

H. Terrence Riley III, CFA
18. Januar 2024

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

- Der Weg wird steiniger aber die "Magnificent Seven" hatten 2023 ein herausragendes Jahr. Wir sind der Meinung, dass das Risiko, in diesen Aktien investiert zu sein, hoch ist.
- Die US-Energieproduktion ist auf ein Rekordniveau angestiegen und hat Produktionskürzungen der OPEC ausgeglichen. Die Ölpreise haben nachgegeben. Nichtsdestotrotz bleiben wir in diesem Sektor übergewichtet, da es sich bei diesen Unternehmen um solide, beständige bzw. kapitalerhaltende (defensive) Firmen handelt, die für Ihre Investoren viel Cash generieren.
- Eine Rezession bleibt auch 2024 ein Risiko, und die Gewinnschätzungen für den S&P 500 sind vermutlich zu optimistisch.
- Dank des Abwärtstrends der Inflation preisen die Märkte mehrere kurzfristige Zinssenkungen der Fed im Jahr 2024 ein. Die Märkte könnten auch hier zu optimistisch sein.
- Anfang 2023 hatten die meisten Analysten einen negativen Ausblick für den Aktienmarkt. Wie wir daran gesehen haben, sind kurzfristige Kursprognosen fehleranfällig. Mittel und langfristig steigen Aktienkurse, da die Gewinne der Firmen steigen.
- Die Volatilität dürfte 2024 neue Chancen für die Anlage in Aktien bieten.

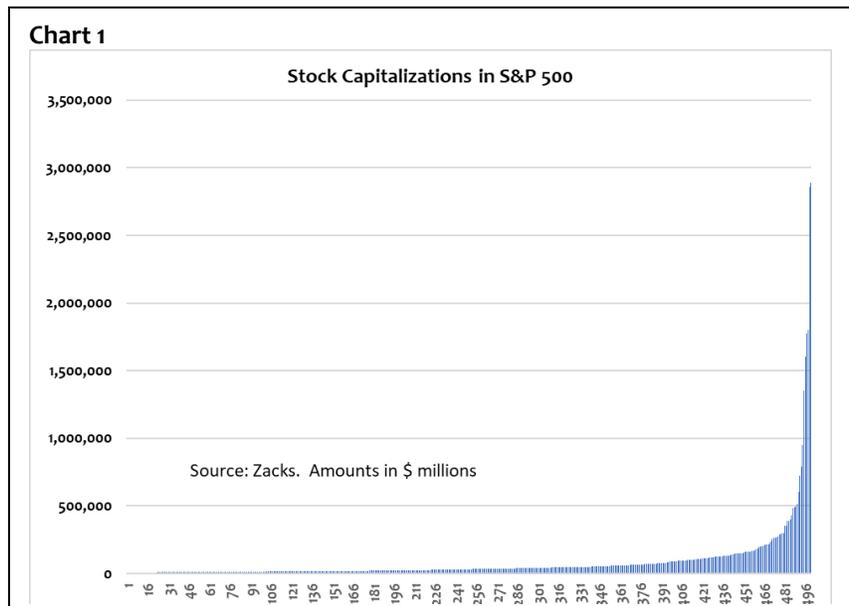
Der wilde Ritt des S&P 500

Die Performance des S&P 500 wurde in den letzten zwei Jahren sowohl nach oben als auch nach unten von den „Magnificent Seven“ dominiert: Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia und Tesla. Diese Aktien sind wichtig, weil sie die Fantasie der Anleger angeregt haben. Außerdem haben sie aufgrund ihrer Größe einen überdurchschnittlichen Einfluss auf die Entwicklung des S&P 500, einen Index, der nach Marktkapitalisierung berechnet wird. Bitte beachten Sie, dass sich die Kapitalisierung auf den Gesamtwert aller Aktien eines Unternehmens bezieht. Wie in Tabelle 1 auf Seite 2 zu sehen ist, haben diese sieben Unternehmen eine durchschnittliche Kapitalisierung von 1,74 Billionen US-Dollar, verglichen mit einem Durchschnitt von 729,8 Milliarden US-Dollar für den S&P 500 insgesamt. Daher wird der S&P 500 durch diese großen Aktien verzerrt. In Chart 1 auf Seite 2 sehen Sie die Verteilung der Marktkapitalisierungen für alle 500 Unternehmen. Die meisten Marktkapitalisierungen sind viel kleiner als der Durchschnitt, und die Spitze auf der rechten Seite des Diagramms stellt sowohl diese großen Unternehmen als auch einige andere dar. Wenn wir uns die Aktie genau in der Mitte der 500 im Index ansehen, wobei die Hälfte der Unternehmen größer und die andere Hälfte kleiner ist, beträgt die durchschnittliche Kapitalisierung („Median“) nur 32,4 Milliarden US-Dollar.

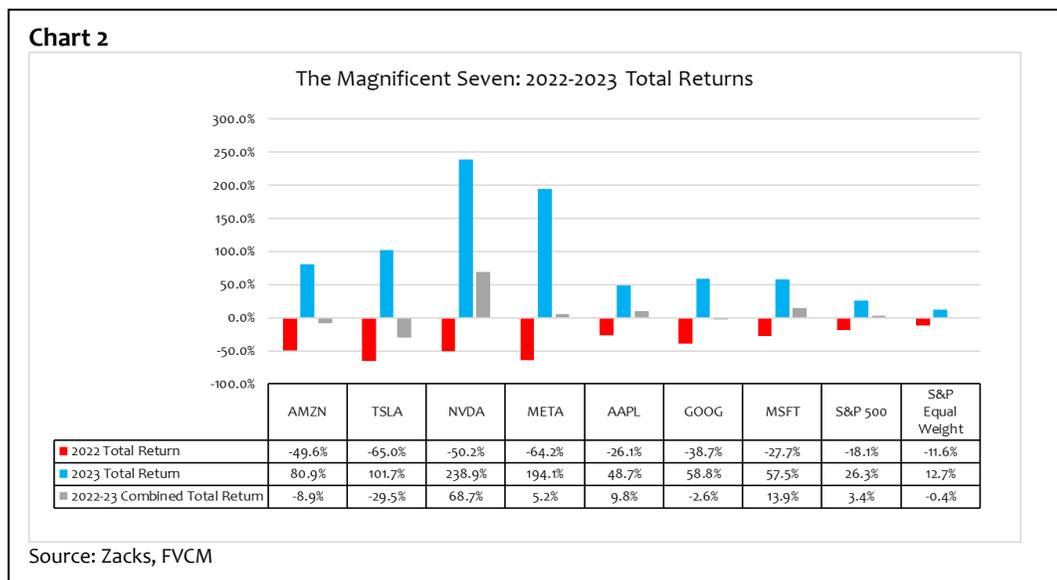
Table 1 The Magnificent Seven

	Ticker	% of Portfolio	Tot Ret % 12 Months	Tot Ret % MTD	P/E TTM	P/Sales TTM	P/Book TTM	Market Cap (\$ Mil)	
	ALPHABET INC-A&C	GOOG(L)	3.9%	60.7%	1.7%	27.3	6.1	6.8	1,798,174
	AMAZON.COM INC	AMZN	3.5%	72.7%	2.1%	77.6	3.0	10.0	1,603,635
	APPLE INC	AAPL	6.8%	42.7%	-3.6%	30.3	7.6	48.2	2,886,435
	META PLATFORMS	META	2.0%	178.0%	4.4%	27.9	7.7	7.4	950,001
	MICROSOFT CORP	MSFT	7.1%	69.3%	2.3%	36.8	13.1	14.3	2,858,671
	NVIDIA CORP	NVDA	3.4%	244.7%	10.7%	70.3	30.5	50.9	1,354,103
	TESLA INC	TSLA	1.6%	91.2%	-8.6%	73.1	8.3	15.8	722,315
	Total/Average		28.3%	108.5%	1.3%	49.0	10.9	21.9	1,739,048
	S&P 500		100.0%	23.7%	0.2%	22.2	2.6	4.5	729,872

Source: Zacks



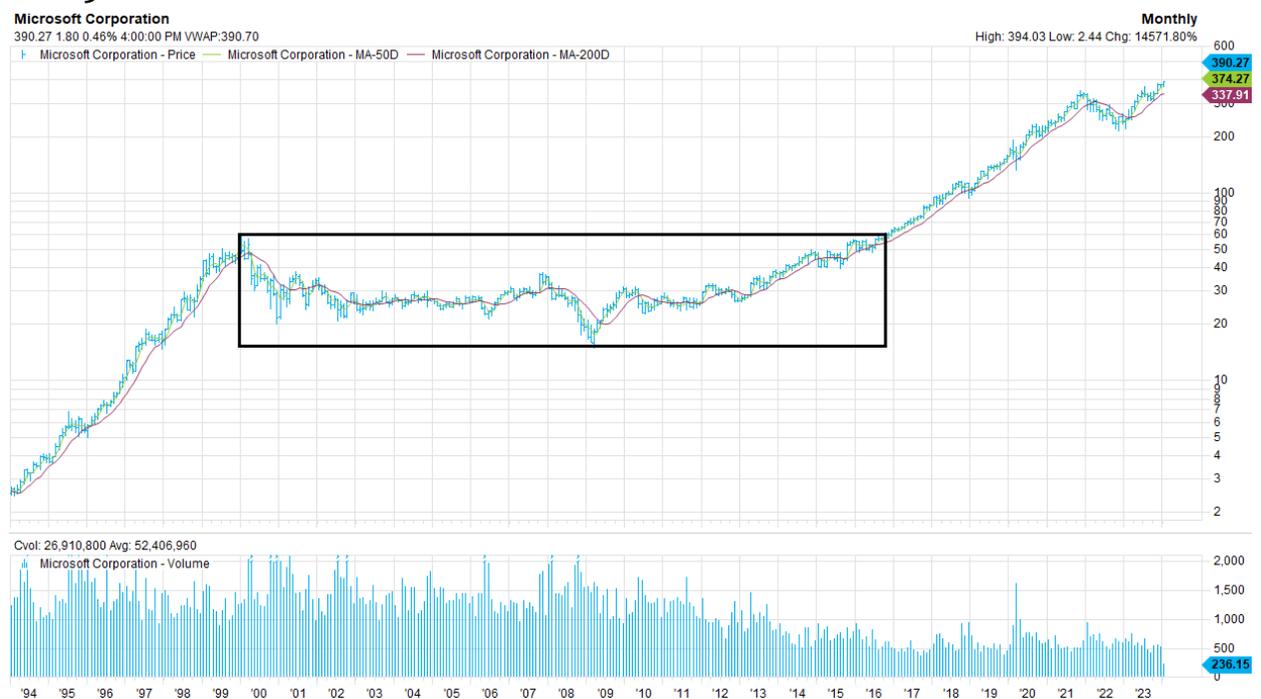
Aufgrund ihrer Größe verraten uns diese sieben Aktien viel über die Entwicklung des Aktienmarktes, gemessen am S&P 500. Beginnen wir mit Amazon (AMZN) in Chart 2 unten. Denken Sie daran, dass eine Aktie, die um 50% von 100\$ auf 50\$ fällt, um 100% steigen muss, um wieder auf 100\$ zu kommen. Im Jahr 2022 ging Amazon um 49,6% zurück. Letztes Jahr, mit all dem Hype um die „Glorreichen Sieben“ und KI, erholte sich Amazon um 80,9%. In den letzten zwei Jahren ist Amazon trotz des großen Aufschwungs im Jahr 2023 damit um 8,9% gefallen. Tesla hat seinen Wert im Jahr 2023 verdoppelt und ist damit auf Zweijahressicht immer noch mit 30% im Minus. Der größte Gewinner war Nvidia, ein Hersteller von Halbleitern, die für Anwendungen der künstlichen Intelligenz (KI) verwendet werden. Als Microsoft Anfang 2023 seine Investition in Höhe von 10 Milliarden US-Dollar in Open AI ankündigte, löste dies eine Art Run aus. Um nicht den Anschluss zu verlieren, begannen viele Unternehmen, in KI zu investieren und die Chips von Nvidia zu kaufen, was die Preise enorm in die Höhe getrieben hat. Dies erinnert an die späten 90er Jahren, als fast jedes Unternehmen ".com" in seinen Namen aufnehmen oder zumindest darüber sprechen wollte, wie viel es in das Internet investieren wird. Heute nutzen sehr viele Unternehmen die Quartalsupdates für Analysten, um über ihre Investitionen in KI zu sprechen. Der kapitalisierungsgewichtete S&P 500 stieg im Jahr 2023 um 26,3%. Berücksichtigen wir den Rückgang von 18,1% im Jahr 2022 betrug die Zweijahresrendite nur 3,4%. Wenn wir alle Unternehmen im S&P 500 gleichgewichteten, so ist der Index im Jahr 2023 noch um 12,7% gestiegen und über einen Zweijahreszeitraum sogar leicht im Verlust.



KI ist real, aber Vorsicht

Ein Großteil der Artikel in der Finanzpresse und den Analystenmeetings dreht sich nun darum, herauszufinden, ob sich KI noch in einem frühen Stadium des Wachstums und der Entwicklung befindet. Dies würde darauf hindeuten, dass die „Glorreichen Sieben“ noch viel Kurspotential haben. Diese Art von Diskussion ist interessant, weil sie dem ähnelt, was während der Internetblase in den späten 90er Jahren geschah. Das Internet wurde ursprünglich vom US-Verteidigungsministerium in den 60er Jahren entwickelt und hat sich seitdem weiterentwickelt. Die kommerzielle Entwicklung des Internets beschleunigte sich in den 90er Jahren, war aber immer noch sehr primitiv, als die Internetblase im März 2000 platzte. Hat sich das Internet nach dem Jahr 2000 stark weiterentwickelt? Natürlich! Man kann gar nicht genug betonen, wie sehr das Internet die Wirtschaft und den Handel in den letzten 20 Jahren verändert hat. Aber schauen Sie sich den Chart von Microsoft unten an. Während der Jahre der Internetblase war der Kursverlauf fantastisch. Wenn man allerdings Microsoft Anfang 2000 zu einem Preis von 59 US-Dollar pro Aktie kaufte, sah man sich mit Verlusten konfrontiert. Der Tiefstand von 18 US-Dollar war im Jahr 2009. Erst 2016 hätten Sie bei Ihrem Kauf der Aktie im Jahr 2000 die Gewinnschwelle erreicht. Was wir damit sagen wollen, ist, dass KI real ist und in den kommenden Jahren wahrscheinlich enorme Auswirkungen auf Wirtschaft und Handel haben wird. Das bedeutet aber nicht unbedingt, dass die Aktien zum heutigen Zeitpunkt ein guter Kauf sind.

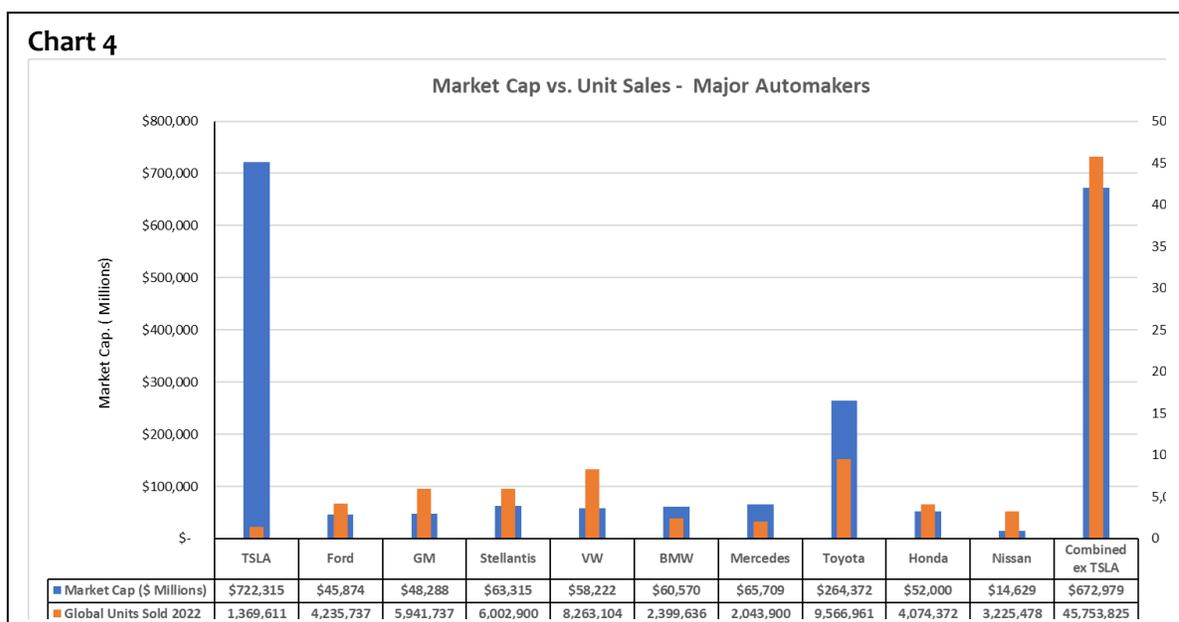
Chart 3



Source: Factset

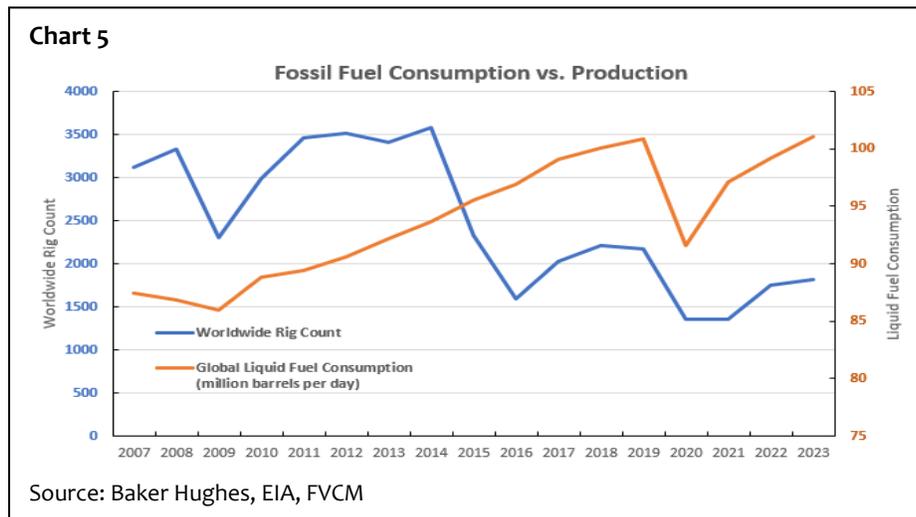
Das Risiko liegt im Auge des Betrachters

Anstatt zu raten, ob bestimmte Aktien wie die „Magnificent Seven“ im kommenden Jahr steigen oder fallen werden, sollten Anleger das Risiko abwägen, diese zu besitzen. In der akademischen Welt, z. B. in Universitätskursen in Betriebswirtschaft, wird das Risiko in der Regel durch Kennzahlen für die Volatilität des Aktienkurses wie Standardabweichung oder Beta definiert. Ein großes Problem bei diesen Kennzahlen ist, dass die Daten nicht stabil sind und aus historischen Daten die Zukunft nicht immer abgeleitet werden kann. Historische Daten können einen Anleger dazu verleiten, dass er eine Aktie kauft, die stetig nach oben geht. Wenn dann aber eine zuvor unerwartete Entwicklung eintritt, dann kann diese durchaus dazu führen, dass die historischen Daten bedeutungslos werden. Eine andere Möglichkeit, das Risiko zu betrachten, sind fundamentale Kennzahlen zur Bewertung der Aktie. Chart 4 zeigt beispielsweise die Marktkapitalisierung verschiedener Automobilhersteller auf der ganzen Welt. Die Marktbewertung von Tesla mit 722 Milliarden US-Dollar übersteigt die kumulierte Bewertung von Toyota, Volkswagen, Stellantis, GM, Ford, BMW usw. Um eine Verhältnismäßigkeit herzustellen, betrachten wir die Verkäufe von Tesla mit 1,4 Millionen Autos im Jahr 2022 im Vergleich zu den 45,8 Millionen verkauften Autos der anderen Autohersteller. Teslas Verkäufe erscheinen im Vergleich winzig. Wie ist es möglich, dass der kleine Autohersteller Tesla mehr wert ist als all die anderen Unternehmen zusammen? Zugegeben, Tesla hat einen brillanten und exzentrischen Gründer, und hat großartige Ingenieure, die großartige Arbeit leisten, aber andere Unternehmen haben auch großartige Ingenieure und werden versuchen, mit Tesla zu konkurrieren. Am Ende des Tages kaufen Investoren Aktien, weil das Unternehmen Gewinne macht und Dividenden zahlt. Es mag manchmal wie ein Beliebtheitswettbewerb erscheinen, aber letztendlich geht es um Gewinne. Nach unseren Maßstäben gehen Anleger in Tesla ein überdurchschnittliches Risiko ein, weil die Bewertung der Aktie im Vergleich zu ihren vielen Konkurrenten so unverhältnismäßig hoch erscheint.



Wenn Aktienbewertungen als Maß für das Risiko betrachtet werden können, dann sind die „Magnificent Seven“ riskanter als die meisten Aktien. Wie bereits in Tabelle 1 dargestellt, haben die M7 ein durchschnittliches KGV von 49 und liegen damit weit über dem KGV von 22 für den S&P 500 insgesamt (Hinweis: P/E steht für KGV wobei hier das „trailing PE“ ausgewiesen wird. Diese wird anhand der tatsächlichen Gewinne der letzten 4 Quartale berechnet). Das Kurs-Buchwert-Verhältnis für die M7 beträgt 21,9 gegenüber 4,5 und das Kurs-Umsatz-Verhältnis 10,9 gegenüber 2,6 für den S&P. Es gibt sicherlich eine gewisse Rechtfertigung für diese höheren Bewertungen, da diese Unternehmen stark wachsen, Barmittel generieren und über sehr starke Bilanzen verfügen. Bei einer subjektiven Bewertung sollte man jedoch berücksichtigen, dass die Marktbegeisterung, die durch den Microsoft/Open AI-Deal Anfang 23 entfacht wurde, zu einem gewissen Exzess und damit Risiko geführt hat. Wir sehen, dass das Risiko und die Volatilität in diesen mit Glorienschein belegten Werten im Verhältnis zu anderen Unternehmen nicht mehr in vernünftiger Proportion stehen. Unsere langjährige Investmentstrategie trachtet danach, gehyptes Handeln zu vermeiden, und wir bleiben diesem Grundsatz treu.

Der vielleicht unbeliebteste Sektor ist der Energiesektor. Nichtsdestotrotz bietet der Energiesektor gute Chancen für Investitionen in Unternehmen mit starker Cashflow-Generierung und niedrigen Bewertungen. Im Gegensatz zu dem, was viele Menschen vielleicht denken, tendiert die weltweite Nachfrage nach Öl und Gas, abgesehen von Anomalien wie der Pandemie weiter nach oben. Nordamerika und Europa sind langsam wachsende, entwickelte Märkte. Ein Ende des Nachfragewachstums aus riesigen Schwellenländern wie China und Indien, ganz zu schweigen von ganz Afrika und Südamerika, ist nicht in Sicht. Interessanterweise deuten verschiedene Kennzahlen darauf hin, dass die weltweiten Investitionen in Öl und Gas tendenziell rückläufig sind (siehe globale Anzahl der Bohranlagen in Chart 5). Trotz des anscheinend schwächeren globalen Investitionstrends hat die US-Ingenieurstärke es den heimischen Produzenten ermöglicht, viel mehr Öl und Gas aus jedem Bohrloch zu generieren. Laut dem Oil & Gas Journal "beläuft sich die Gesamtproduktion von flüssiger Energie in den USA im vierten Quartal 2023 auf 21,4 Millionen Barrel pro Tag. Hiervon sind 13,3 Millionen Barrel pro Tag Rohöl und Kondensat, der Rest besteht aus verflüssigtem Erdgas (LNG) und Biokraftstoffen. Hierbei handelt es sich um weltweite Rekordmengen."



Die Öl- und Gaspreise waren schwach, da die Produktionssteigerungen in den USA die Produktionskürzungen der OPEC und die Auswirkungen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine mehr als ausgeglichen haben. Trotz der aktuellen Marktschwäche sind wir im Energiesektor übergewichtet. Es wird erwartet, dass sich die US-Produktion im Jahr 2024 stabilisieren wird, da die Produzenten ihre Cashflows in Richtung Dividenden, Schuldenabbau und Aktienrückkäufe verlagert haben. Präsident Biden hat auch kleine Ölkäufe für die strategische Erdölreserve (SPR) genehmigt. Vor der Wahl 2022 verkaufte Biden Öl aus der SPR, um "die Inflation zu senken" und die Wahlchancen seiner Partei zu verbessern. Die SPR-Lagerbestände wurden von mehr als 620 Millionen Barrel auf weniger als 350 Millionen Barrel reduziert; nun sollen diese wieder aufgebaut werden. Aber die Energiepreise könnten volatil bleiben. Es gibt viele Spekulationen von beispielsweise Hedgefonds, die Öl-Futures nutzen. Letztendlich werden aber die Fundamentaldaten die Kursentwicklung bestimmen. Der Energiesektor im S&P 500 hat eine Free-Cashflow-Rendite von 10,3%, verglichen mit 2,8% für den Info-Tech-Sektor. Wenn sich die Preise im Jahr 2024 stabilisieren oder steigen, wird das Aufmerksamkeit auf diesen Sektor lenken. Natürlich gibt es viele gute Investments im Technologiesektor, aber wir bleiben im Energiesektor übergewichtet, da der Sektor gute Möglichkeiten zur Diversifizierung bietet.

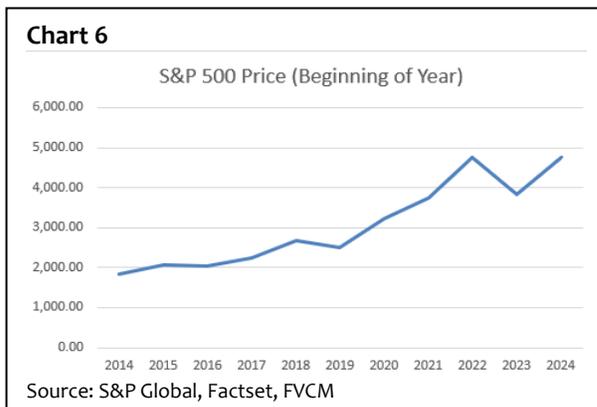
Die Konsensprognose lautet, dass die Gewinne des S&P 500 im Jahr 2024 um 12% steigen werden. Wir haben hier Zweifel. Es gibt zu viele traditionelle Indikatoren, wie den ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe (unter 50, zeigt eine Kontraktion), die Zinsstrukturkurve (invers) und den Index der Frühindikatoren (rückläufig und im Rezessionsbereich), die aktuell ein Warnsignal geben. Laut dem Ökonomen David Rosenberg prognostiziert die Fed für 2024 ein nominales BIP-Wachstum von nur 3,8%, was einem Rückgang von geschätzten 6,2% im Jahr 2023 und 9,1% im Jahr 2022 entspräche. Unter der Annahme, dass der Wechselkurs des Dollars in etwa auf dem aktuellen Niveau bleibt, entspricht das nominale BIP-Wachstum dem Umsatzwachstum des S&P 500 von nur 3%. Die Gewinnmargen haben davon profitiert, dass sich die Erzeugerpreisentwicklung schneller verlangsamt hat als die Verbraucherpreisentwicklung. Sollte das Umsatzwachstum im Jahr 2024 tatsächlich nur etwa

3% betragen, ist mit einem gewissen Margenrückgang zu rechnen. Unser eigenes Modell deutet darauf hin, dass die Gewinne des S&P 500 in diesem Jahr leicht rückläufig sein werden.

Selbst wenn die Gewinne des S&P 500 für das kommende Jahr bekannt wären, ebenso wie das KGV, wäre die Rendite der Aktien für das kommende Jahr immer noch höchst ungewiss. Beachten Sie in Tabelle 2 auf Seite 8, dass die Gewinne des S&P 500 von 124,51 im Jahr 2017 auf 151,6 in 2018 gestiegen sind. Dennoch lag die Gesamtrendite für 2018 bei minus 4,4%. Umgekehrt sanken die Gewinne im Jahr 2020 von 157,12 im Vorjahr auf 122,37, während die Gesamtrendite für den S&P 500 im Jahr 2020 bei 18,4% lag. Das KGV für den Markt hat auch keinen offensichtlichen Prognosewert. Empirische Daten deuten darauf hin, dass Aktienkurse mit bzw. trotz der Schwankungen nach oben und unten sich im Verlauf nach oben bewegen (Chart 6), da sich die Gewinne im Laufe der Zeit nach oben bewegen (Abbildung 7). Für kürzere Zeiträume, gemessen in einzelnen Jahren, schwanken die Preise, da Anleger auf sich ändernde Marktbedingungen reagieren und versuchen eine weitgehend unbekannte Zukunft zu prognostizieren. Wir managen diesem Sachverhalt auf zwei Arten: 1. Wir erkennen, dass "Market Timing" meist kontraproduktiv ist, und ziehen es vor, investiert zu bleiben. 2. Wir treffen Entscheidungen zum Kauf von Aktien auf einer granularen Basis. Kauf- und Verkaufsentscheidungen werden auf der Grundlage einzelner Aktien und nicht nur des breiteren Marktes im Kontext des Konjunkturzyklus und der Marktbewertungen getroffen.

Das heißt aber nicht, dass wir immer zu 100% in Aktien investiert sind. Aktuell z.B. halten wir etwas Cash in kurzfristigen liquiden Anlagen, da wir davon ausgehen, dass sich im Jahr 2024 in manchen Werten gute Kaufchancen ergeben werden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Price (Beginning of Year)	1,848.36	2,058.90	2,043.94	2,238.83	2,673.61	2,506.85	3,230.78	3,756.07	4,766.18	3,839.50	4,769.83
Earnings (forward)	113.01	100.45	106.26	124.51	151.60	157.12	122.37	208.21	196.95	215.91	214.62
P/E Ratio (forward)	16.4	20.5	19.2	18.0	17.6	16.0	26.4	18.0	24.2	17.8	22.2
Total Return	13.7%	1.4%	12.0%	21.8%	-4.4%	31.5%	18.4%	28.7%	-18.1%	26.3%	?



Einer der wichtigsten Faktoren, welcher die Erwartungen der Anleger beeinflusst, ist die Politik der Fed. Da sich die Inflation rasch verlangsamt hat, rechnen die Anleger mit mehreren kurzfristigen Zinssenkungen der Fed im Jahr 2024. Im vergangenen Jahr ist der Verbraucherpreisindex von 7,1% im Jahresvergleich auf 3,1% gesunken. Das kurzfristige Zinsziel der Fed von 5,25% bis 5,5% impliziert einen Realzins von etwa 2,3%, was restriktiv ist. Futures-Kontrakte zeigen, dass es eine 53,8%ige Wahrscheinlichkeit gibt, dass die Fed die Zinssätze in ihrer Sitzung im März 2024 auf die Spanne von 5,0% bis 5,25% senken wird. Darüber hinaus zeigen die Futures, dass das wahrscheinlichste Szenario bis zum Jahresende zwischen 3,75% und 4,0% liegen wird. Angesichts der Tatsache, dass wir die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im Jahr 2024 für ziemlich hoch halten, wäre ein solcher Zinsrückgang nicht überraschend.

Der Anstieg der Aktienkurse im Jahr 2023 scheint von der Erwartung eines "soft landing" sowie einer niedrigeren Inflation und niedrigeren Zinssätzen beeinflusst gewesen zu sein. Das ist ein kniffliges Szenario. Wenn wir die sprichwörtliche weiche Landung erleben und die Arbeitslosigkeit niedrig bleibt (derzeit 3,7%), ist es unwahrscheinlich, dass die Fed die Zinsen so schnell senken wird, wie derzeit erwartet. Anleger, die nun mit mehreren Zinssenkungen rechnen, könnten enttäuscht werden. Kommt es hingegen zu einer Rezession, könnten die Zinssätze schnell gesenkt werden. Aber in diesem Fall könnten die damit einhergehenden Gewinnenttäuschungen auch zu Volatilität führen. In jedem Fall würden wir es als Kaufgelegenheit betrachten und planen aktuelles Cash zu investieren. Wie bereits ausgeführt, steigen Aktienkurse auf mittlere bis lange Sicht, weil die Gewinne der Unternehmen steigen. Es gibt Aktien, an denen wir interessiert sind und die wir gerne in unser Portfolio aufnehmen würden, wenn die Volatilität attraktive Einstiegszeitpunkte liefert.

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.