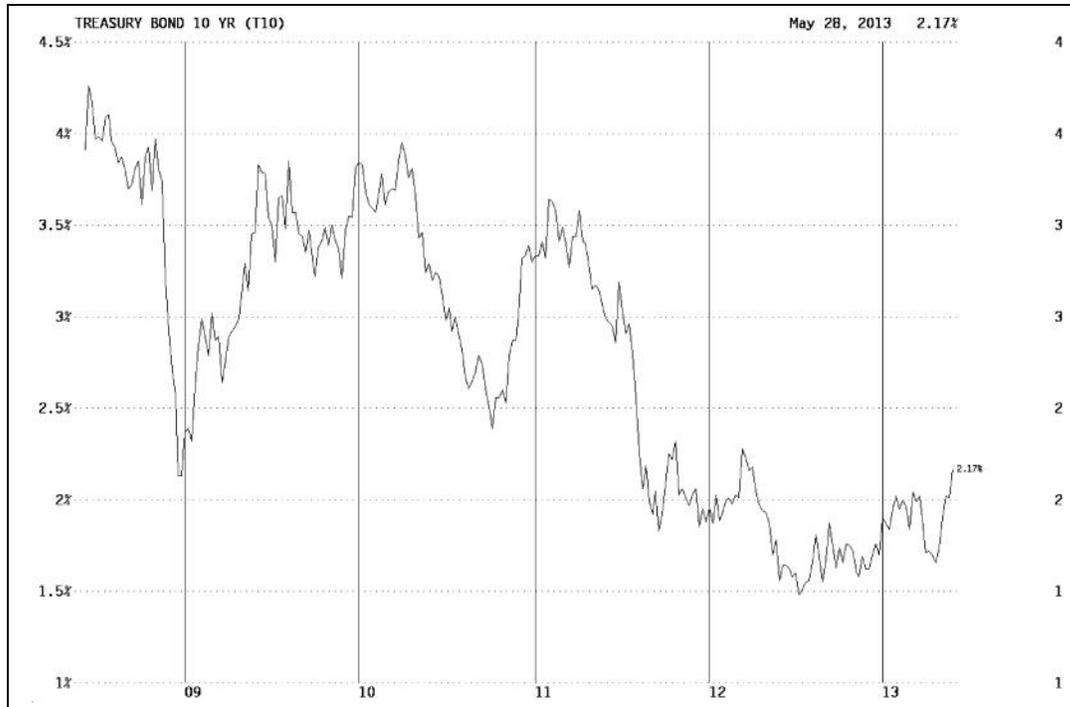


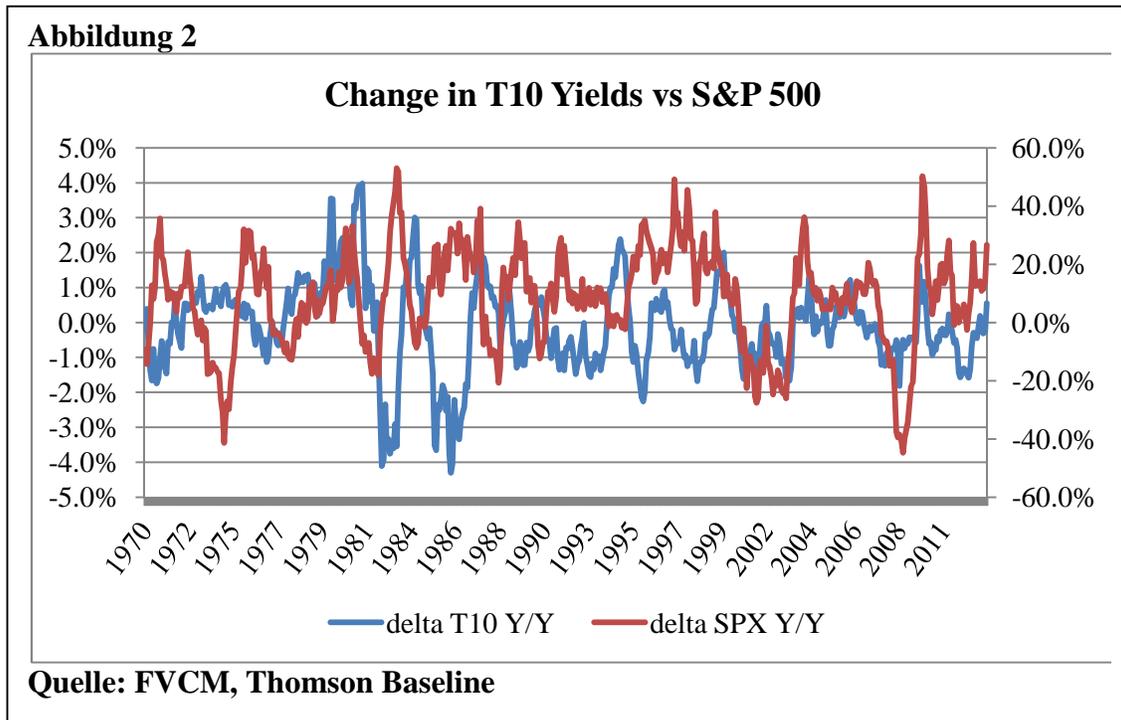
Von H. Terrence Riley III, CFA
30. Mai 2013

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



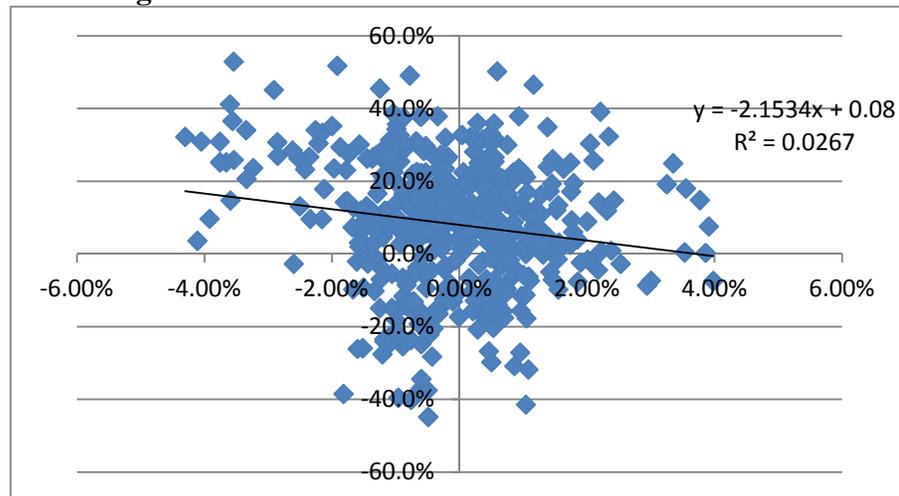
An nur einem Tag, dem 28. Mai, stieg die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen um 16 Basispunkte von 2,01% auf 2,17% an. Damit kam auch bei vielen Anlegern die Angst auf, dass steigende Zinsen der Aktienperformance schaden würden. Wir denken nicht, dass dies der Fall sein wird. Wir denken jedoch, dass Anleihen-Anleger ihre Strategien nochmals überdenken sollten. Der aktuelle Anstieg der Renditen wird mit zwei Aspekten verbunden. Die Daten zur US-Wirtschaft zeigen eine positive Entwicklung und es gibt einige neue Schätzungen, dass das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte etwa 3% annualisiert betragen könnte. Der Konsens der Mitglieder der Federal Reserve deutet darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum stärker als allgemein erwartet sein wird und die Fed die quantitative Lockerung in der zweiten Jahreshälfte reduzieren müsste. Sollte dies tatsächlich der Fall sein, ist für die Anleihe-Investoren mit langlaufenden Bonds das Risiko Kursverluste im Depot einzufahren, hoch. Langfristige Anleiherenditen befinden sich seit 30 Jahren im fallenden Trend; haben aber vor kurzem Anzeichen der Bodenbildung gezeigt. Es sieht für uns zumindest danach aus, als ob die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen in naher Zukunft auf etwa 2,3% steigen wird, und in den nächsten

Monaten sogar bis auf mindestens 3% ansteigen kann. Höhere Renditen bedeuten, dass Anleihe-Investoren sinkende Kurse in ihren Anleihe-Portfolios erleben werden. Aktienanleger, wie wir später besprechen werden, sollten aber nicht allzu besorgt sein. In der Tat erwarten wir sogar Kapitalflüsse aus Anleihen in die Aktien. Dies sollte die US-Börsenindizes in diesem Jahr weiter nach oben treiben.



Wir sahen uns die Veränderungen bei den 10-jährigen Treasury-Renditen gegenüber der prozentualen Veränderung des S&P 500 seit Ende 1969 an und stellten fest, dass die Beziehung sehr schwach ist. Wie in Abbildung 2 zu sehen ist, gab es viele Zeiten, in denen die Bond-Renditen (blaue Linie, linke Skala) zugleich mit dem S&P 500 (rote Linie, rechte Skala) anstiegen. Es gab auch viele Zeiten, in denen sie sich in entgegengesetzte Richtungen bewegten. Das Fehlen eines deutlichen Zusammenhangs zwischen Anleiherenditen (X, die unabhängige Variable) und der jährlichen prozentualen Veränderung des S&P 500 (Y, abhängig) ist am deutlichsten in Abbildung 3 zu sehen. **Die Daten sehen aus wie ein unförmiger Klecks!** Zwar ist jeder einprozentige Anstieg der Anleiherenditen mit einem 2,15% Rückgang der Aktienkurse verbunden, aber die Beziehung ist außerordentlich schwach. Die Anleiherenditen erklären nur 2,67% der Veränderung der Aktienkurse. Unter dem Strich gilt, dass es, selbst wenn die Renditen in den kommenden Monaten steigen werden, wie es momentan der Fall zu sein scheint, für Aktienanleger keine unmittelbaren Bedenken gibt.

Abbildung 3



Quelle: FVCM, Thomson Baseline

Wir erwarten aktuell für den Rest des Jahres weiterhin eine positive Aktienperformance. Wir halten zwei Szenarien für sehr wahrscheinlich:

1) Sollte das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte höher als der aktuelle Konsens von etwa 2,0% bis 2,5% ausfallen, sollten Aktien profitieren, weil dies eine besser als erwartete Ertragsentwicklung bei den Unternehmen impliziert. Wie wir in früheren Berichten erläutert haben, erreicht der S&P 500 nach unserem Bewertungsmodell den fairen Marktwert erst bei etwa 1900 (rund 15% über dem aktuellen Marktniveau). Beachten Sie bitte, dass der faire Marktwert durch die steigende Ertragskraft der Unternehmen (geglättet für den Konjunkturzyklus) im Laufe der Zeit auch nach oben steigt. Außerdem überschießen Aktienkurse i.d.R. während einer Hausse den fairen Marktwert bei weitem, bevor ihnen die Luft ausgeht. Diese Aufwärtsbewegung könnte den S&P 500 Stand von 2000 leicht überschreiten, bevor eine deutliche Korrektur erfolgt. Und, wie wir hier kurz versucht haben zu argumentieren, wird ein Anstieg der Anleiherenditen keine wesentlichen Auswirkungen auf die Kursentwicklung haben. In der Tat können wir uns vorstellen, dass, wenn Anleihe-Investoren ihre monatlichen Depotauszüge öffnen und Kursverluste sehen, sie zu dem Entschluss kommen, dass es Zeit ist, mehr Kapital aus Anleihen in Aktien zu verlagern, was wiederum die Aktienkurse nach oben treiben würde.

2) Sollte das Wirtschaftswachstum nur den derzeitigen Erwartungen von 2,0% bis 2,5% oder sogar einem niedrigeren Wert entsprechen, würden sich die Ängste über das vorzeitige Ende der QE3 wahrscheinlich verflüchtigen bzw. als falsch erweisen. Denken Sie bitte daran, dass das von der Fed bevorzugte Maß für die Inflation, der Kerndeflator des privaten Verbrauchs (PCE-Kerndeflator), sich per Ende März nur um 1,0% gegenüber dem Vorjahr erhöhte. Somit liegt er deutlich unter dem Schwellwert von 2,0%, welchen die Fed für akzeptabel hält. Darüber hinaus, liegt die Arbeitslosigkeit noch bei 7,5%, was etwa ein Prozentpunkt über dem gewünschten Zielwert der Fed liegt. Damit sehen wir in diesem Szenario ein niedriges Risiko, dass sich in der nächsten Zeit die Geldpolitik zum Gegenwind für den Aktienmarkt entwickeln wird.

Die größte zukünftige Gefahr für den Aktienmarkt stellen nicht die Zinsen, sondern die Inflation dar. Die Inflation ist aber momentan sehr niedrig. Es braucht wahrscheinlich noch viele Quartale, wenn nicht Jahre, von höheren nominalen Ausgaben bis die Inflation sich beschleunigt. Deshalb befindet sich der Aktienmarkt in einer optimalen Position. Die Gewinne sollten steigen, auch wenn die Wachstumsrate nicht beeindruckend ist. Und die Bewertungen sind aufgrund des bescheidenen Niveaus der Inflation immer noch niedrig. Wir denken, dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse zusätzlichen Spielraum für eine Steigerung haben. Man sollte aber nicht vergessen, dass irgendwann in der Zukunft die Ausgaben anfangen werden zu steigen und nach einiger Zeit dann die Inflation nach oben treiben. Das wird die Fed dazu veranlassen, die Geldpolitik zu straffen, was wiederum die Zinsen in die Höhe treiben wird. Wenn dieser Zeitpunkt kommt, was wahrscheinlich noch ein paar Jahre nicht der Fall sein dürfte, werden wir unser Engagement in Aktien reduzieren.

Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Kurs- und Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanzinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt.

Da dieser Report ohne Gewähr ist und es sich um eine Momentaufnahme handelt, stellt dieser keine Anlageberatung dar. Investoren müssen selbst entscheiden, ob eine Anlage in den erwähnten Finanzinstrumenten aufgrund der involvierten Chancen und Risiken für sie sinnvoll ist. Anleger sollten ebenfalls ihre eigene Anlagestrategie, die finanzielle, rechtliche und steuerliche Situation mitberücksichtigen. Investoren werden aufgefordert, ihren Anlageberater für eine individuelle Beratung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der U.S.-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die signifikanten Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt.

F&V Capital Management, LLC oder einer ihrer Geschäftsführer, Partner oder Angestellten können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen.