

Von: H. Terrence Riley III, CFA
6. Mai 2013

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



Grundsätzlich halten Trends immer viel länger an als man erwartet. Zurzeit sehen wir eine Entschuldung der privaten Haushalte. Diese geht einher mit der lockeren Geldpolitik, die die konjunkturdämpfende Wirkung des Schuldenabbaus, aufheben soll. Gleichzeitig steigen die Aktienkurse.

Hören Sie auf die Märkte! Die Volatilität im Markt ist sehr niedrig und derzeit auf dem Stand wie vor der Finanzkrise im Jahr 2007. Die Gold- und Rohstoffpreise sind gefallen. Renditen bei Anleihen sind nach wie vor auf einem extrem niedrigen Niveau. Die Aktienkurse haben die alten Höchststände von 2000 und 2007 überschritten und weisen keinerlei Zeichen wesentlicher Schwäche auf; obwohl seit Monaten viele Marktteilnehmer starke Kurskorrekturen vorhersagen. Zweifellos ist die Verschuldung noch zu hoch, aber es sind seit den Turbulenzen von 2007-2009 große Fortschritte gemacht worden. Die Warnungen, dass die Geldpolitik der Fed zu einer hohen Inflation führen würde, haben sich bisher nicht bewahrheitet. Im Gegenteil; die Strategie der Fed war bisher erfolgreich. Sie wird sogar nachgeahmt. Zwischenzeitlich hat sich nun auch Japan entschlossen, eine noch drastischere Version der quantitativen Lockerung anzuwenden um zu

versuchen die Deflation zu bekämpfen. Und wenn die konjunkturdämpfenden Einflüsse in Europa sich noch weiter verstärken, kann man auch dort davon ausgehen, dass die EZB noch aggressiver handeln wird. Diese globalen Rahmenbedingungen sind definitiv vorteilhaft für Aktien und wir erwarten steigende Märkte.

Gold und Rohstoffe

Wir glauben, dass der langanhaltende Gold-Bullen-Markt, der nach der geplatzten Tech-Blase im Jahr 2001 begann, noch nicht vorbei ist. Die nächsten paar Jahre könnten jedoch recht enttäuschend für die Inhaber des Edelmetalles sein; obwohl gute Minenaktien respektable Erträge abwerfen sollten. Ganz offen gesprochen: Es gibt kein gutes Modell um den Preis des Goldes vorherzusagen. Trotz gegenteiliger Behauptungen hat der Goldpreis keine Korrelation mit dem Preisniveau (Inflation) oder nationalem Einkommen, außer vielleicht wenn man ihn über mehrere Generationen vergleicht. Auch wird der Goldpreis nicht durch das Wirtschaftswachstum oder eine andere Variable, die wir kennen, bestimmt. Das Einzige was man sagen kann, ist, dass die Menschen in Krisenzeiten Gold als Absicherung kaufen. Viele Katastrophenszenarien, die in den letzten Jahren auftauchten, wie beispielsweise die Spekulationen über einen starken Wertverlust des Dollars oder das Auseinanderbrechen des Euro, beginnen zu verblassen. Als Reaktion auf die quantitative Lockerung der Fed gab es viele Prophezeiungen, die Inflation vorhersagten. Diese haben sich nicht bewahrheitet. Der Bürgerkrieg in Europa brach auch nicht aus, trotz der sehr hohen Arbeitslosigkeit in Ländern wie Griechenland und Spanien. Im Gegenteil: in einigen Ländern wie in Deutschland und den USA wird ein moderates Wachstum erwartet. Und während das chinesische Wachstum etwas schwächer aussieht, gibt es in Japan einen Aufwärtstrend. Auch in den Schwellenländern geht es bergauf.

Da die Einschätzung im Bezug auf die Krisen sich entspannt hat, war der Goldpreis kürzlich bis auf etwa \$1,380 gefallen. Im Vergleich: Der Höchststand lag im September 2011 bei \$1,895 pro Unze. Es würde uns nicht überraschen, wenn der Goldpreis sich in einer Bandbreite zwischen \$1,400 und \$1,600 bewegt, während die Weltwirtschaft sich langsam erholt. Wenn der aktuelle Wirtschaftszyklus zu einem Ende kommt und evtl. eine neue Krise am Horizont erscheint, wird der Goldpreis wahrscheinlich wieder steigen. Das sollte aber noch gut 2-4 Jahre oder sogar noch weiter in der Zukunft liegen. In der Zwischenzeit sollten sich die Anleger, die in Metallen investiert sein möchten, lieber Minenaktien, wie zum Beispiel Newmont Mining, ins Depot legen. Newmont Mining sollte genug Cash-Flow generieren, um weiterhin eine sehr ordentliche Dividende an die Aktionäre auszuzahlen.

Rohstoffe und Industriematerialien, insbesondere die Metalle, schwächelten während des vergangenen Jahres. Ein starker Anstieg der Rohstoffpreise ist in absehbarer Zeit wohl unwahrscheinlich, aber zumindest wird eine gewisse Stabilität für die nächste Zeit erwartet. Die Fragen in Bezug auf diese Rohstoffe ähneln denen zu Gold. Aus unserer Sicht ist die Hauptursache für die jüngste Schwäche die Tatsache, dass Rohstoffe eine Phase von Spekulationen durchliefen. Investoren suchten nach "Dingen zum Anfassen" und wollten nichts mit "Finanzpapieren" zu tun haben. Dies war eine natürliche Reaktion auf die Finanzkrise, die teilweise aufgrund des Zusammenbruchs der Märkte für Papiere wie CDOs, CMOs, CDs und andere geheimnisvolle Finanzprodukte, die die meisten Menschen nicht verstehen, ausgelöst worden war.

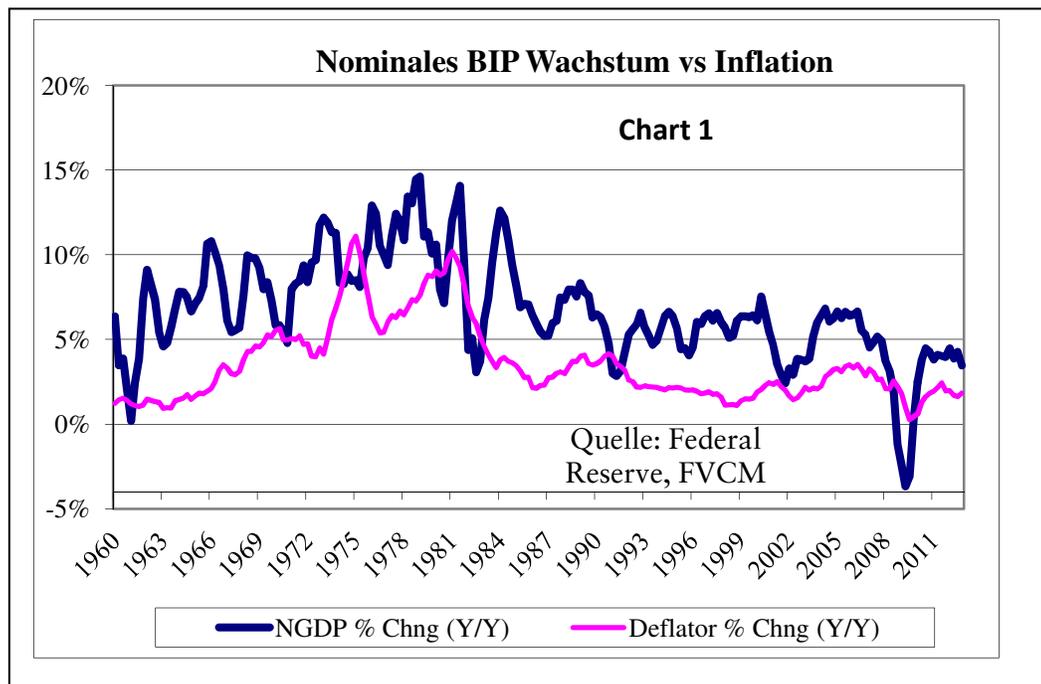
Das Problem ist, dass Rohstoffe inerte Substanzen sind und wenig oder keinen inneren Wert haben, wenn sie nicht im Produktionsprozess eines wertschöpfenden Unternehmens eingesetzt werden. Spekulanten, vielleicht sogar die chinesische Regierung selbst, haben die Rohstoffpreise

künstlich nach oben getrieben und jetzt geht der Blase langsam die Luft aus, da die exzessive gehorteten Lagervorräte nun aufgebraucht werden und nicht weiter über die Massen gekauft wird. Die gute Nachricht ist, dass das Wachstum der Weltwirtschaft sich weiterfortsetzt und die Nachfrage in den kommenden Jahren wieder steigen sollte. Daher sehen wir kein weiteres Abwärtsrisiko bezüglich der meisten Rohstoffpreise.

Inflation und Anleiherenditen

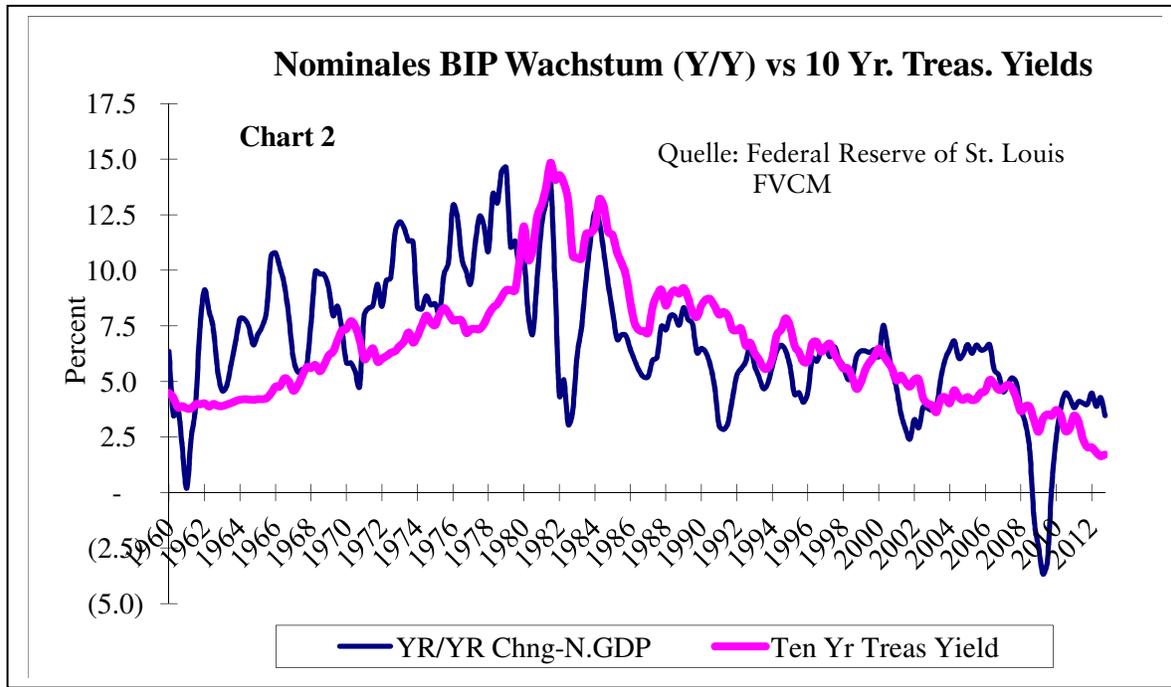
Es gibt wenig Druck in der Wirtschaft, welcher einen signifikanten Anstieg in entweder Inflation oder Renditen erzeugen könnte. Etwas Hintergrundwissen: Geld hat zwei primäre Zwecke. Erstens: Geld wird als Zahlungsmittel benutzt - man gibt es aus. Zweitens: Geld dient als Mittel zur Wertaufbewahrung - man fühlt sich gut und sicher, weil man Geld auf der Bank oder im Portemonnaie hat. Es stimmt zwar, dass letztendlich Inflation durch das Wachstum der Geldmenge entsteht. Wenn jedoch die Expansion der Geldmenge nur als Ausgleich für die wachsende Nachfrage nach Bargeldbeständen dient, und nicht ausgegeben wird, ist dies nicht inflationär. Geld muss ausgegeben werden, um Inflation zu erzeugen.

Geld muss sogar mit steigendem Tempo über einen längeren Zeitraum hinweg ausgegeben werden, um die Inflation anzukurbeln. Wie Abbildung 1 zeigt: Inflation, gemessen am BIP-Deflator, steigt und fällt mit dem Wachstum des nominalen BIP, das das breiteste Maß der Ausgaben ist. Inflation hinkt mit einer ca. zweijährigen Verspätung dem Ausgabenwachstum hinterher. Mit dem jüngsten Wachstum des nominalen BIP von etwa 3,5% pro Jahr, wird nicht genug Geld ausgegeben, um die Inflation nach oben zu treiben.



Das Ausgabenwachstum bestimmt die Marschrichtung der langfristigen Zinsen und der Inflation. Da das Ausgabenwachstum schwach war, wird es wahrscheinlich noch einige Quartale dauern, bis die Zinsen sich wesentlich nach oben bewegen. Wie in Abbildung 2 zu sehen ist, ist die Rendite 10-jähriger US-Treasuries seit dreißig Jahren in einem rückläufigen Trend. Das Ausgabenwachstum ist nicht mehr wie in 2009 negativ. Trotzdem ist es eher unwahrscheinlich, dass die Zinsen wesentlich steigen werden, solange das Ausgabenwachstum

nicht nachhaltig über die aktuellen 3,5% steigt. In der Zwischenzeit läuft das Geld ins Finanzsystem wie Wasser in den trockenen Boden. Es sucht nach einer neuen Ritze. Ein Phänomen, das den starken Aktienmarkt erklärt. Und das Ganze wird sich verstärken, wenn die Renditen zu steigen beginnen. Dann erwarten wir starke Kapitalflüsse von Anleihen hin zu Aktien.



Währungen

Nach Angabe der OECD, kauft ein Euro Waren, die in den USA etwa \$1,25 kosten. Nach diesem Maßstab, der als Kaufkraftparität (KKP) bekannt ist, ist der Euro leicht überbewertet. Während der KKP sehr gut dazu geeignet ist, Wechselkurse über längere Zeiträume zu bestimmen, ist er nicht sehr hilfreich für die Prognose kurzfristiger Schwankungen. Bemisst man Zeiträume über Monate, dann sind Währungen stärker an Veränderungen der relativen Zinssätze sowie an Veränderungen in den wahrgenommenen Wachstumschancen gebunden. Der Dollar und der Euro werden aktuell nahe ihres „echten“ (bezogen auf ihre Kaufkraft) Marktwertes gehandelt. Auch sehen wir aktuell keine großen Veränderungen im relativen Wirtschaftsausblick der Eurozone und auch nicht in den USA. Daher erwarten wir keine extremen Bewegungen im Wechselkurs. Allerdings ist von der Fed nicht zu erwarten, dass die Geldpolitik weiter gelockert wird. Im Gegensatz dazu deuten die sehr schwachen Wirtschaftszahlen in weiten Teilen Europas darauf hin, dass es weitere Zinssenkungen und/oder sonstige Maßnahmen der EZB geben wird, um die Deflation und Kontraktion in den Ländern der Peripherie zu bekämpfen. In Summe: Wir erwarten keine abrupten Änderungen in den Wechselkursen, halten jedoch eine Fortsetzung der sukzessiven Wertminderung des Euro, die schon seit 2008 andauert, für sehr wahrscheinlich (siehe Abbildung 3).

Chart 3



U.S. Aktienmarkt

Fast täglich gibt es Vorhersagen, die eine deutliche Korrektur der Aktienkurse prognostizieren. Wir denken, dass diese Prognostiker von Wunschdenken eingenommen sind. Das Problem, das viele Investment-Manager haben, ist, dass sie zu pessimistisch gewesen sind und deswegen in Aktien unterinvestiert sind. Aktien haben jedoch Anleihen und andere Anlagekategorien in letzter Zeit stark outperformt. US-Pensionsfonds und andere große Kapitalanleger, vor allem die großen Universitätsstiftungen, zogen erhebliche Beträge aus öffentlichen Aktien im vergangenen Jahrzehnt ab. Diese Beträge flossen in Richtung Immobilien, Hedge-Fonds, Private-Equities und andere illiquide Anlagen. Portfolio-Manager sehen aber schlecht aus, wenn Aktienmärkte klettern und sie in niedrig verzinsten Anleihen oder illiquide Anlagen von unbekannter Dauer sitzen. Es scheint in den letzten Monaten, dass selbst bei kleinen Kursrückschlägen von 2% bis 3%, zügig Käufer auftauchen, die die Preise sofort wieder nach oben treiben. Vielleicht gibt es einfach zu viele Anleger, die an der Seitenlinie warten und jeden Rückschlag als Gelegenheit nutzen um ihr Engagement in Aktien zu erhöhen. Dies ist ein Zeichen eines Bullen-Marktes.

Die jüngsten Meldungen zu Unternehmenserträgen waren gemischt. Wir denken aber immer noch, dass der S&P 500 mindestens 1900 - 2000 erreichen sollte (ein Plus von mehr als 20%), bevor die Hausse ein Ende findet. Die Berichtssaison für das erste Quartal 2013 ist fast zu Ende. Während die Umsätze schwächer als erwartet waren, liegen die Gewinne in den Erwartungen. Die Gewinne wachsen dank Kostensenkungen, langsamen Lohnwachstums und betrieblicher Effizienz. Alcoa beispielsweise, der große Aluminium-Hersteller, steigerte seinen Gewinn im ersten Quartal um 10% trotz eines 3% Umsatzrückgangs. Viele der großen US-

Unternehmen sehen als Ursache der schwachen Umsätze, die schlechten Bedingungen in Europa. Wir rechnen mit einem Umsatzwachstum beim S&P 500 im niedrigen einstelligen Bereich (1% bis 4%) für das Jahr 2013. Das Gewinnwachstum jedoch sollte zwischen 3 bis 6% liegen. Ein Gewinnwachstum von etwa 4% ist jedoch kein besonders starker Treibstoff für die Aktienkurse. Dennoch erwarten wir, dass der Aktienmarkt sehr gut performen wird, da Liquidität in den Aktienmarkt fließt. Auch gehen wir davon aus, dass die Bewertungsniveaus, zum Beispiel, Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnis steigen werden. Angesichts der niedrigen Inflationsrate und den niedrigen Zinsen liegt der faire Wert des S&P 500 gemäß unserem Modell bei etwa 1900; ca. 20% über dem aktuellen Niveau. Die Kombination von lockerer Geldpolitik, niedrigen Bewertungen und Unterinvestition in Aktien von vielen Investment-Managern und Fonds gibt den Aktien einen sehr starken Rückenwind. Wir gehen nicht von einer ernsthaften Bedrohung für die Aktienkurse aus solange die Inflation nicht steigt. Steigende Inflation erwarten wir für die nächsten paar Jahre aufgrund des anfänglich diskutierten Schuldenabbaus und des schwachen Ausgabenwachstums eher nicht.

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.