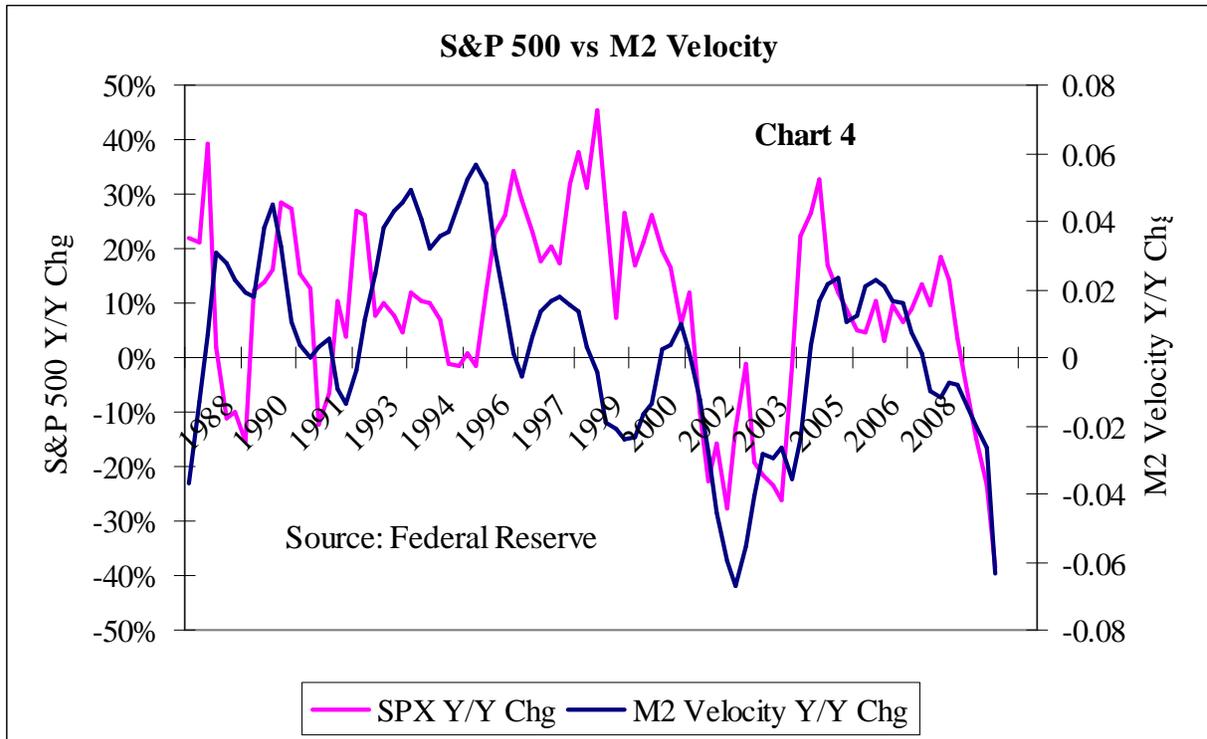
Der Rückgang in der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes spiegelt die erhöhte Nachfrage nach liquiden, sicheren Bankeinlagen wider. Man kalkuliert die Umlaufgeschwindigkeit von Geld in der Wirtschaft indem man das Bruttoinlandsprodukt (BIP) durch die Geldmenge dividiert. (Umlaufgeschwindigkeit des Geldes kommt aus der volkswirtschaftlichen Gleichung: $\text{Geld} * \text{Umlaufgeschwindigkeit} = \text{Handelsvolumen} * \text{Preis}$). Der Kehrwert der Umlaufgeschwindigkeit wäre also wenn Geld gehortet wird. Mit anderen Worten, wenn Leute immer größere Barbeträge halten im Verhältnis zu ihren Ausgaben, dann fällt die Umlaufgeschwindigkeit. Wie Sie in Chart 3 ersehen fiel die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, als die Angst im Markt die Menschen dazu brachte größere Barbeträge halten zu wollten. Der entscheidende Punkt in diesen Ausführungen ist, dass der deutliche Anstieg der Geldmenge eine Widerspiegelung der Geld Hortung ist, und daher nicht inflationär ist. Damit Geldmengenwachstum zu Inflation führt, muss Geld ausgegeben werden. Lange bevor die Inflation zurück kehrt muss ein Wachstum in den nominalen Ausgaben einkehren. Daher ist die Fed zur Zeit auch nicht über eine Erhöhung der Ausgaben und Inflation beunruhigt. Im Gegenteil, die FED versucht ein Wachstum der nominalen Ausgaben anzutreiben und die deflationären Tendenzen und das Schrumpfen der Wirtschaft zu bekämpfen.

Umlaufgeschwindigkeit von M2



Veränderungen der Aktienpreise stehen in einer positiven Beziehung zu Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit. Daher ist die Erhöhung der Geldmenge ein Zeichen von Flucht der Anleger hin zur Sicherheit und nicht ein Vorbote von Inflation (siehe dazu auch Chart 4). Viele Marktanalysten äußern sich besorgt über die Erhöhung der Geldmenge, gemessen in den Aggregaten M1 oder M2. Manche dieser Analysten meinen, dass diese Erhöhung inflationär sei. Wir sind nicht dieser Meinung, wie wir Ihnen im vorherigen Paragraphen erklärt haben. Der Chart 4 zeigt den Zusammenhang der jährlichen Veränderung der Geldmenge im Vergleich zur jährlichen Veränderung der Aktienpreise gemessen am S&P500. Wie Sie sehen, laufen diese Veränderungen über die letzten 10 Jahre im Gleichschritt. Aktienpreise steigen wenn Anleger Aktien kaufen, das heißt, sie legen Geld in Aktien an und nehmen das Geld aus Ihren Konten oder Geldmarktanlagen und damit erhöht sich die Umlaufgeschwindigkeit. Wenn Aktienpreise fallen, verkaufen Anleger Aktien und legen Geld in sichere Bankguthaben und reduzieren damit die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes.

Jährlich Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit (M2) im Vergleich zu den Veränderungen der Aktienpreise (S&P500; Jahr-zu-Jahr Veränderung)

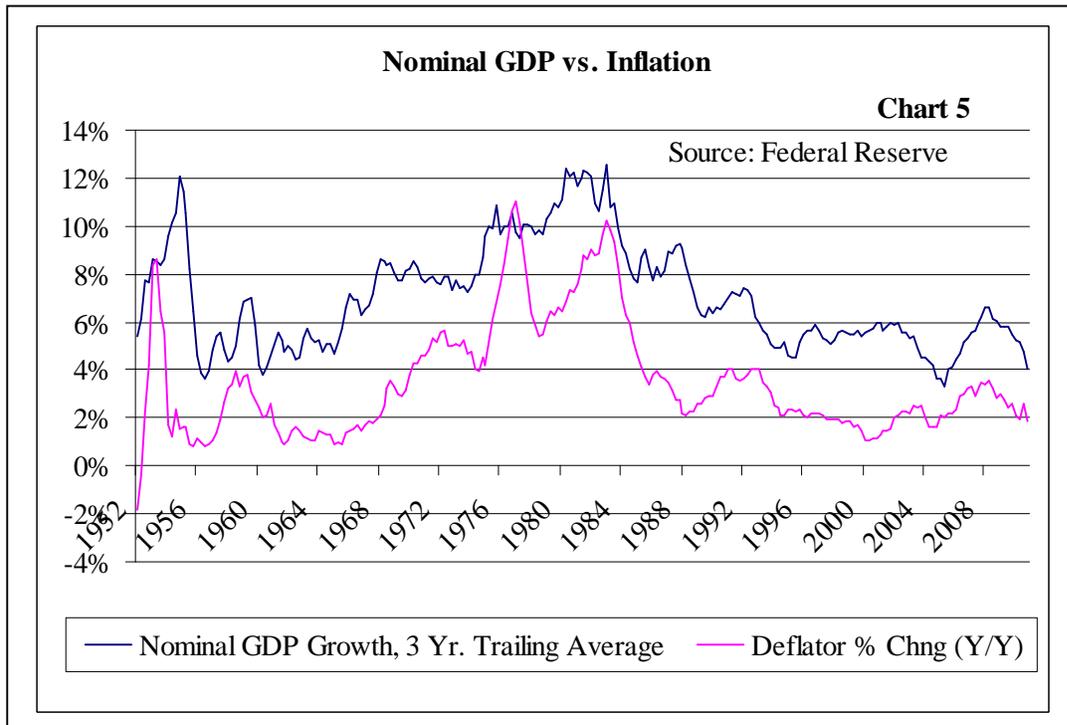


Die Fed Politik ist sehr zweckdienlich und Inflation ist aktuell keine Sorge

Lange bevor wir uns Sorgen um eine wieder aufkeimende Inflation machen müssen werden wir ein Wachstum der nominalen Ausgaben sehen; denn Ausgaben sind die Kraftübertragung die Wachstum in der Geldmenge in Inflation umwandeln. Inflation wächst und schwindet mit einer langen Zeitverzögerung. Wir vergleichen daher drei-jährige nachlaufende Wachstumswahlen der Ausgaben, gemessen hier mit dem nominalen BIP, mit der Jahresveränderung der Inflation, gemessen mit dem BIP-Deflator. Wie Sie in Chart 5 ersehen verlaufen diese beiden Zahlen parallel. Zusätzlich bewegen sich beide Reihen seit September 2008 nach unten und wir sehen noch kein Anzeichen einer Abflachung. Vielmehr verringerte sich das nominale BIP im 4. Quartal 2008 um 4.1%. Selbst wenn sich das Ausgabenwachstum über die vier Quartale in 2009 auf 2% oder 3% erholen sollte wäre das noch immer im Einklang mit einer 0% Inflationsrate. Irgendwann kann Inflation auch wieder ein Problem werden, aber der Zeitpunkt liegt wahrscheinlich noch einige Jahre in der Zukunft. Das ist nämlich wie lange es dauern sollte bis genügend Druck auf der Ausgabe Seite aufgebaut wurde um die Inflation wieder anzuschüren. Wir werden die Ankunft der Inflation frühzeitig erkennen können, da lange vor der Inflation sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wieder erhöhen wird, Aktienpreise wieder klettern werden, die Ausgaben steigen und das reale BIP wieder ansteigen wird. Wenn wir diese Zeichen sehen, hat die Fed im schlimmsten Falle noch einige Quartale um aus dem Markt die Liquidität wieder abzuschöpfen, die sie heute zufügt. Warum hat die Fed diesen Luxus der Zeit von mehreren Quartalen um die Liquidität abzusaugen? Die Wirtschaft

benötigt eine beträchtliche Spanne von realem Wachstum bevor sich die Unterausnutzung in den Kapazitäten wieder abbaut und die Inflation sich aufbauen kann.

Nominales BIP (3 jähriger, nachlaufender Durchschnitt) im Vergleich zur Jahresveränderung der Inflation



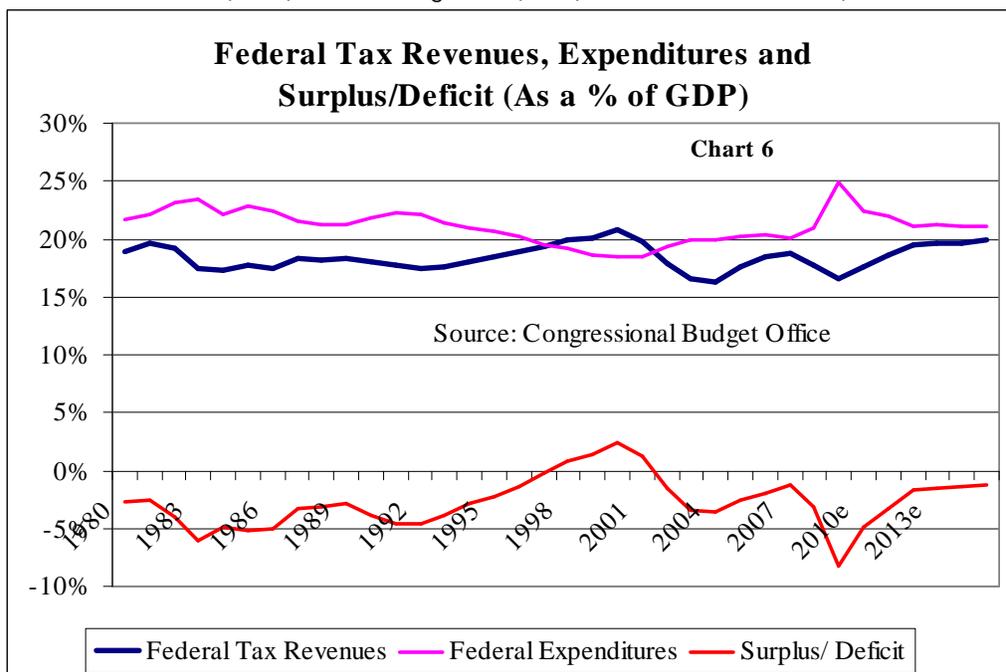
Die dynamische Lockerung der Geldpolitik durch die Fed sollte sich in höheren Aktienpreisen und einer wirtschaftlichen Erholung widerspiegeln. Es gibt viele Ursachen / Wirkungen Zusammenhänge, wie z. B. Nominalausgaben und Inflation, die sich mit einer zeitlichen Verschiebung einstellen. Aktienpreise sind ein Vorlaufindikator; steigende Aktienpreise werden also eine der ersten Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung sein, genau wie sie das auch in 1933 waren, nachdem der Goldstandard aufgeweicht wurde. Einige Monate oder Quartale nachdem die Aktienpreise anfangen zu steigen kann ein Aufschwung in der Wirtschaft erwartet werden. Bis jetzt wurde der Großteil der von der Fed zusätzlich kreierte Liquidität von den „Geldhortern“ absorbiert. Wenn man allerdings den scharfen Abfall der Umlaufgeschwindigkeit betrachtet, scheint sich der Sättigungsgrad zu nähern. Die wachsenden und erhöhten Barreserven werden anfangen aus den Bankkonten herauszuschwappen und sich in risikoreicheren Anlagen und Aktien ein neues Heim zu suchen. Nach seinem Tief von 752 im letzten November pendelt der S&P500 nun seit einiger Zeit zwischen 800 und 950 Punkten. Nach einem Bärmarkt, wie wir ihn gerade durchlaufen haben, ist eine solche Konsolidierung ein normaler Auftakt für einen steigenden Aktienmarkt. Wir wären nicht überrascht, wenn sich die Aktienpreise über die nächsten Quartale um 20% bis 40% von den momentan gedrückten Niveaus nach oben bewegen würden.

Wir erwarten trotz schädlicher Fiskalpolitik einen Aufschwung

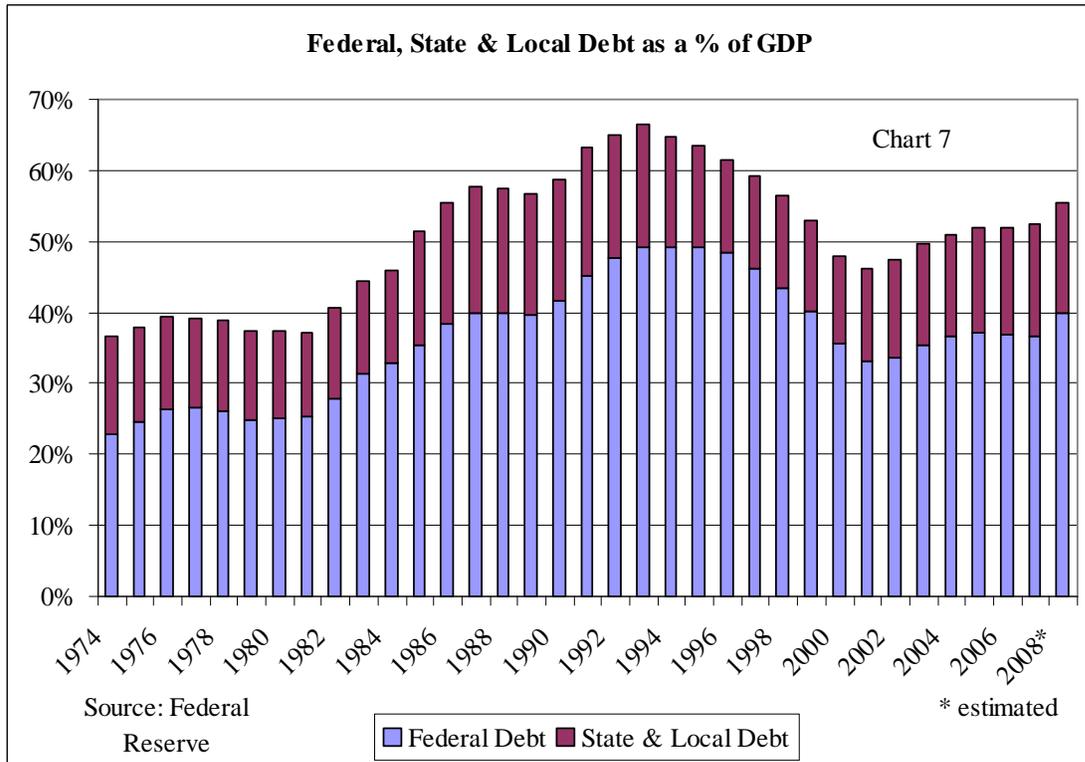
Das Stimulierungspaket, welches zur Zeit in Washington diskutiert wird, ist nur eine Nebenvorstellung. Der amerikanische Präsident Obama zusammen mit dem demokratisch geführten Kongress schlagen ein \$800 Milliarden großes Impulsprogramm vor. Allerdings stimmen die meisten Volkswirte überein, dass dieses Paket kurzfristig wenig zur Verbesserung der Wirtschaft beitragen kann und langfristig sogar einen negativen Effekt haben kann. Der größte Anteil des Geldes wird über mehrere Jahre ausgegeben – man kann schlicht und simpel nicht so viel Geld unverzüglich ausgeben. Ein weiterer Punkt ist, dass Staatsausgaben der Privatwirtschaft Ressourcen entziehen und daher langfristiges Wachstum reduzieren.

Selbst unter Ausschluss des „sogenannten“ Stimulierungspaketes rechnet das Bundesamt für Haushaltsplanung (Congressional Budget Office), dass sich das staatliche Haushaltsdefizit im Fiskaljahr 2009 auf über 8% des BIP erhöhen könnte (siehe dazu Chart 6). Diese starke Erhöhung des Budgets ist vor allem auf drei Dinge zurückzuführen: 1) die erwarteten Kosten für das TARP Programm, welches zur Sanierung des Finanzsektors gebraucht wird, 2) ungefähr \$240 Milliarden Einmalausgaben im Zusammenhang mit der Konsolidierung von Fannie Mae und Freddie Mac ins allgemeine Regierungsdefizit, und 3) einer 7% Schmälerung der Steuereinnahmen verursacht durch die tiefe Rezession. Weil diese Kosten nicht wiederkehrend sind und Steuereinnahmen im Jahre 2010 wieder wachsen sollten, wird auch erwartet, dass das Haushaltsdefizit in den inskünftigen Jahren wieder sinkt. Natürlich wird das Stimulierungspaket diese Zahlen verschlechtern. Zum Glück sind aber auch viele der Ausgaben in diesem Paket nur einmalig. Rechnet man alle Schulden zusammen, also Bundes-, Staats- und Lokalschulden in öffentlichen Händen kommt man auf etwa 55% des BIP (siehe Chart 7). Die U.S. hat einen relativ tiefen Verschuldungsgrad verglichen mit anderen Industrieländern - wie zum Beispiel Deutschland und Japan -. Daher hat die Regierung auch ein wenig Spielraum und sobald die Rezession sich dem Ende neigt werden die Ängste um Schulden und Defizite auch wieder abnehmen.

Steuereinnahmen (blau), Staatsausgaben (rosa), Überschuss/Defizit (als % vom BIP) (orange)



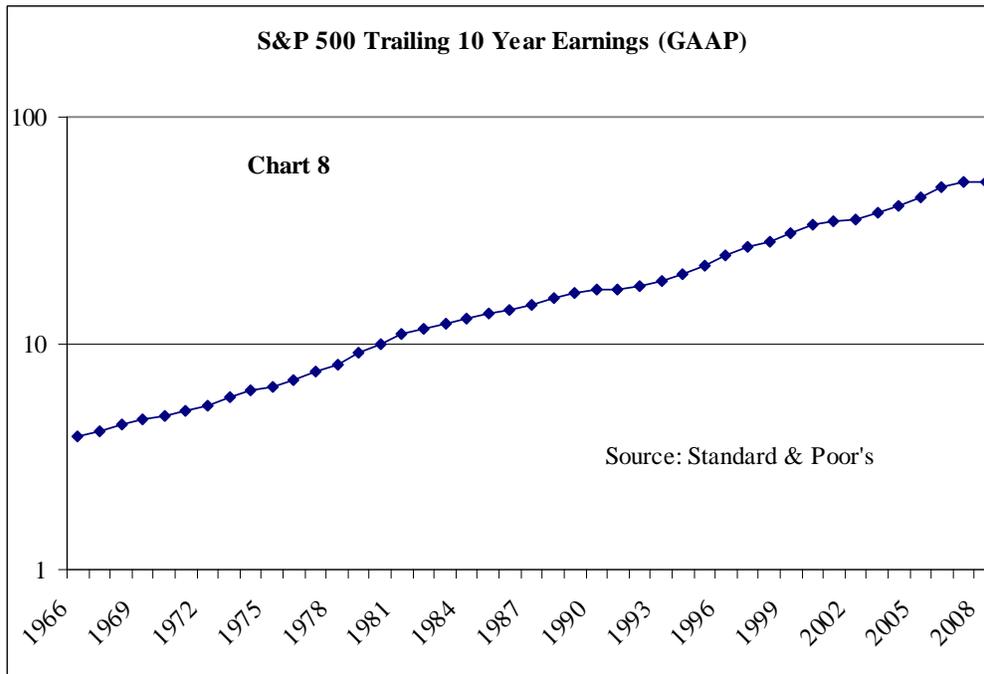
Staatsverschuldung im Prozent des BIP



S&P 500 Bewertung

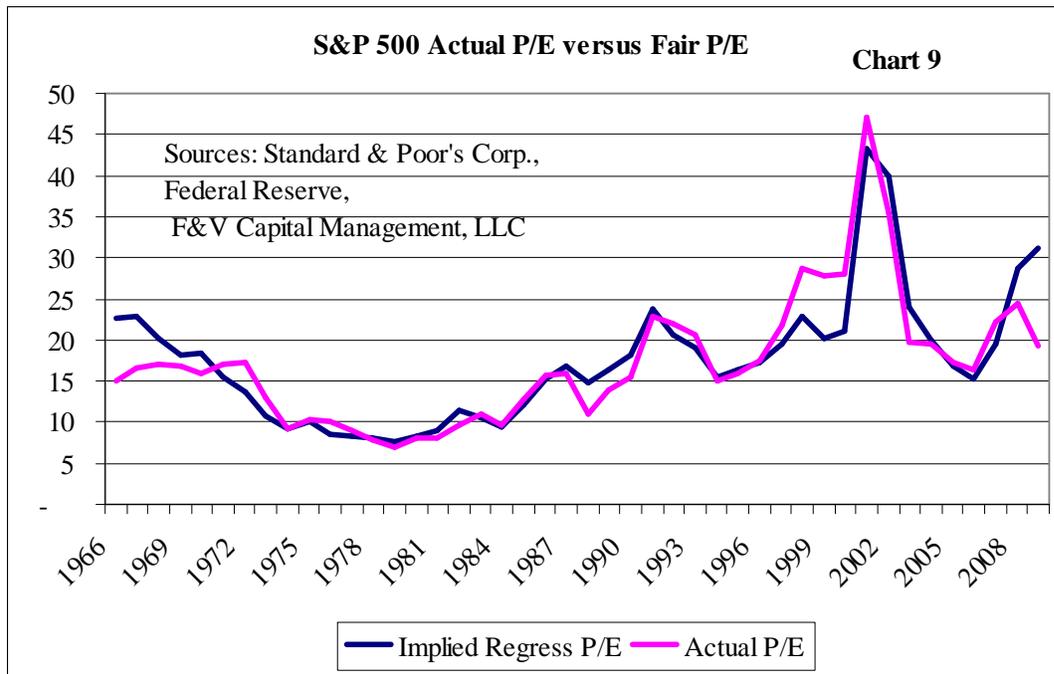
Aktienbewertungen sind abhängig von den Gewinnen. Wir glauben der beste Weg um Gewinne zu messen ist der 10-jährige nachlaufende Durchschnitt. Durch die Benützung eines 10-jährigen Durchschnitts sind wir in der Lage die extremen Schwankungen der Wirtschaftszyklen auszuglätten (siehe Chart 8). Ebenfalls eliminieren wir bei Benützung von historischen Daten die Schätzungsfehler. Es gibt aber eine deutliche Schwachstelle: Durch die Benützung eines Durchschnittes der Vergangenheit ergibt sich die Hypothese, dass die Zukunft ähnlich der Vergangenheit verlaufen wird – in anderen Worten: Es bricht keine neue Ära an. Falls also die Welt in eine neue Periode geht, in der die Rentabilität der Firmen anhaltend tiefer ausfällt, würde unser Modell natürlich die Gewinne und angemessenen Aktienbewertungen (Fair Values) überschätzen. Wir denken jedoch nicht, dass dies der Fall ist. Jede größere Rezession fühlt sich düster und trostlos an solange man sich in ihr befindet und die Menschen wundern sich in jeder Krise, ob diese auch einmal enden wird. Wie wir in diesem Papier bereits dargelegt haben, erwarten wir, dass die Aktionen der Fed die negativen Effekte der Kreditkrise mildern und dass das Wachstum sich im nächsten Jahr wieder einstellen wird. Der Wirtschaftszyklus ist nicht tod.

10-jähriger Durchschnitt der Aktiengewinne (nach GAAP) des S&P500



Aktienbewertungen, wie auch Anleihenbewertungen sind von der Inflation abhängig. Wenn Inflationserwartungen steigen verlangen Anleger in festverzinslichen Wertpapieren höhere Zinsen zum Ausgleich des Verlustes der Kaufkraft. Ähnlich verhalten sich Aktionäre; je mehr die Inflation steigt umso weniger sind sie bereit für jeden Dollar vom zukünftigen Gewinn zu bezahlen. Anderst ausgedrückt sind Inflationserwartungen und Kurs-/Gewinnverhältnisse (KGV) invers korreliert. Natürlich unterscheiden sich Gesellschaftsgewinne von Zinszahlung insofern als dass Zinsen auf Anleihen unverändert ausbezahlt werden während Firmenerträge mit den Wirtschaftszyklen schwanken. Wir haben ein Modell geschaffen um den Marktwert des S&P500 unter Einbezug von Inflation und Gewinnvariabilität, verursacht durch den Wirtschaftszyklus, zu schätzen. Wie Sie in Chart 9 sehen funktioniert unser „fares KGV-Modell“ beim Tracking des tatsächlichen Kurs-/Gewinnverhältnisses des S&P500 ziemlich gut. Einige Ausnahmen in der Übereinstimmung finden sich in den späten 90er Jahren: Für das Jahr 1999 errechnete das Modell, dass der S&P500 etwa 38% überbewertet sei. Im Gegensatz dazu kommt das Modell heute auf eine Unterbewertung von ca 38%. Da die Erträge durch den schwachen Wirtschaftsverlauf und die tiefen Inflationserwartungen zur Zeit sehr gedrückt sind, ist das erwartete KGV zur Zeit sehr hoch (31 mal die Gewinne errechnet nach GAAP). Bitte bedenken Sie, dass am Gipfel einer Hochkonjunktur, wenn die Gewinne auf einem zyklischen Höchst stehen, Anleger eigentlich ein tieferes KGV ansetzen sollten, da die Gewinne wahrscheinlich von ihren Höchstständen herrunter kommen werden. Umgekehrt sollten Investoren in Schwächephasen eher etwas höhere KGVs applizieren in Erwartung einer Konjunktur bedingten Erholung. Unser Modell errechnet einen fairen Marktwert von 1400 im S&P500: Daher unsere frühere Aussage, dass wir uns einen 20% bis 40% Sprung in den Aktienpreisen gut vorstellen können.

S&P500 effektives KGV vs. angemessenem KGV



Die Führerschaft der Aktien sollte sich ändern

Defensive Aktien zeigten über die letzten drei Monate die beste Performance, aber das könnte sich in der Zukunft ändern (siehe Tabelle 1). Die Sektoren Versorger und Gesundheitswesen stiegen in den letzten drei Monaten um 7.7% und 5.5% resp., dagegen hat der S&P500 6.5% verloren. Diese beiden Sektoren gelten als relativ sicher und haben höhere Dividendenrenditen; daher wurden Sie von den Anlegern bevorzugt. Ein wenig überraschend fielen die Basis-Konsumgüterwerte um 7.1% obwohl dieser Sektor auch zu den defensiven Werten gehört. Diese Branche durchlief eine Phase von sich verringernden Gewinnmargen durch den Druck auf die Preise, erhöhte Rohmaterialkosten und die negativen Auswirkungen eines sich erstarkenden US\$. Die verhältnismässige Wertentwicklung dieses Sektors wird von der Stärke und des Zeitpunktes der Kurserholung des Aktienmarktes abhängig sein. Falls die Aktienpreise in den nächsten Monaten so schnell und stark wie von uns erwartet in die Höhe schnellen, werden defensive Werte dem restlichen Aktienmarkt hinterher hinken.

Der Finanzsektor stürzte ein und wir erwarten für eine sehr lange Zeit für diese Gruppe eine schlechtere Wertentwicklung als für den gesamten Aktienmarkt. Finanzwerte hatten die schlechtesten Zahlen in den letzten drei Monaten mit einem Minus von 35.4%. Der Finanzsektor hatte während vieler Jahren eine Gewichtung im S&P500 von über 20% und liegt heute bei nur noch knapp 10%. Von den stark gedrückten Preisen sollten die Finanztitel nicht mehr solch große Prozentverluste erleiden wie bisher, jedoch erwarten wir für diesen Sektor auch keine so schnelle Erholung wie für den Rest der Wirtschaft. Selbst wenn wir wieder Wachstum in der Volkswirtschaft sehen werden, die Bankgewinne werden wahrscheinlich durch die nachlaufenden Effekte der Arbeitslosigkeit und Verschlechterung der Bonitäten bei Krediten zurück bleiben. Finanzinstitute werden aufgrund der Finanzkrise inskünftig nicht mehr die gleichen Möglichkeiten haben um ihre Bilanzen in schwindelerregende Höhen zu hebeln um damit die Gewinne zu erhöhen. Zusätzlich werden die Investoren noch für eine

ganze Weile die Risiken in Erinnerung haben, die solch hoch verschuldete Unternehmen wie Banken in sich tragen und eine größere Prämie dafür verlangen.

Wenn wir uns nun aber auf eine Erholung der Aktienpreise konzentrieren, sollten Aktien in den Sektoren Industriewerte, Informationstechnologie, Rohstoffe und Energie am besten laufen. Diese Gruppen haben einen relativ hohen Fremdfinanzierungsgrad. Durch den operativen Leverage schwingen Erträge stärker während den Auf- und Abschwüngen des Wirtschaftszykluses. Viele Aktien in diesen Sektoren fielen stark, obwohl sie weiterhin eine relativ starke Bilanz haben und weiterhin ordentlich freie Mittel generieren. Wir finden einige günstig bewertete Firmen in diesen Sektoren und erwarten, dass viele dieser Aktien viel schneller als der Gesamtmarkt steigen werden.

Tabelle 1 - S&P Sektoren: Resultate für die drei Monate bis zum 5. Februar 2009

SEKTOR:	FVCM Gewich-tung	% of S&P 500	Anzahl Aktien	-\$- gewichteter Ertrag*	Durch-schnittlicher Ertrag**	Höchster Ertrag	Niedrigster Ertrag
Konsumgüter	1.5%	8.1%	80	-5.3%	-9.6%	78.5%	-57.6%
Basiskonsumgüter	10.0%	12.6%	40	-7.1%	-1.2%	35.7%	-26.5%
Energie	14.5%	14.3%	39	4.6%	0.2%	86.6%	-38.6%
Finanzwesen	4.0%	10.3%	81	-35.4%	-27.6%	50.7%	-83.8%
Gesundheitswesen	19.0%	16.1%	54	5.5%	5.5%	43.2%	-50.4%
Industriewerte	13.5%	10.4%	59	-13.0%	-4.5%	22.0%	-62.3%
Informationstechnologie	17.0%	16.8%	75	0.7%	1.1%	30.3%	-25.6%
Rohstoffe	4.0%	3.1%	29	-6.9%	-6.7%	61.1%	-55.4%
Telekommunikation	4.0%	3.7%	9	-0.5%	1.5%	17.9%	-37.0%
Versorger	3.5%	4.6%	34	7.7%	7.8%	26.2%	-26.1%
Summe Sektoren / Durchschnitt		100.0%	500	-5.0%	-3.4%	45.2%	-46.3%
S&P 500				-6.5%	-6.5%		

Source: Thomson Baseline

Die Ertragsdaten in dieser Tabelle reflektieren Veränderungen im Preis und schliessen Dividenden aus.

*Erträge für die einzelnen Aktien sind nach Marktkapitalisierung je Firma gewichtet.

** Jede Aktie ist gleich gewichtet.

Unsere Strategie für den Aufbau und die Zusammensetzung eines Portfolios beachtet beides reiflich - diese Chancen wie auch die weiteren Risiken. Ein erfolgreiches Portfolio oder Mandat wird nicht aufgrund einer Alles-oder-Nichts-Strategie aufgebaut. Zum Beispiel sind wir zuversichtlich, dass Industriewerte sich in einem Aufschwung besser entwickeln werden als Pharmatitel. Trotzdem finden wir (nach GARP – Growth at Reasonable Price) gute Langfristanlagemöglichkeiten im Gesundheitswesen, welche wir weiterhin halten möchten. Die Mischung der besten Möglichkeiten aus allen Sektoren hilft die Volatilität im Portfolio zu reduzieren, das Risiko zu kontrollieren und mögliche zukünftige Verluste zu vermeiden. Das Herzstück einer erfolgreichen Strategie ist die Auswahl der richtigen Aktien. Während die Sektorenanalyse nützlich ist, z.B. zur Attribution der Performance, muss man trotzdem bedenken, dass der Schwankungsbereich der einzelnen Aktien innerhalb eines Sektors enorm groß sein kann. Zum Beispiel erbrachte die Branche Versorger den besten Ertrag in den letzten drei Monaten mit einem gewichteten Durchschnitt von 7.8%. Die Spanne der

Preisentwicklungen innerhalb dieses Sektors war von +26.2% bis -26.1%. Also selbst wenn Sie den richtigen Sektor auswählen, aber die falschen Aktien ins Depot nehmen, kann das Ergebnis miserabel ausfallen. Letzten Endes besteht ein gutes Portfolio aus guten individuellen Aktien und es braucht ein aufmerksames und erfahrenes Auge um die Aufnahme von schlechten Firmen und teuren Aktien zu minimieren.

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.