

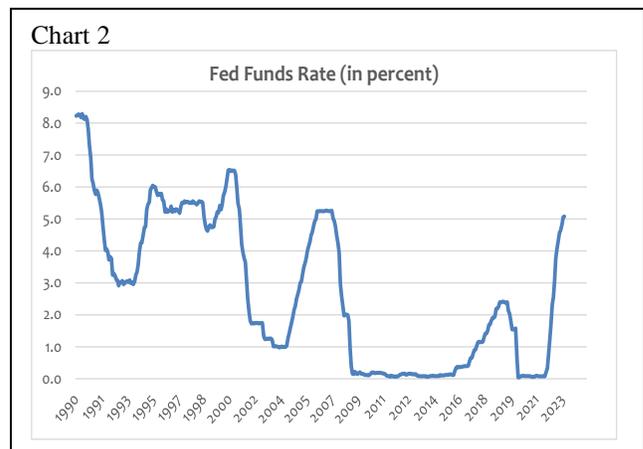
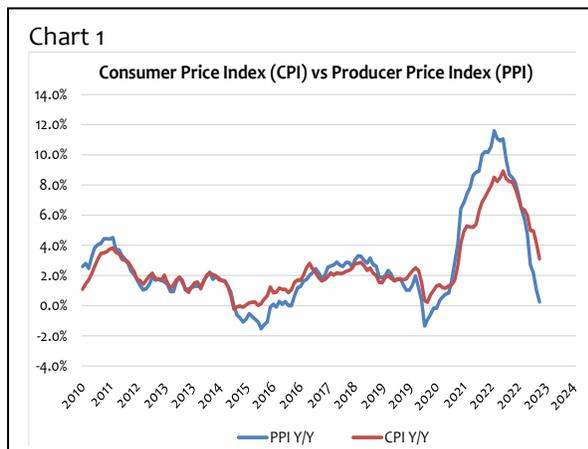
H. Terrence Riley III, CFA
28. Juli 2023

Kontakt: Karin Müller-Paris
+1-561-208-1081 kmm@fvcm.us

Die wichtigsten Punkte:

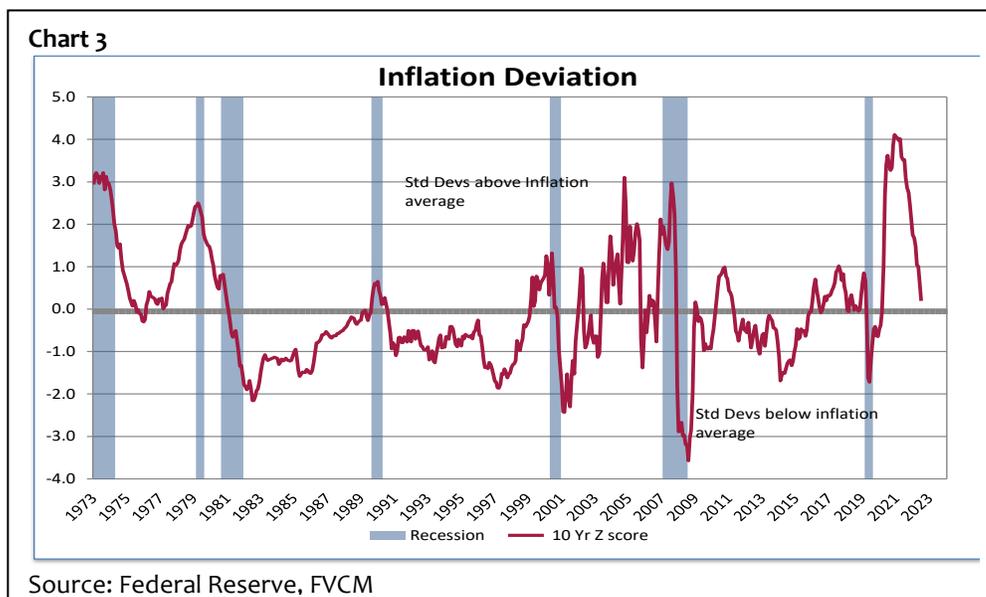
- Es mehren sich die Anzeichen einer schnell abklingenden Inflation
- Ergebnisse im S&P sollten von der Margenausweitung profitieren
- Bewertung der meisten US-Aktienindices ist hoch, es könnte aber auch einen guten Grund hierfür geben
- Performance im S&P konzentriert sich auf wenige Titel
- Die Zeichen stehen auf Rezession, ein Negativwachstum könnte allerdings vermieden werden

Die Inflation war das beherrschende Thema für die Märkte. Nun mehren sich aber die positiven Daten auf diesem Gebiet. Der Verbraucherpreisindex (CPI) stieg im Juni weniger stark als erwartet um 0,2% (im Monatsvergleich). Im Jahresvergleich stieg der CPI nur um 3,0 % und lag damit weit unter dem Mitte 2022 erreichten Höchststand von 8,9 %. Auf diese gute Nachricht folgte die Meldung, dass der Erzeugerpreisindex (PPI) im Juni nur um 0,1 % gestiegen ist und im Jahresvergleich nur um 0,2 %. Die kontinuierliche Verbesserung der Inflationsdaten, insbesondere der Erzeugerpreisinflation, spiegelt die Rückkehr zu einem normaleren Verlauf nach der Pandemie. So haben beispielsweise deutliche Verzögerungen und hohe Kosten in der kommerziellen Schifffahrt erheblich nachgelassen. Die Wiederaufnahme des normalen Produktionsbetriebs, auch in China, hat viele der Lieferengpässe gelindert, die sich auf die globale Fertigung ausgewirkt haben. Die Menschen sind zum „normalen“ Alltag zurückgekehrt. Dienstleistungsunternehmen wie die Luftfahrtindustrie und die Gastronomie sind fast wieder voll ausgelastet. Neben der Rückkehr zur Normalität im verarbeitenden Gewerbe und Dienstleistungssektor, ist die niedrigere Inflation vor allem der US-Notenbank zu verdanken. Sie ist bei der Straffung der Geldpolitik aggressiv genug vorgegangen und hat in ihren Verlautbarungen deutlich gemacht, dass die Verringerung der Inflation oberste Priorität hat. Die Fed hat den Tagesgeldsatz der Fed Funds in nur 16 Monaten von 0 % auf 5,25 % angehoben. Im Vergleich dazu betrug der nächstgrößte Anstieg der letzten 30 Jahre 4,25 % über 24 Monate im Juni 2004. Die Fed hat auch ihre Bilanz verkleinert und die Geldmenge reduziert.

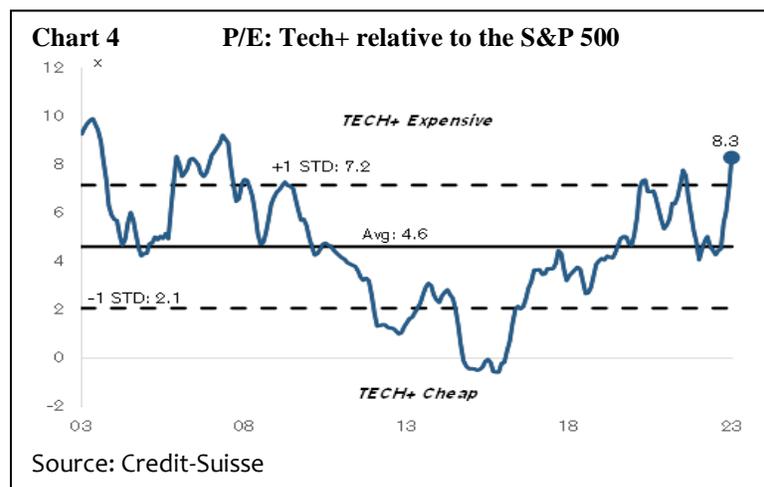


Aufgrund stark steigender Erzeugerpreise und schrumpfender Gewinnmargen sanken die Gewinne im S&P 500 im Jahr 2022 und das trotz eines Umsatzanstiegs von 11,9 %. Im Gegensatz dazu wird nun aber erwartet, dass sich Margen und Gewinne für das Gesamtjahr 2023 erholen werden. Der Umsatz für das erste Quartal 2023 stieg im Vergleich zum ersten Quartal 2022 um sehr starke 9,1%. Das operative Ergebnis für das Quartal stieg nur um 6,4% auf 52,54, da sich die Gewinnmarge leicht von 11,9% auf 11,6% verringerte. Die Ergebnisse für das zweite Quartal 2023 werden gerade erst veröffentlicht, aber wir gehen davon aus, dass die Gewinnmarge stabil bei 11,6 % bleiben wird. Dies stellt eine Verbesserung gegenüber der niedrigen Marge des zweiten Quartals 2022 von 10,9 % dar. Für die verbleibenden Quartale des Jahres 2023 wird eine ähnliche Verbesserung erwartet. Für das Gesamtjahr erwarten wir ein operatives Ergebnis von 218,45 gegenüber 196,95 im Jahr 2022.

Basierend auf seinem jüngsten Kurs und unserer Gewinnschätzung von 218,45 für 2023 hat der S&P 500 ein KGV von 20,9, was relativ hoch ist. Die Börse versucht uns etwas zu sagen. Unserer Analyse nach preist dieses hohe KGV zwei Entwicklungen ein: 1. Anhaltendes Gewinnwachstum bis ins Jahr 2024 und 2. Die Inflation wird weiter stark Richtung 1% sinken. Falls die Inflation in diesem Ausmaß sinkt und sich die Gewinne weiter erholen, ist die aktuelle Bewertung nach unserem Inflations-KGV-Regressionsmodell angemessen, andernfalls nicht. Kann die Inflation so stark sinken? In den 10 Jahren vor der Pandemie lag die Inflation in den USA bei durchschnittlich 1,8 %. Mit dem jüngsten Anstieg der Inflation liegt der 10-Jahres-Durchschnitt jetzt bei 2,6 % und die Standardabweichung bei 2,3 %. Dies bedeutet, dass die Inflation in den letzten 10 Jahren mehr als 2/3 der Zeit innerhalb von +/-2,3 % des Durchschnitts von 2,6 % war. Das nachstehende Diagramm mit dem Z-Wert der Inflation zeigt, dass die Inflation kürzlich 4 Standardabweichungen über dem Mittelwert lag, aber schnell sinkt. Wenn sich die Inflation im gleichen Tempo weiter verlangsamt, würde sie bis Ende 2023 weniger als 1 % betragen. Dieses Szenario scheint extrem und wir prognostizieren dies nicht, aber die Bewertung des S&P 500 scheint darauf hinzudeuten, dass wir uns in diese Richtung bewegen.

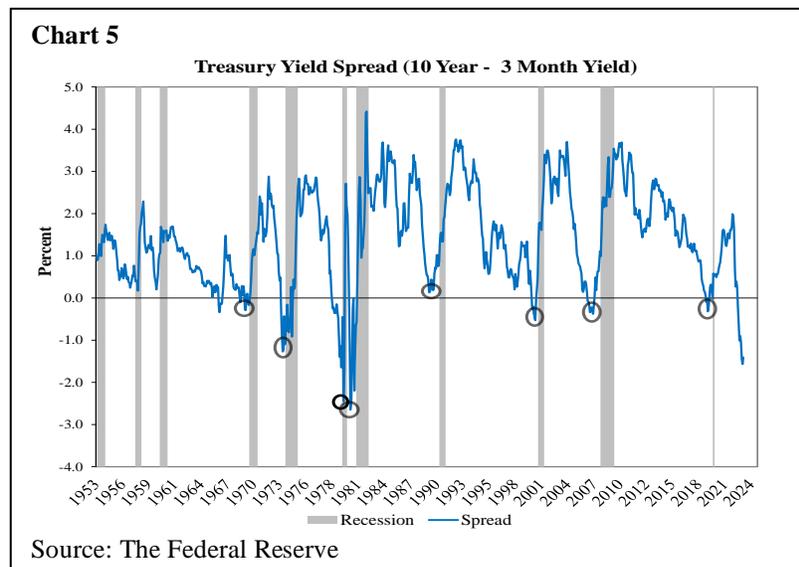


Die Performance des S&P 500 in der ersten Jahreshälfte 2023 wurde von den "glorreichen Sieben" dominiert." Der S&P 500 stieg in der ersten Hälfte des Jahres 2023 um 15,9 %, aber diese Performance wurde von folgenden sieben Unternehmen getrieben: Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta Platforms (d. h. Facebook), Tesla und Alphabet (d. h. Google). Auf diese sieben Unternehmen entfielen 12,2 % des Gesamtgewinns, während auf alle übrigen 493 Unternehmen nur 3,7 % des Gewinns entfielen. Diese beeindruckende Performance wurde durch die Ankündigung von Microsoft im Januar ausgelöst, 10 Milliarden US-Dollar in ChatGPT zu investieren, dem Entwickler eines Programms für künstliche Intelligenz in natürlicher Sprache. Künstliche Intelligenz befindet sich seit vielen Jahrzehnten in der Entwicklung, und es ist nicht ganz klar, ob diese Programme wie ChatGPT (Alphabet präsentierte später seine eigene Variante) zu unmittelbaren Gewinnen führen werden oder ob sie, zumindest anfangs, eher eine Kostenstelle sein werden. In jedem Fall haben diese Aktien von dem ganzen Hype profitiert, und das KGV des Technologiesektors liegt jetzt mehr als eine Standardabweichung über dem Mittelwert. Die sieben oben genannten Aktien sehen sogar noch überbewerteter aus. Wir möchten jeden, der zum jetzigen Zeitpunkt den Kauf dieser Aktien in Betracht zieht, davor warnen.



Unter Marktprofis wird weiterhin darüber spekuliert, ob eine Rezession durch ein "Soft Landing", also einem niedrigen, aber positiven Wachstum, vermieden werden kann. Wir sind skeptisch, aber es gibt eine interessante Theorie, die ein Soft Landing unterstützen könnte. Bob Farrell, ein berühmter Wall-Street-Strategie, der bei dem ebenfalls berühmten Benjamin Graham an der Columbia University studierte, hatte 10 Regeln für den Aktienmarkt. Regel Nummer 3 lautet, dass es keine „neuen“ Epochen gibt – Exzesse sind nie von Dauer. Diese Regel scheint sicherlich für die „Glorreichen Sieben“ und ihre Wertentwicklung in diesem Jahr zu gelten. Es scheint aber auch für das Konzept zu gelten, dass wir eine Rezession vermeiden können, da die Geldpolitik der Fed in den letzten Monaten aggressiv genug war, sowie unter Berücksichtigung der stark inversen Zinsstrukturkurve. Wie in Abbildung 5 unten dargestellt, ist eine inverse Zinsstrukturkurve – wenn die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe niedriger ist als die Rendite der 3-monatigen US-Staatsanleihe – ein nahezu perfekter Indikator für eine Rezession. Derzeit ist die Zinsstrukturkurve stärker invers als vor der großen Rezession 2008/09. Folglich würde Bob Farrells Regel bedeuten, dass diese Ära wie alle vorangegangenen Epochen ist und eine Rezession bereits eingetreten ist oder kurz bevorsteht. Aber es gibt eine weitere interessante Theorie, über die es sich nachzudenken lohnt:

Robert E. Lucas Jr. war ein Wirtschaftsnobelpreisträger, dessen Theorien die These eines „Soft Landing“ unterstützen könnten. Lucas argumentierte, dass es naiv sei, zu versuchen, die Auswirkungen eines Wandels in der Wirtschaftspolitik auf der Grundlage von Beziehungen vorherzusagen, die in historischen Daten beobachtet wurden. Lucas glaubte, dass die Menschen ihre Erwartungen und ihr Verhalten rational anpassen, basierend auf ihrem sich ändernden Verständnis der Auswirkungen der Wirtschaftspolitik. Diese Realität wurde in den 70er Jahren in Bezug auf die Phillips-Kurve demonstriert, die besagt, dass es einen Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit gibt. Nach dieser Theorie sollte die Fed in der Lage sein, die Geldpolitik zu lockern und die Arbeitslosenquote zu senken, solange sie bereit ist, eine höhere Inflationsrate zu akzeptieren. Zwei andere Ökonomen, Milton Friedman und Edmund Phelps, sagten jedoch richtig voraus, dass sowohl die Inflation als auch die Arbeitslosigkeit als Reaktion auf die lockere Geldpolitik steigen würden. Sie glaubten, dass sich die Erwartungen der Arbeitnehmer an die lockere Politik der Fed anpassen und höhere Nominallöhne verlangen würden. Wie Friedman und Phelps prognostizierten, stieg die Inflationsrate von 2,5 % in den 60er Jahren auf etwa 7 % in den 70er Jahren. Gleichzeitig stieg die Arbeitslosigkeit von rund 4 % auf über 6 %. Unterstellen wir nun, dass wir etwas Ähnliches erleben könnten, aber in entgegengesetzter Weise. Die allgemeine Erwartung ist, dass die derzeitig restriktive Geldpolitik die Inflation senken wird, aber in Anlehnung an die Phillips-Kurve sollte dies eine höhere Arbeitslosigkeit (Rezession) mit sich bringen. Aber so wie sich die Erwartungen der Arbeitnehmer in den 70er Jahren schnell in die entgegengesetzte Richtung entwickelten, könnten wir dieses Mal sowohl eine niedrigere Inflation als auch eine niedrigere oder zumindest nicht wesentlich höhere Arbeitslosigkeit sehen. Mit anderen Worten, die Fed könnte die Inflation erfolgreich senken, ohne eine Rezession auszulösen, solange ihre Argumente zur Bekämpfung der Inflation glaubwürdig sind und die Arbeitnehmer mit einem Rückgang der Inflation rechnen. Dies wäre natürlich ein sehr bullisches Signal für Aktien und würde den Anstieg der Aktienkurse in diesem Jahr erklären. Wir müssen die Daten abwarten, um zu sehen, ob sich diese interessante Hypothese auf diese Weise bewahrheitet oder ob Bob Farrell's Regel #3 gültig bleibt.



Wir bleiben in Aktien investiert und sind optimistisch für Amerika und den US-Aktienmarkt. Natürlich sind kurzfristige Bewegungen schwer vorhersehbar. Wie bereits erwähnt, meiden wir die „Glorreichen Sieben“ vorerst, da sie sich inmitten einer Spekulationsblase zu befinden scheinen und überbewertet sind. Der Anstieg dieser sieben Aktien in 2023 war stark, und ein Rückgang dieser Aktien könnte noch stärker ausfallen. Es gibt jedoch auch andere Marktbereiche, insbesondere zyklische Aktien wie Industrie- und Energieaktien, die attraktiv bewertet sind und ein hervorragendes Potenzial für die kommenden ein oder zwei Jahre aufweisen. Wir sind der Meinung, dass Beständigkeit das Rennen machen wird. Eine umsichtige Strategie besteht darin, attraktiv bewertete Aktien für Investitionen zu halten und ihren Anteil am Portfolio schrittweise zu erhöhen. Das gewichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) unseres Portfolios liegt bei 13,9 und damit weit unter den 20,9 des S&P 500. Die US-Wirtschaft hat sich als erstaunlich widerstandsfähig erwiesen. Wir gehen davon aus, dass sich günstige Aktien sehr gut entwickeln werden, wenn die Fed ihre Maßnahmen abschließt, die Inflation auf ein für Anleger und Verbraucher akzeptables Niveau zu senken. Das Vertrauen in die Wirtschaft wird dazu beitragen, die Zahl der Unternehmen, welche für Anleger interessant erscheinen, zu erhöhen, und viele vernachlässigte Aktien werden anfangen zu glänzen.

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.