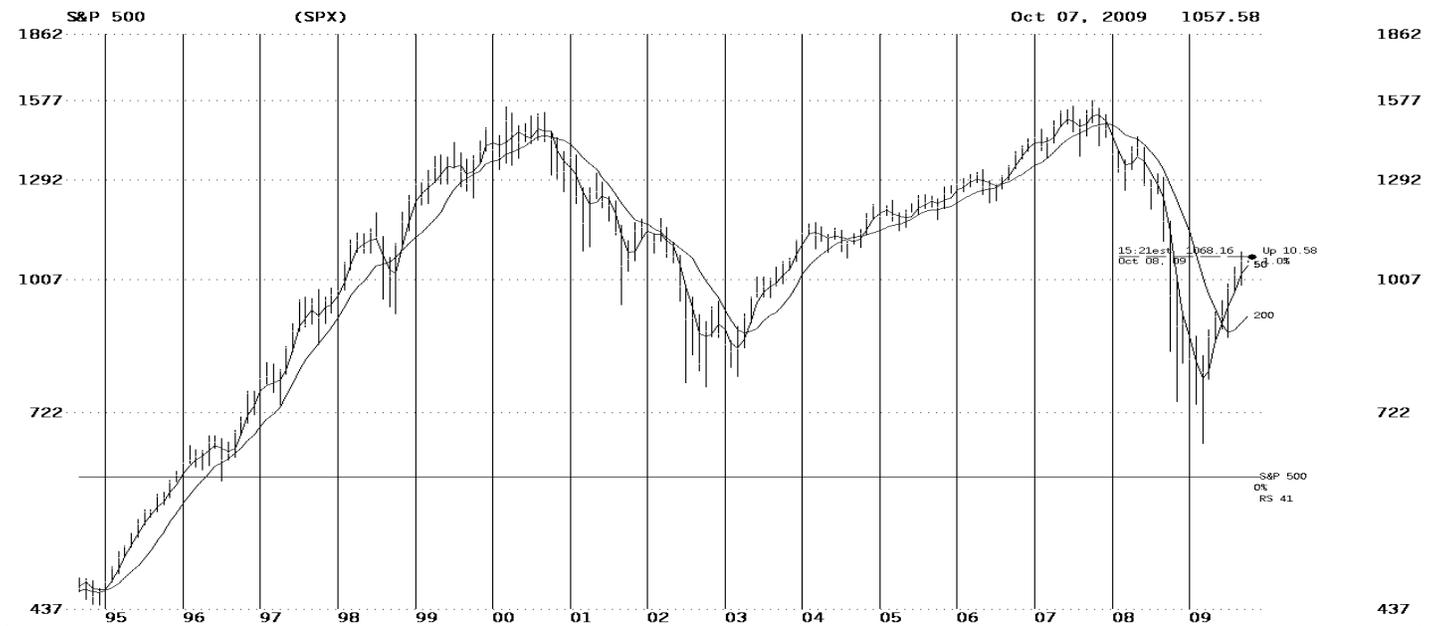


Terrence Riley III, CFA
9. Oktober 2009

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

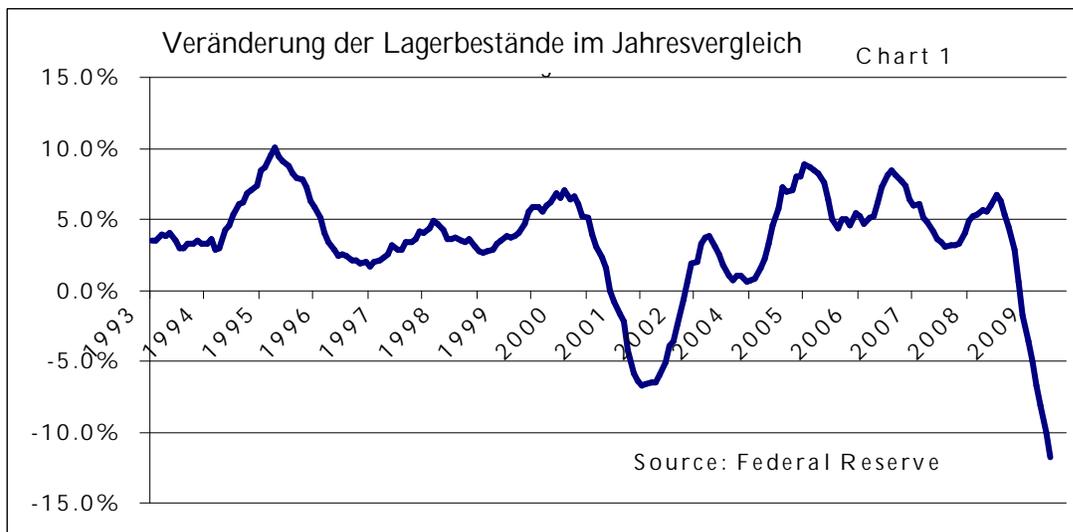


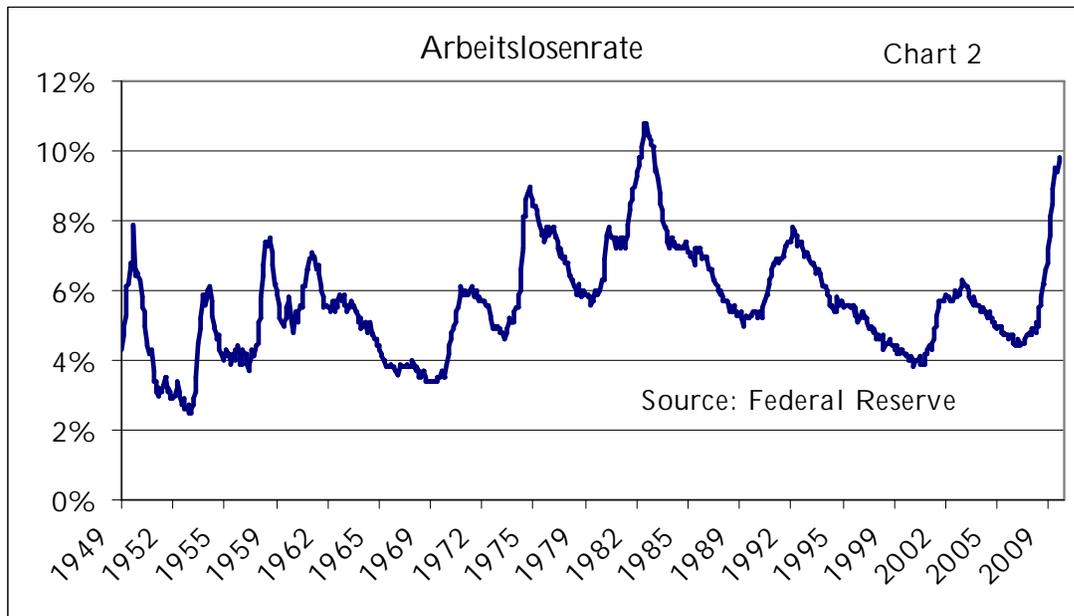
Der große Wende von 2009

Die diesjährigen Aktienmarktgewinne sind vielleicht nur der Anfang einer neuen Aktienmarkthausse. Wir erwarten weitere Preisanstiege. Seit dem Tief von 666 Punkten am Freitag, den 6. März 2009 hat sich der S&P500 bereits um mehr als 50% erholt und steht heute bei über 1,000 Punkten. Gleichwohl sind wir immer noch weit vom Allzeithoch von über 1,500 entfernt. Dieses Allzeithoch wurde schon zweimal erreicht: Im März 2000 und im Oktober 2007. Ob Aktien zum momentanen Zeitpunkt billig oder teuer sind, hängt auch von der Perspektive ab. Verglichen mit den Tiefständen vom März, haben die Aktien sicherlich schon ein sehr guten Lauf hinter sich; denkt man aber daran, dass die Aktienpreise noch immer 30% unter ihren Höchstständen von vor 10 Jahren liegen, erscheinen die Aktienpreise momentan immer noch sehr niedrig zu sein. Lehnen wir uns einmal kurz zurück und schauen uns die Fundamentaldaten an. Wir glauben, dass die Aktienpreise aus folgenden Gründen weiter steigen sollten:

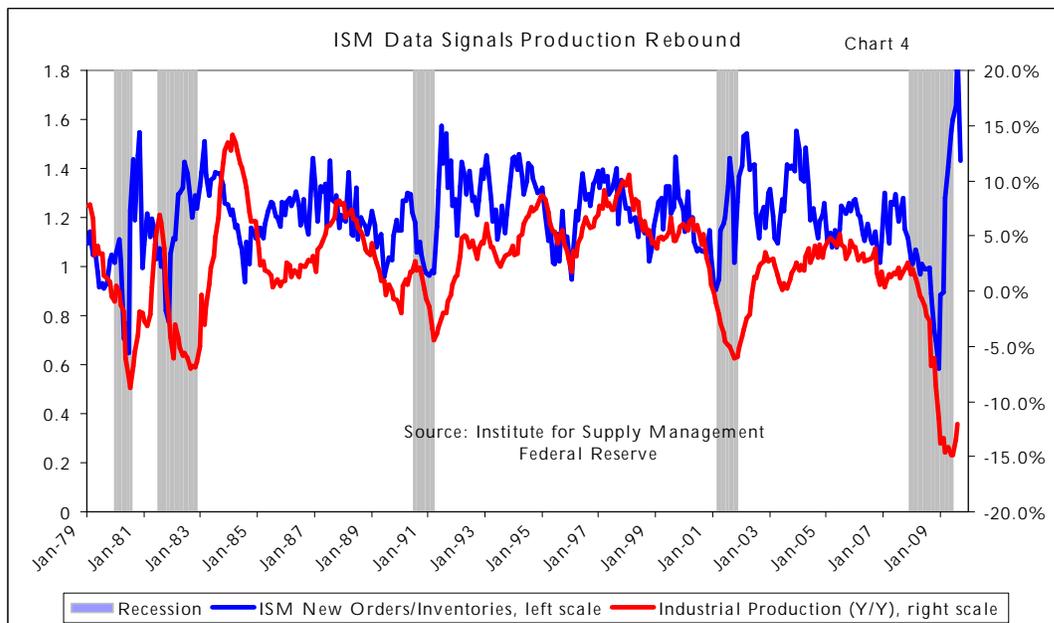
Weltweites Wirtschaftswachstum wird durch die U.S. Finanzkrise nicht längerfristig verlangsamt werden. Über die letzten Jahrzehnte ist mehr als ein Drittel der Weltbevölkerung (China, ehemalige UdSSR und Osteuropa) aus dem Schatten der marxistischen, totalitären Systeme herausgetreten um am Erfolg und den größeren Freiheiten marktbasierter Volkswirtschaften teilhaben zu können. Eine politische Anpassung an die freiheitlichen Systeme des Westens wurde sicherlich nicht überall in gleichem Masse vollzogen. Weiterhin erlangen durch die Liberalisierung der indischen Volkswirtschaft eine Milliarde Menschen Zugang zum internationalen Handel und zu Investitionen. Die Marktwirtschaft hat sich auf globaler Ebene gegenüber der Planwirtschaft durchgesetzt. Man kann die Auswirkung dieser Entwicklungen auf die Schaffung von Wohlstand und globalem Wirtschaftswachstum nicht ausreichend betonen. Noch nie gab es so viel Input an menschlichem Einfallreichtum und Erfindungsgabe in der globalen Marktwirtschaft. Im letzten Jahrhundert war der Anstieg von Produktivität und Wohlstand enorm; wahrscheinlich werden die Zugewinne in diesem Jahrhundert noch grösser sein. Diese Wachstumskräfte kommen im Zuge der Entspannung der Finanzmarktsituation wieder zur Geltung. „A rising tide lifts all ships“ („Die Flut hebt alle Schiffe“).

U.S. Firmen haben in dieser Finanzkrise mit genau der Flexibilität reagiert, für welche die USA bekannt ist. Firmen haben die Produktion rasant den sinkenden Auftrageingängen entsprechend so weit nach unten angepasst, dass die Lagerbestände reduziert wurden. Graphik 1 zeigt diese Entwicklung. Im Jahresvergleich zeigt sich ein deutlich negatives Wachstum bei den Lagerbeständen. Im Gegensatz dazu lag im zweiten Quartal 2009 die Produktivität im Jahresvergleich bei erstaunlichen 1,9%. Wie kann die Produktivität steigen wenn die Produktion fällt? Die Antwort ist, Firmen haben massiv Arbeitsplätze abgebaut. Die Produktion ist zwar gefallen, Arbeitskräfte wurden aber noch schneller abgebaut, und so stieg die Produktivität pro Kropf am Arbeitsplatz. Die Arbeitslosenquote lag im März 2007 bei 4,4%, ihrem Tiefstand. Zu dieser Zeit hatte sich der Abschwung am Immobilienmarkt und im Konsum bereits abgezeichnet. Mitte 2007 begangen Firmen Arbeitsplätze zu streichen. Die Arbeitslosigkeit stieg rapide an, liegt zurzeit bei 9,8% (siehe Graphik 2) und könnte noch weiter steigen.



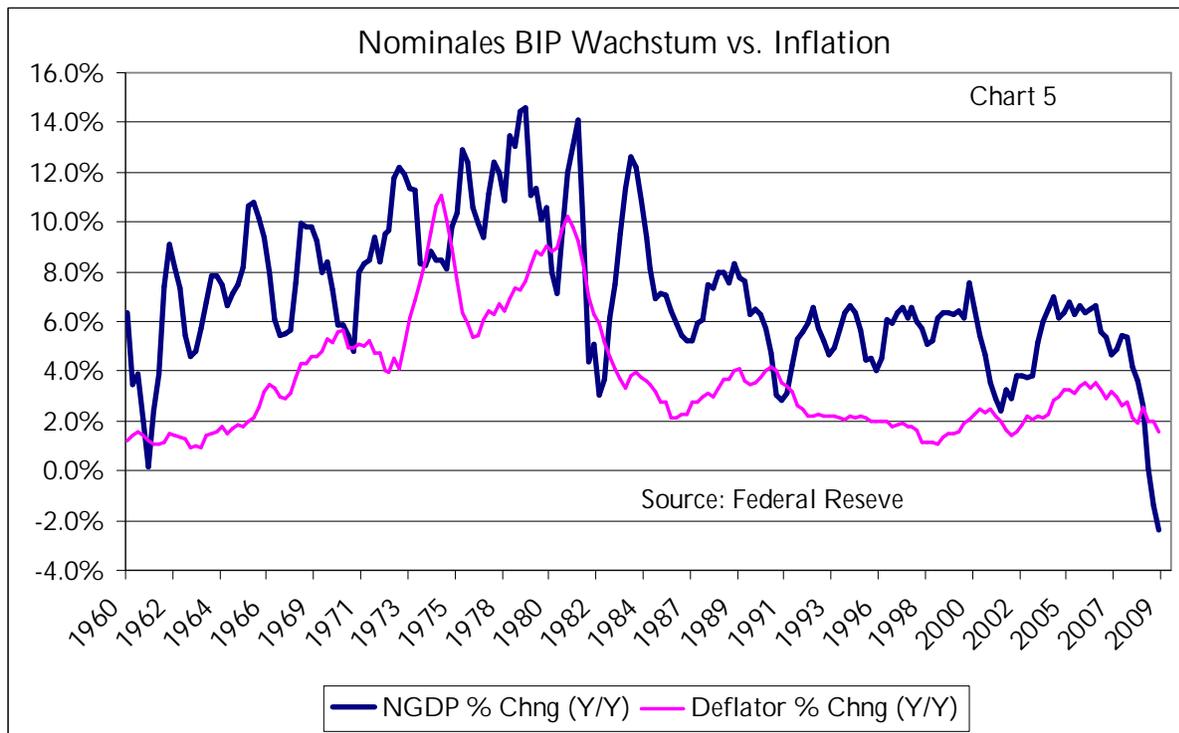


Der starke Rückgang der Lagerbestände sowie die sich verbessernden Auftragseingänge führen sehr wahrscheinlich zu einem stärkeren realen Wachstum als allgemein von den Volkswirten erwartet. Jeder Wirtschaftszyklus zeichnet sich durch Richtungsänderungen aus und die Intensität der Gegenbewegungen ist häufig geprägt von den Entscheidungen der Firmen während der Zeit des Abschwungs. Wie bereits angesprochen, weisen Unternehmen heute sehr abgespeckte Lagerbestände und Beschäftigungszahlen auf. Daher sollte die Gegenbewegung stärker ausfallen als erwartet wenn Firmen auf das verbesserte Wirtschaftsumfeld reagieren. In Graphik 3 sehen wir, dass der ISM Manufacturers New Orders Index (Index der U.S. Auftragseingänge) bereits die Talsohle durchschritten hat und stark steigt. Graphik 4 erklärt, warum ein starker Aufschwung der Industrieproduktion näher rückt. Die blaue Linie beschreibt das Verhältnis von Neuaufträgen zu Lagerbeständen. Wenn Neuaufträge schneller wachsen als die Lagerbestände, dann steigt die blaue Linie. Die rote Linie zeigt die Industrieproduktion im Jahresvergleich. Wie Sie sehen, ist die blaue Linie bereits stark angestiegen, während die Produktion (rote Linie) noch aufholen muss. Volkswirte (und Analysten) sehen sich dem Verdacht ausgesetzt, dass sie den Schwankungen zwischen Überschwänglichkeit und Hoffnungslosigkeit genauso ausgesetzt sind, wie die meisten Investoren und Normalbürger. Der wirtschaftliche Abschwung in 2008 und 2009 hat viele Volkswirte überrascht. Viele Schätzungen mussten nach unten korrigiert werden. Wir glauben, dass sich dieser Trend nun umkehrt und Schätzungen nach oben korrigiert werden.



Reales Wirtschaftswachstum kommt – aber nicht Inflation. Die Fed hat die Finanzkrise mit aggressiven Maßnahmen bekämpft. Die Kurzfristzinsen liegen bei knapp über null Prozent. Zusätzlich kauft die Fed aktiv hypothekarisch gesicherte Wertpapiere, Geldmarktpapiere, amerikanische Staatsanleihen und andere Wertpapiere was zusätzlich zur Erhöhung der Liquidität im gesamten System führte. Diese Anstrengungen spiegeln sich in den Daten zur Geldmenge wieder: M1, mehrheitlich Bargeld und Sichtguthaben, erhöhte sich im August im Jahresvergleich um 18,5%; M2, welches die Spareinlagen und Festgelder hinzunimmt, stieg um 7,8%. Wie bereits in früheren Berichten ausführlich diskutiert, führt eine Erhöhung der Geldmenge nicht automatisch zu Inflation. Die Menschen haben das Geld gehortet, statt es auszugeben, um ihre

Schulden unter Kontrolle zu bekommen. Geld muss ausgegeben werden um inflationär zu wirken und selbst dann braucht es eine gewisse Zeit bis es zu einer Inflation kommt (normalerweise mit einer Zeitverzögerung von etwa zwei Jahren). Um diesen Punkt zu verdeutlichen betrachten Sie in Graphik 5 den Zusammenhang zwischen nominalem Wirtschaftswachstum und Inflation. Als das Wachstum sich in den 70er Jahren beschleunigte, stieg die Inflation erst zeitlich verzögert an. Als das Wachstum nominal dann in den 80er Jahren sank, sank die Inflation erst mit einer zeitlichen Verzögerung. Im letzten Quartal reduzierten sich die nominalen Ausgaben um annualisierte 2,4%! Daher sollte sich wegen des Mangels an Ausgaben die Inflation weiter abschwächen.

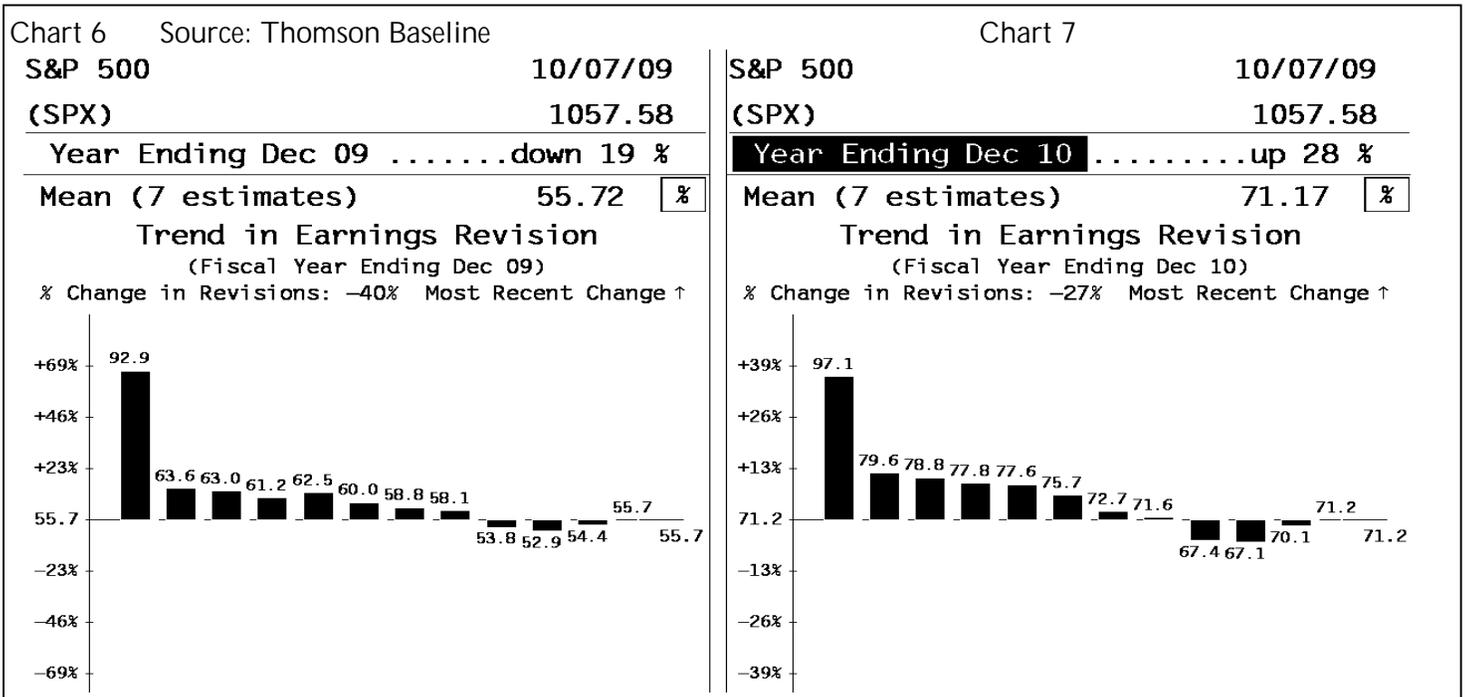


Zu beachten ist: Geldpolitische Steuerung beeinflusst die Realwirtschaft relativ schnell, die Inflation allerdings erst mit einer längeren zeitlichen Verzögerung. Das Wachstum der Geldmenge und eine erhöhte Risikotoleranz führen nun zu höheren Ausgaben; dies spiegelt sich in einem positiven Wachstum des BIP wieder. Sobald Geld ausgegeben wird, steigt erst einmal das reale Wirtschaftswachstum. Dies zeigt sich in der Erhöhung der Auftragsengänge (Graphiken 3 & 4). Produktionskapazitäten werden wieder verstärkt genutzt, Arbeitsplätze werden wieder geschaffen. In ein paar Jahren kann Inflation zu einem Problem werden; ABER NUR DANN, wenn die Ausgaben nachhaltig und kräftig wachsen.

Der Euro nähert sich \$1.50. Die Entwicklung der Devisenmärkte impliziert, dass entweder die USA einer Inflation, oder Europa weiterer Abschwächung und Deflation ausgesetzt ist. Der fundamentale Wert einer Währung ist deren Kaufkraftparität. Mit einem Euro kann man zurzeit einen Warenkorb kaufen, welcher in den USA ungefähr \$1.17 kostet. Diese Gleichung (1 Euro = \$1.17) nennt man auch Kaufkraftparität. In den Devisenmärkten wird der Euro zu fast \$1.50 gehandelt und ist damit gemessen an der Kaufkraftparität deutlich überbewertet. Demzufolge gibt es zwei plausible Möglichkeiten: Entweder wird der Dollarpreis in den kommenden Jahren steigen, oder die Kaufkraft des Dollars wird sich relativ zum Euro signifikant abschwächen. Wie

oben bereits diskutiert, sollte der Rückgang der nominalen Ausgaben in den USA die Inflation erst einmal sehr niedrig halten; eventuell kommt es sogar zu Null Inflation. Wenn wir also annehmen, dass die relative Kaufkraft des Dollars sinken wird, dann ist die logische Konsequenz, dass die Kaufkraft des Euros steigen wird (d.h. Deflation im Euroraum). Eine mögliche Konsequenz daraus ist, dass die EZB dazu gezwungen sein wird, mit stimulierenden Maßnahmen das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Dies sollte den Aufwärtstrend des Euros bremsen.

Was wir von der volkswirtschaftlichen Entwicklung in den nächsten zwölf Monate erwarten – zunehmendes reales Wachstum und niedrige Inflation – ist ideal für den Aktienmarkt. Inflation hat negative Auswirkungen auf festverzinsliche Wertpapiere, aber auch auf Aktien, allerdings in einem geringeren Masse. Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGVs) steigen in Zeiten niedriger Inflation und sinken in Zeiten steigender Inflation. Die Inflationsrate liegt momentan bei unter 2% und sinkt weiter; deshalb sollten die Aktienbewertungen hoch bleiben. Im folgenden Jahr sollte deshalb der erwartete Anstieg der Unternehmensgewinne ein wichtiger Einflussfaktor für höhere Aktienpreise sein. Im letzten Jahr waren Volkswirte mit ihren Schätzungen des Wirtschaftswachstums zu optimistisch. Dies galt auch für die Analysten-Schätzungen der Unternehmensgewinne. Schätzungen mussten nach unten korrigiert werden. Die Graphiken 6 & 7 zeigen diese Veränderung der Expertenschätzungen für die Gewinnentwicklung des S&P500. Die Grafiken machen deutlich, dass der Markt den Boden erreicht hat und dass wieder von einer Steigerung der Unternehmensgewinne ausgegangen wird. Betrachten Sie zum Beispiel Graphik 6: Schätzungen der S&P500 Unternehmensgewinne im Jahr 2009 lagen im November 2008 bei \$92,90 und wurden im August auf das Tief von \$52,90 nach unten korrigiert. Seit August 2009 stiegen die Schätzungen auf den heutigen Wert von \$55,70. Graphik 7 zeigt die Schätzungen für das Jahr 2010. Im November 2008 lagen diese bei \$97,10; heute noch bei einem Wert von \$71,20. Während die Analysten im Jahr 2008 zu optimistisch waren, erscheint es, als wären sie nun zu pessimistisch. Unsere Schätzungen für 2009 respektive 2010 sind \$65,00 und \$83,00.



Festverzinsliche Anlagen sollten auf eine Zeit relativ niedrigerer Erträge zusteuern, während Aktien zu Stärke zurück finden. Die Verzinsung von U.S. Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit hoher Bonität ist den historischen Tiefs sehr nahe. Obwohl wir davon ausgehen, dass die Inflation im nächsten Jahr niedrig ist, ist es unwahrscheinlich, dass die Zinsen weiter sinken oder das aktuelle Zinsniveau erhalten bleibt. In den letzten 25 Jahren ist die Verzinsung von U.S. Staatsanleihen stetig gesunken. Ein Anstieg der Zinsen im Zusammenhang mit der Erholung der Wirtschaft wird erwartet. Zusätzlich sollte die Fed aufgrund ihrer expansiven Geldpolitik und der Schwäche des Dollars im Laufe des nächsten Jahres die Kurzfristzinsen erhöhen.

Trotz der erwarteten niedrigen Inflation sind wir bezüglich der Preisentwicklung des Goldes optimistisch. Im Unterschied zu anderen Zyklen der letzten 50 Jahre wurde dieser Abschwung durch den gleichzeitigen Verfall der Preise von Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten getrieben. Einen ähnlichen Abschwung gab es zuletzt in den 30er Jahren. Dieser wurde von dem bekannten Volkswirt Irving Fisher wie folgt beschrieben:

“...at some point of time, a state of over-indebtedness exists; this will tend to lead to liquidation, through the alarm either of debtors or creditors or both. Debt liquidation leads to distress selling and to contraction of deposit currency as banks loans are paid off, and to a slowing down of velocity of circulation. This contraction of deposits and of their velocity, precipitated by distress selling, causes a fall in the level of prices, a still greater fall in the net worth of business...”

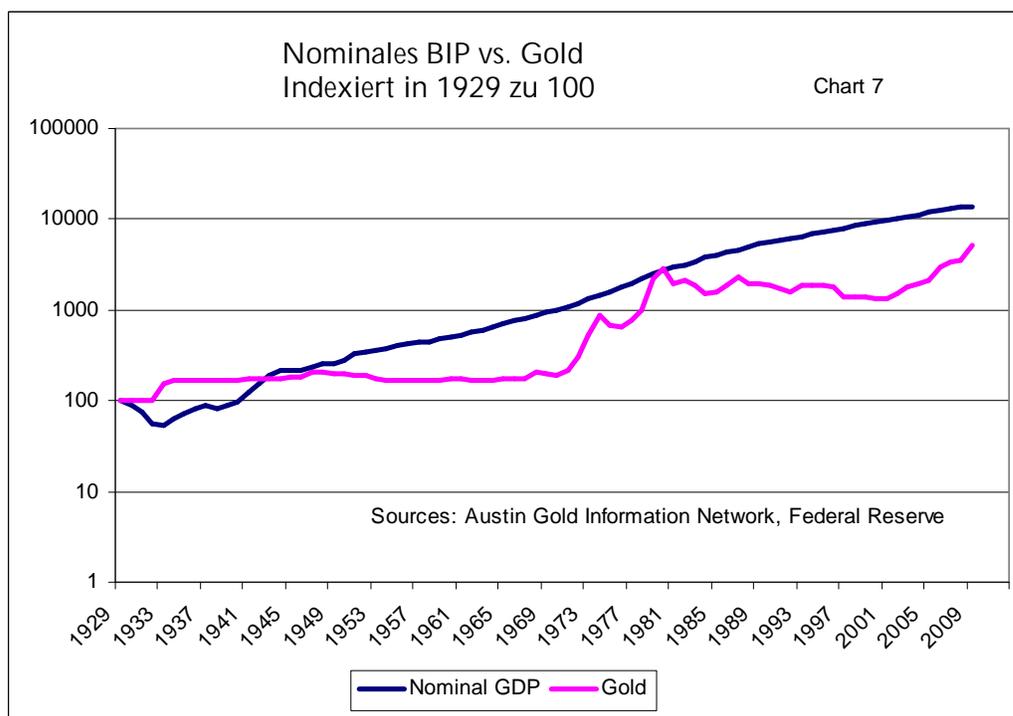
[Originalzitat]

...ein Zustand der Überschuldung kann existieren; alarmierte Gläubiger und/oder Schuldner werden dann tendenziell verkaufen. Schuldentilgung führt zu Notverkäufen, einer Verringerung des Buchgeldes im Zuge der Tilgung von Bankkrediten und einer reduzierten Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. All dies führt zu einer Verringerung des Preisniveaus und eines noch größeren Verfalls von Unternehmenswerten...

[Freie Übersetzung]

Die von Fisher erwähnte Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit spiegelt das in Zeiten eines solchen Abschwungs gesteigerte Verlangen nach Liquidität und die Tendenz der Menschen, Geld zu horten, wieder. Im Gegensatz zu den 30er Jahren erhöht die Fed nun die Geldmenge in ausreichender Weise, um das gesteigerte Verlangen nach Dollar Liquidität zu befriedigen. Allerdings kann die Fed das weltweite Angebot an Gold nicht vergrößern! Deshalb führt die Erhöhung der Dollar Geldmenge bei gleichbleibender Angebotsmenge an Gold zu einer Abwertung des Dollars gegenüber dem Gold. Mit anderen Worten, der Goldpreis steigt. Heißt das auch, dass der Anstieg der Geldmenge eine Dollarinflation im Sinne steigender Konsumentenpreise verursacht? Dem ist nicht so, wenn der Anstieg der Geldmenge auf die erhöhte Nachfrage nach Liquidität zurück zu führen ist und das Geld mehrheitlich gehortet wird. Solange die nominalen Ausgaben niedrig bleiben, was zurzeit der Fall ist, bleibt auch die Inflation niedrig. Gibt es Beweise, dass dieses Phänomen nicht nur ein Hirngespinnst ist? Ja. In den 30er Jahren band die Fed den Dollar an den Goldpreis. Trotz der Erhöhung dieser Parität um 69% zu Gunsten des Goldpreises, fielen die Konsumentenpreise in den Jahren 1930 bis 1940 um 18,7%.

Im Gegensatz zur allgemeinen Überzeugung gibt es nur einen geringen Zusammenhang zwischen der Veränderung des Goldpreises und der Veränderung des Preisniveaus (Inflation). Ein Beispiel: Zwischen 1980 und 2000 stieg das Konsumentenpreisniveau in den USA um 124%. Während der gleichen Zeit fiel der Goldpreis um mehr als 50%. Goldpreis und Inflation bewegen sich auch über längere Zeiträume in unterschiedliche Richtungen, genau wie die Nachfrage sich über längere Zeiträume erhöht oder verringert. Aus einer theoretischen Sicht sollte der Goldpreis eher durch den Anstieg der nominalen Einkommen und Ausgaben steigen, statt durch die Inflation. Man kann sich sehr gut vorstellen, dass die Nachfrage nach Gold in Indien und China viel eher mit dem Einkommen steigt als mit der Inflation. Wenn das Einkommen der Menschen steigt – selbst bei einer Inflation von Null – geben Sie mehr Geld für Gold aus (Schmuck, Wertanlagen). Schauen wir uns Graphik 7 an, welcher eine logarithmische Skala zugrunde liegt. In dieser Graphik wurden sowohl das nominale U.S. BIP als auch der Preis des Goldes abgebildet. Die Beziehung zwischen der Entwicklung des Goldpreises und des Einkommens ist offensichtlich sehr lose. Gesetzt den Fall, dass die Preise für Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten weiter fallen und die Nachfrage nach Geld und Gold weiter steigt, ist es theoretisch möglich, dass der Goldpreis steigt und sich dem Indexniveau des nominalen BIPs annähert (Eine ähnliche Bewegung gab es in den 80er Jahren). Um das Niveau des nominalen BIP zu erreichen, müsste der Goldpreis auf ca. \$3,000 pro Unze steigen. Momentan liegt er bei ungefähr \$1,000 pro Unze. (Bedenken Sie, dass diese Graphik wegen des langen Zeitrahmens logarithmisch erstellt wurde. Die Abstände zwischen den Kurven erscheinen daher kleiner als sie in Wirklichkeit sind).



Obwohl wir uns in „unbekannten Gewässern“ befinden, verfügen wir über analytische Werkzeuge, die den richtigen Weg weisen. Wie bereits erwähnt, scheint der Rückgang der Geschäftstätigkeit nun zu seinem Ende zu kommen. Dieser Rückgang war durch eine gleichzeitige Reduktion der Preise für Vermögensgegenstände und Schulden gekennzeichnet, eine Parallele zu den 30er Jahren. Grundsätzlich gibt es aber einige Gründe, die diesen Zyklus von dem der 30er

Jahre unterscheidet. Das Horrorszenario der 30er Jahre, der Kollaps des Bankensystems durch sogenannte „Bank Runs“, Bankschließungen und Liquiditätsmangel konnte dieses Mal durch die staatliche Einlagensicherung verhindert werden. Zusätzlich hat die Fed ihre Bilanz sehr stark erweitert um den Verfall von Privatschulden auszugleichen und um Liquidität zur Verfügung zu stellen, welche von den nun risikoaversen Menschen nachgefragt wird. Jede Krise bürgt auch Chancen. Wir schätzen, dass dieser zweite große Einbruch der Aktienpreise in diesem Jahrzehnt die Tiefstände für diese Generation gebildet haben sollte. Preisschwankungen bestehen weiterhin und es werden Korrekturen folgen. Auf jeden Fall hat die Fed ihre Lektion aus den 30er Jahren gelernt und die Krise richtig gehandhabt. Aus unserer Sicht ist die momentane Richtung die des wiederkehrenden Wachstums, der steigenden Profitabilität der Unternehmen und der höheren Aktienpreise.

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.