

Liebe Kunden und Freunde der WerteFinder,

nach dem Erreichen historischer Höchststände beim S&P und DAX vor wenigen Tagen ist es nur natürlich, wenn wir darauf angesprochen werden, ob die Aktienmärkte noch weiteres Potential haben oder man eher Gewinne mitnehmen sollte. Die Indexstände allein sind wenig aussagekräftig, so dass wir sie nicht zum Anlass nehmen unsere Anlagestrategie zu überdenken. Ausschlaggebend sind allein die Bewertungen der Einzelwerte, die sich hinter diesen Indexständen verstecken und auf dieser Basis sind die globalen Aktienmärkte nicht zu hoch bewertet. Wir hatten bereits in unseren vorherigen Berichten darauf hingewiesen, dass sich die Aktienmärkte relativ parallel zu den Unternehmensergebnissen entwickelt hatten. Wie aber lassen sich die guten Unternehmensergebnisse erklären? Denn vor dem Hintergrund der schlechten Wirtschaftslage in Europa hätte man eher eine negative Gewinndynamik erwartet. In der Tat hat die Rezession in vielen Ländern Europas Spuren in den Finanzausweisen vieler dort engagierter Firmen hinterlassen. Entscheidend für eine dennoch gute Entwicklung ist die globale Aufstellung vieler Firmen, die von den hohen Wachstumsraten in den Schwellenländern sowie den USA und natürlich auch Deutschland profitieren.

Die hohen Wachstumsraten in den Schwellenländern waren für die gute Aktienkursentwicklung zwar notwendig, aber keineswegs hinreichend. Vielmehr bedurfte es noch weiterer Faktoren zur Unterstützung der Aktienmarktrally:

- der Erholung der amerikanischen Wirtschaft
- der reichlichen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken
- der Ankündigung der EZB zu "unbegrenzten" Aufkäufen von Staatsanleihen finanzschwacher europäischer Staaten (obwohl diese Ankündigung bereits im Sommer 2012 erfolgte wirken die Effekte bis heute nach)
- die Ankündigung einer weiteren monetären Lockerung in Japan

Wir glauben, dass die Notwendigkeit der Sanierung der Staatshaushalte auch in der absehbaren Zukunft ultra-niedrige Zinsen erfordert. Eine wichtige Triebfeder für die Aktienmärkte sollte daher zunächst erhalten bleiben. Positiv bemerken wir, dass insbesondere viele kleine und mittlere Unternehmen über sehr starke Positionen in ihren jeweiligen Produkten verfügen und selbst in Krisenregionen ihre Produkte absetzen können.

In der Auswahl dieser attraktiven Unternehmen, der Auswahl der Branchen mit nachhaltigem Wachstum und dem Erkennen neuer Trends liegt unsere Kernkompetenz.

Ihre

Willi Ufer und Jürgen Brückner

Europa

Bei nüchterner Betrachtung der Reformanstrengungen in den grossen europäischen Volkswirtschaften erscheint der Eindruck, dass der Elan deutlich abgenommen hat. In Frankreich und in Spanien ist vor dem Hintergrund der hohen Jugendarbeitslosigkeit offenbar der Widerstand für nachhaltige Arbeitsmarkt- und Sozialreformen zu hoch. In Italien mangelte es an einer stabilen Regierung und in Portugal wurden Reformen durch das oberste Gericht abgewendet.

Unbestritten ist, dass Spanien sowohl bei der Verringerung der Lohnstückkosten als auch bei der Verbesserung der Leistungsbilanz Erfolge verzeichnen kann. Unbestritten ist aber auch, dass die Preise (nicht nur die Immobilienpreise) im Land vielfach zu hoch sind und Exporterfolge sich nicht in einem Anstieg der Beschäftigten niederschlagen. Unbestritten ist auch, dass sich das Haushaltsdefizit zwar langsam verbessert, aber dass die Schuldenquote auch bei einer Verbesserung weiter ansteigt. Damit reduzieren sich die Handlungsmöglichkeiten. Dem Land steht noch ein langer Reformprozess bevor. Davon zeugt auch die stark rückläufige Kreditvergabe an Unternehmen (s. nachstehende Grafik). Ohne eine Wiederaufnahme der Kredite ist trotz verbesserter Exporte eine Erholung der Wirtschaft schwer denkbar.

Während sich in Spanien die Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der gesunkenen Lohnstückkosten langsam verbessert ist eine solche Entwicklung in Frankreich nicht zu erkennen. Strukturell leidet Frankreich auch darunter, dass sein Automobilssektor falsch aufgestellt ist und das Land daher im Gegensatz zu Deutschland nicht von den Exportchancen in den Schwellenländern profitiert. Die gelegentlichen „Angriffe“ auf deutsches Sparverhalten dokumentieren nur das Unvermögen und den Unwillen zu nachhaltiger Reformen der verkrusteten Strukturen im eigenen Land.

In Deutschland ist die Schwäche der Nachbarländer bei Firmen mit einem grösseren Engagement in Südeuropa

bereits spürbar. Insgesamt profitieren deutsche Firmen jedoch nicht nur vom Wachstum der Schwellenländer, sondern auch von dem Anstieg der Beschäftigtenzahl, den niedrigen Zinsen sowie den positiven Lohnabschlüssen (positiv ist hier in doppelter Bedeutung zu verstehen, als Kostenfaktor und als Nachfragefaktor). Das positive Konsumverhalten in Deutschland erklärt auch entscheidend den zwar nur geringen, aber dennoch leichten Anstieg des Sozialproduktes im ersten Quartal 2013.

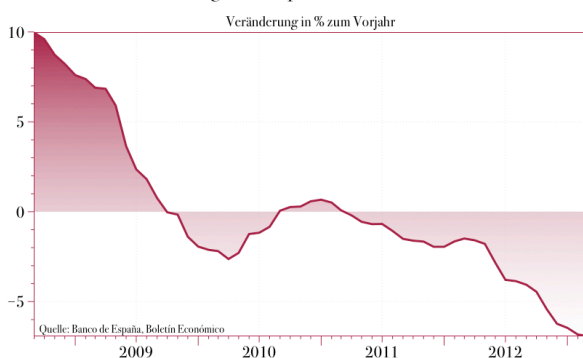
Auch wenn das Land nicht in Gänze zu Europa gehört, wollen wir unter dieser Überschrift kurz auf Russland eingehen. Anfang April 2013 wurde bekannt, dass die Regierung statt 3,6 % nur noch ein Wachstum von 2,4 % erwartet (in Q1 2013 nur 1,1 %). Bei Fortsetzung dieses Trends besteht die Gefahr, dass wir in Zukunft statt von den BRIC-Staaten von den BIC-Staaten sprechen werden. In den deutschen Medien ging diese Nachricht unter, obwohl das Land und die Region gerade für Deutschland von grosser Bedeutung ist. Deutschland wird auch indirekt von dieser Entwicklung getroffen, da unter dem schwachen Wachstum in Russland vor allem die osteuropäischen Länder leiden werden, die wiederum auch als Absatzmärkte für Deutschland von Bedeutung sind.

USA

Durch den anhaltenden Aufschwung auf dem Immobilienmarkt steht die amerikanische Wirtschaft seit einigen Monaten auf einem solideren Fundament. Die sowohl im Automobilssektor als auch Immobilienmarkt spürbare Verbesserung äussert sich ebenfalls bereits seit einigen Monaten in einem Anstieg der Konsumentenkredite sowie zuletzt auch in einer deutlicheren Erhöhung der Beschäftigtenzahlen.

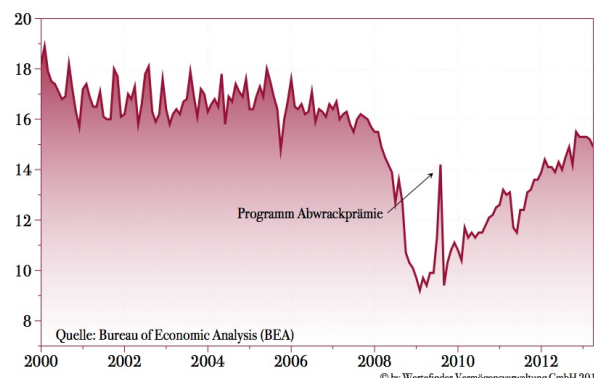
Wir hatten bereits frühzeitig darauf hingewiesen, dass die positive Entwicklung in diesen beiden Sektoren nicht nur durch die niedrigen Zinsen angetrieben wird, sondern auch durch die positive demographische Entwicklung in den USA. Im Automobilssektor gab es

Kreditvergabe in Spanien an Unternehmen



© by Wertefinder Vermögensverwaltung GmbH 2013

Automobilverkäufe USA

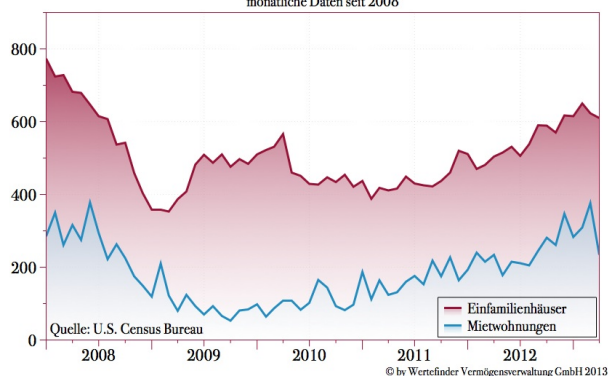


© by Wertefinder Vermögensverwaltung GmbH 2012

zuletzt eine kleine Wachstumsdelle, die aber nur temporär sein sollte, da aufgrund des hohen Durchschnittsalters der privaten PKW ein hoher Nachholbedarf besteht.

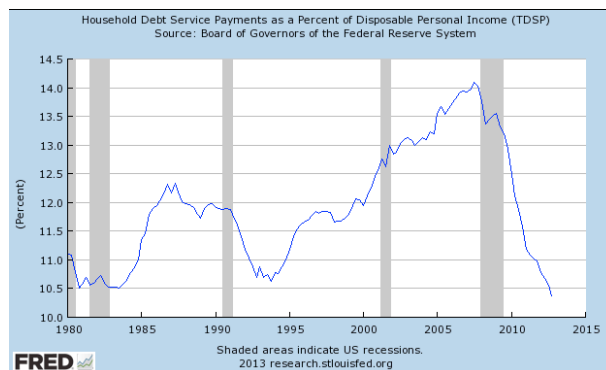
Nach Angaben der International Energy Agency (IEA) vorige Woche könnten die USA bereits 2020 als grösster Erdölproduzent Saudi Arabien überholen. Die Erfolge dieser aus dem Fracking-Verfahren erfolgten Produktion sind nach Angaben der IEA möglicherweise nur temporär, sie dürften aber für die wirtschaftliche Entwicklung der USA eine grosse Bedeutung haben. Vor dem Hintergrund der positiven wirtschaftlichen Perspektiven sollten auch die Haushaltsprobleme der USA nicht dramatisiert werden. Zwei bedeutende Agenturen in den USA, das Office of Management and Budget (OMB) und das Congressional Budget Office (CBO), erwarten in 2022 eine Stabilisierung der Schuldenquote bei 75 % des Sozialprodukts. Zur Erreichung dieses Ziels ist wie auch in vielen europäischen Ländern ein entsprechend hoher Primärsaldo erforderlich. Die Umsetzung dieser Ziele erfordert naturgemäss grosse Kraftanstrengungen, sie sollten aber aufgrund der verbesserten Wirtschaftsdynamik machbar sein. In einer aktualisierten Prognose hat diese Woche das CBO ausserdem die Defizitangaben für 2013 deutlich verbessert und es wird statt einem Haushaltsdefizit von 6,5 % nur noch ein Defizit von 4 % erwartet.

Neubaubeginne in den USA
monatliche Daten seit 2008



In früheren Berichten hatten wir aufgezeigt, dass die verbesserte Verbraucherstimmung in den USA zu einem deutlichen Anstieg der Konsumentenkredite geführt hat, der seinerseits den Aufschwung verstärkt hat. Trotz des Anstiegs der Konsumentenkredite hat der amerikanische Verbraucher noch freien Kreditspielraum. Entscheidend für diese Einschätzung ist das Verhältnis von Ausgaben für den Schuldendienst in Relation zum verfügbaren Einkommen. Die nachstehende Grafik zeigt die Entwicklung dieser Quote im historischen Vergleich auf und macht deutlich, dass aufgrund

des historisch sehr niedrigen Niveaus die Verschuldungsbereitschaft auf hohem Niveau verharren sollte.



Trotz der insgesamt positiven Tendenzen in den USA deutet die jüngste Wachstumsdelle bei den Neubaubeginnen (wie gestern berichtet) und Automobilverkäufen darauf hin, dass die amerikanische Wirtschaft noch länger der monetären Stimuli der Notenbank bedarf. Für die Märkte sind daher schwächere Wirtschaftsdaten oft positiv.

China

Die Welt wird sich in China auf zwar noch hohe, aber tendenziell geringere Wachstumsraten einstellen müssen. Steigende Lohnkosten verbunden mit einer schnell alternden Bevölkerung wirken bremsend. Zudem strebt China eine Änderung des bisherigen „Geschäftsmodells“ eines exportgetriebenen Wachstums zu einem konsumgetriebenen Wachstum an. Premier Li Keqiang machte diese Woche ausserdem klar, dass die Regierung nicht beabsichtigt das Wachstum durch staatliche Ausgabenprogramme zu unterstützen, da diese „neue Probleme und Risiken“ hervorrufen würden.

Die Hinwendung zu geringeren Wachstumsraten sehen wir positiv, da sie (hoffentlich) dazu führen, dass die in der Vergangenheit erlebten Exzesse und Ineffizienzen vermieden werden. Der mit zweistelligen Wachstumsraten unverändert starke private Verbrauch verdeutlicht, dass in einzelnen Branchen für globale Unternehmen unverändert gute Absatzchancen bestehen.

Eine weniger dynamisch wachsende Wirtschaft in China führt zu Entspannung auf den Rohstoffmärkten und mindert den Kostendruck der Unternehmen.

Gold

Der massive Einbruch des Goldpreises erklärt sich nicht nur aus der Beruhigung der europäischen Schuldenkrise, sondern auch aus dem Wegbrechen des wichtigen Absatzmarktes in Indien. Indien leidet unter einem sehr hohen Handelsbilanzdefizit, welches zum



4

einem grossen Teil durch Goldimporte hervorgerufen wird. Die Regierung hat daher mehrmals Sonderabgaben auf die Goldeinfuhr erhoben. Zwar nahmen in China und seitens der Zentralbanken die Goldkäufe zu, sie konnten aber die fehlenden Käufe von Spekulanten und indischen Schmuckkäufern nur teilweise ersetzen. Es wäre nicht seriös zu versuchen einen Boden für den Goldpreis bestimmen zu wollen (manche Analysten sprechen bereits von USD 500), da es für Gold keine klaren Bewertungsmassstäbe gibt. Die einzig verlässliche Aussage ist ein Hinweis auf die Produktionskosten, die langfristig als Boden für den Goldpreis gelten können. Derzeit werden die durchschnittlichen Produktionskosten vielfach mit USD 1.200 angegeben. Hierbei handelt es sich offenbar um die Vollkosten, denn die variablen Kosten liegen bei den grossen Minengesellschaften niedriger (Barrick Gold berichtet für 2012 von USD 558 während AngloGoldAshanti von USD 900 berichtet). Wesentlich ist, dass die Kosten mit zweifeligen Raten wachsen (Barrick Gold erwartet z.B. bei den Vollkosten einen Anstieg von USD 913 in Q 1 2013 auf bis zu USD 1050 für Gesamt 2013) und daher in wenigen Jahren die Vollkosten das Niveau des heutigen Goldpreises erreicht haben dürften. Ein weiterer Anstieg der Kosten bei gleichzeitig sinkendem oder stagnierendem Goldpreis senkt das Goldangebot und wird auch von dieser Seite einen dauerhaften Rückgang des Goldpreises verhindern.

Fazit

Wir sehen bei Aktien noch Spielraum für weiteres Kurspotential. Unsere Einschätzung gründet sich sowohl auf die Stärke der bisherigen Schlüsselsektoren in den USA als auch auf die positiven Effekte der mit der Fracking-Technik verbundenen deutlichen Erhöhung der Ölförderung. Der private Verbrauch wird von dem freien Kreditspielraum sowie der Verbesserung des Arbeitsmarktes profitieren.

Welche Ereignisse könnten diese positive Einschätzung eintrüben? Risiken sehen wir bei einer Änderung der Geldmengenzpolitik der amerikanischen Notenbank und/oder einer Erhöhung der Margen für auf Kredite gekaufte Aktien in den USA. In den letzten Wochen hatten die Medien auf den starken Zusammenhang zwischen dem Kreditvolumen und der Aktienkursentwicklung hingewiesen. Solange die Grundtendenzen der amerikanischen Volkswirtschaft erhalten bleiben, sollte bei Eintritt dieser Risikoereignisse ein möglicher Markteinbruch begrenzt bleiben.

Die erwartete Abschwächung der hohen Wachstumsraten in China sehen wir eher als eine heilsame Entwicklung an. Wir sind daher stets überrascht, wenn die Märkte bereits auf geringste Veränderungen manchmal

geradezu panisch reagieren, denn die Abschwächung der Wachstumsraten kommt keineswegs überraschend und hat auch positive Wirkungen.

In Europa erwarten wir keine grossen marktbehebenden Veränderungen, sondern vielmehr ein Lavieren seitens EZB und der nationalen Regierungen.

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer