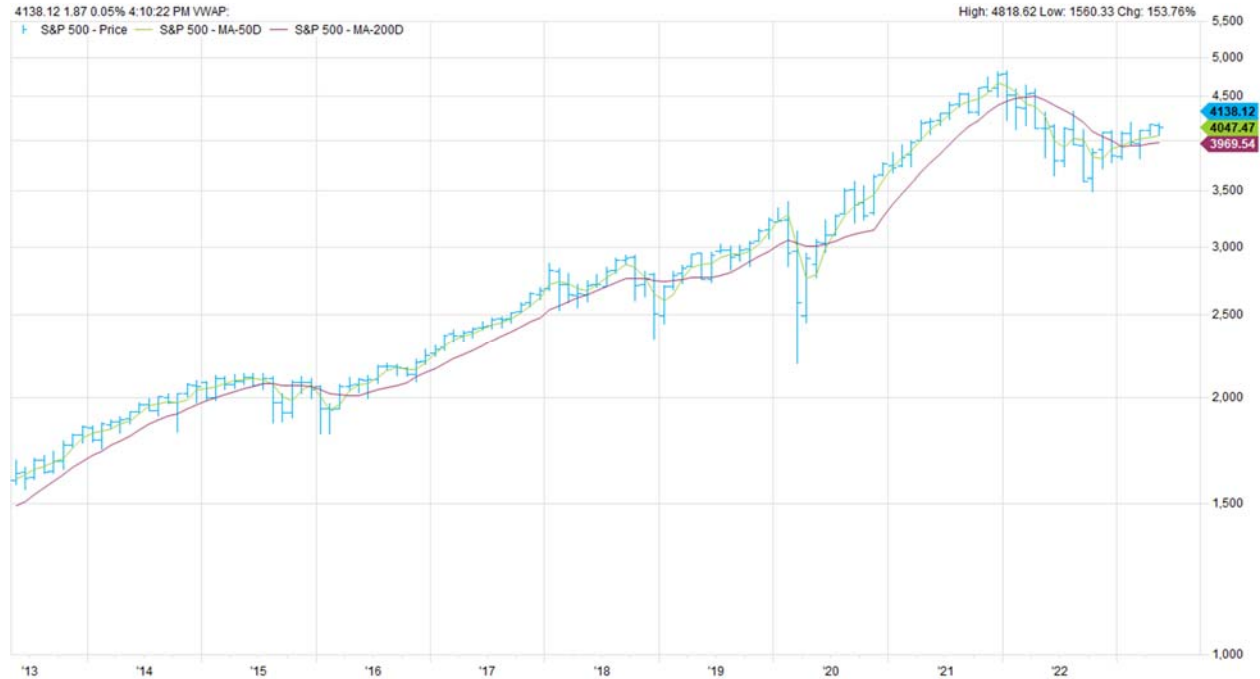


H. Terrence Riley III, CFA
8. Mai 2023

Kontakt: Karin Müller-Paris
+1-561-208-1081 kmm@fvc.com

S&P 500



Bekannte Ungewissheit: Der zyklische Tiefpunkt des S&P 500 (SPX)

Es wird immer noch weitläufig diskutiert und bleibt mit Ungewissheit verbunden, ob der S&P 500 in diesem Zyklus bereits seinen Tiefpunkt erreicht hatte oder ob eine erneute Korrektur der Aktienkurse bevorsteht. Wir denken, dass es gut sein kann, dass der Tiefpunkt schon hinter uns liegt, obwohl diese Meinung recht umstritten ist. Der S&P 500 erreichte am 3. Januar 2022 einen zyklischen Höhepunkt und schloss bei 4.797. Darauf folgte ein 25%iger Rückgang der Aktienkurse, bei dem der Index am 12. Oktober 2022 auf ein Tief von 3.577 fiel. Betrachten wir die acht Bärenmärkte seit 1972 so steht der 25%ige Rückgang der Aktienkurse im Einklang mit dem durchschnittlichen Rückgang von 30%. Viele argumentieren jedoch, dass der S&P 500 erst nach Beginn einer Rezession seinen Tiefpunkt erreichen wird und damit eine erneute Korrektur bevorsteht. Wie in Tabelle 1, die den Zeitraum seit den 1970 betrachtet, zu sehen ist, erfolgten alle Markttiefs nach Beginn einer Rezession. Es gab nur eine Ausnahme: Im März 2020 hatte der Markt sein Tief direkt zu Beginn der kurzen zweimonatigen „Covid Rezession“ erreicht.

Table 1

Recession Start	SPX Low Month	Month since Start Recession
1973.12	1974.09	9
1980.02	Market continued decline	
1981.08	1982.07	11
1990.08	1990.10	2
2001.04	2002.09	17
2008.01	2009.02	13
2020.03	2020.03	0
Averages		9

Source: Federal Reserve

Könnte es aber sein, dass eine Rezession im Gange ist und der SPX bereits die Talsohle erreicht hat? Die letzten Rezessionen haben im Durchschnitt innerhalb von 6 Monaten nachdem der S&P 500 seinen Höhepunkt erreicht hatte begonnen (siehe Tabelle unten). Der aktuelle Bärenmarkt ist aber bereits 16 Monate alt. Interessanterweise meldete S&P Global, dass die Gewinne des S&P 500 (gemessen nach konservativen allgemein anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (GAAP)) ebenfalls im vierten Quartal 2021, also auch vor 16 Monaten, ihren Höhepunkt erreicht haben. Das ist kein Zufall. Warum weisen dann die meisten der von Sale-Side-Aktienanalysten veröffentlichten Gewinnzahlen noch einen steigenden Gewinn auf? Die Antwort liegt darin, dass diese auf den „operativen Gewinnen“ basieren. Solche operativen Gewinne schließen viele Kosten aus, die Unternehmensmanager oder Sell-Side-Analysten als ungewöhnlich oder einmalig erklären. Der Ausschluss dieser Kosten ist willkürlich und daher sollten die GAAP-Ergebnisse zuverlässiger sein.

Die in Tabelle 3 gezeigten „operativen Gewinne“ wurden von S&P berechnet und sind zwar konservativer als die „üblicherweise“ ausgewiesenen Zahlen, aber offensichtlich nicht so konservativ wie die GAAP-Zahlen. Wir möchten auch darauf hinweisen, dass der Gewinnrückgang trotz höherer Umsätze eingetreten ist. Man sieht darin klar den überproportionalen Anstieg der Erzeugerpreis-inflation und damit einen Rückgang der Margen. Angesichts der seit 16 Monaten gesunkenen Aktienkurse und GAAP-Gewinne stellt sich nun die Frage, ob eine Rezession bereits im Gange ist oder um die Ecke lauert.

SPX Peak Month	# Mos SPX Peak before Recession	Recession Start
1972.12	12	1973.12
No Related Peak		1980.02
1981.03	5	1981.08
1990.05	3	1990.08
2000.08	8	2001.04
2007.10	3	2008.01
2019.12	3	2020.03
2022.01		Unknown
	6	

Source: Federal Reserve

	S&P Oper.		Special	GAAP
	Sales	Earnings	Charges	Net Earnings
2020.03	332.59	19.50	7.62	11.88
2020.06	315.61	26.79	8.96	17.83
2020.09	346.71	37.90	4.92	32.98
2020.12	367.48	38.18	6.74	31.44
2021.03	364.05	47.41	1.46	45.95
2021.06	384.51	52.05	3.66	48.39
2021.09	395.07	52.02	2.43	49.59
2021.12	423.17	56.73	2.79	53.94
2022.03	413.73	49.36	3.37	45.99
2022.06	431.39	46.87	4.13	42.74
2022.09	446.33	50.35	5.94	44.41
2022.12	461.40	50.37	10.76	39.61

Source: S&P Global

In der Vergangenheit gab es Verzögerungen zwischen dem Beginn von Rezessionen und der endgültigen Erklärung einer Rezession durch die NBER. (Anmerkung: In den USA werden Rezessionen von einer Organisation namens National Bureau of Economic Research (NBER) ausgerufen und datiert).

Beispielsweise war die „Great Recession“ bereits im Januar 2008 im Gange, aber die NBER kündigte eine Rezession erst im Dezember 2008 offiziell an. Ebenso erklärte die NBER die Rezession in 2001 erst im November desselben Jahres, etwa acht Monate nach Beginn. Diese Verzögerungen sind unvermeidlich, da die meisten Wirtschaftsdaten aus Haushalts- und Unternehmenserhebungen stammen, die eine Reihe von Überarbeitungen durchlaufen, bevor die endgültigen Daten vorliegen. Dieses Problem kann sich jetzt noch als schwieriger erweisen als in der Vergangenheit. Im Dezember 2022 zeigte ein Bericht des „Bureau of Labor Statistics“, dass die Quoten für den Rücklauf von vielen der wichtigsten staatlichen Umfragen zurückgegangen ist - insbesondere seit Beginn der Pandemie

Dieser Konjunkturzyklus ist auf vielen Ebenen ungewöhnlich. Wir schließen aber nicht aus, dass der Aktienmarkt bereits ein Zyklustief verzeichnet hat und weiter nach oben tendieren wird, wenn auch mit erheblicher Volatilität. Es ist wahr, dass Tiefststände an den Aktienmärkten historisch gesehen Rezessionen folgten, nicht Rezessionen anführten. Denn Rezessionen führen zu geringeren

Unternehmensgewinnen. Wie wir gezeigt haben, sinken die Unternehmensgewinne entgegen der allgemeinen Auffassung seit mehr als einem Jahr aufgrund von Kosteninflation und geringeren Gewinnspannen. Nachdem die Daten überarbeitet worden sind, werden wir möglicherweise feststellen, dass eine Rezession bereits begonnen hat. Außerdem sinken im Moment die Materialkosten und andere Erzeugerpreise oder steigen zumindest nicht so schnell wie der Umsatz. Die Gewinnspannen könnten sich deswegen einem Tiefpunkt nähern und sich in den kommenden Quartalen erholen. Datenrevisionen könnten die Federal Reserve dazu veranlassen, künftige Zinserhöhungen zu stoppen. Dies würde dem Aktienmarkt weiteren Rückenwind geben. Wir befinden uns jedoch noch immer in einer Phase, die anders ist als alle vorherigen und wir müssen ein breiteres Spektrum an Möglichkeiten in Betracht ziehen und das Unbekannte anerkennen.

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 US-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.