

H. Terrence Riley III, CFA
1. Juli 2022

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

S&P 500



Der Juni-Crash – Der Bärenmarkt verschont nichts und niemanden

Der S&P 500 (SPX) hat am 13. Juni einen Bärenmarkt begonnen, als er bei 3.749,63 schloss und damit 21,8% unter dem Hoch vom 3. Januar 2022 lag. Allein im Monat Juni war der SPX um 8% gefallen. Anzumerken ist, dass bei der Abwärtsbewegung im Juni keine Bereiche verschont blieben. Auch die Energieaktien, die während der diesjährigen Korrektur gestiegen waren und unsere Performance gestützt hatten, wurden im Juni sehr stark getroffen. Zum Beispiel erreichte Chevron am 8. Juni ein Allzeithoch bei \$181,30, fiel dann aber bis Ende des Monats um sage und schreibe 20% (Die Aktie ist seit Jahresanfang, YTD, aber immer noch mit 23% im Plus). Marathon Oil erreichte am 7. Juni den Preis von \$32,17, bevor der Wert um 30% einbrach und den Gewinn der Aktie auf 37% reduzierte. Archer Daniels Midland, die im Jahr 2022 auch schon um mehr als 40% gestiegen waren, korrigierten im Juni um 14%. Zyklischen Aktien leiden bereits seit Jahresanfang, United Rentals, ein Unternehmen das Baumaschinen vermietet, ging im Juni um 18% zurück (-27% YTD). Applied Materials, das Fertigungsanlagen für die Halbleiterindustrie herstellt, fiel um 21% und liegt nun bei 42% YTD und der Eisenerzbergbau- und Stahlproduzent Cleveland Cliffs fiel um atemberaubende 33% (-29% YTD).

Mehrere Mitglieder der Federal Reserve, einschließlich des Vorsitzenden Jerome Powell, machten im Juni definitive Aussagen, dass die Fed die Geldpolitik aggressiv straffen würde, um die Inflation wieder Richtung 2% zu drücken, und dass eine Rezession möglich sei. Diese Nachrichten schockierten viele Marktteilnehmer. Der Leitzins der Fed wurde im März um 0,25%, im Mai um 0,50% und im Juni um 0,75% angehoben. Zusätzlich werden weitere Zinserhöhungen von je 0,75% nach den Sitzungen am 27. Juli und 21. September erwartet. Die Entschlossenheit der Fed, die Inflation in den Griff zu bekommen, zeigt sich neben den Zinserhöhungen auch in anderen Bereichen. Die Bilanz der Fed schrumpft nun endlich, die monetäre Basis (Bankreserven und Geldumlauf) ist per 31. Mai im Vergleich zum Vorjahr bei -7,5% (Grafik 1). Auch die breite Geldmenge M2 ist in den letzten zwei Monaten gesunken und die Jahr-zu-Jahr-Wachstumsrate ist auf 6,5 % gefallen (Grafik 2). Überschüssige Liquidität, die als Reaktion auf die Pandemie geschaffen wurde, ist die Hauptquelle der Inflation. Das ultimative Heilmittel für die Inflation wird die Reduzierung der Liquidität sein.

Chart 1

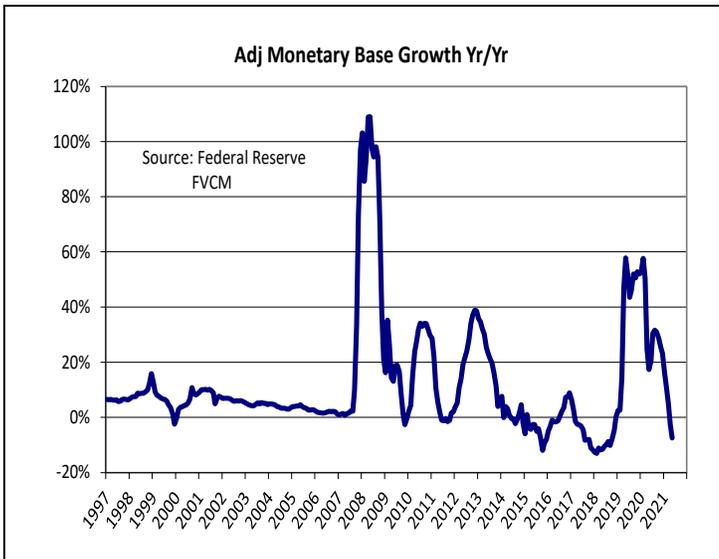
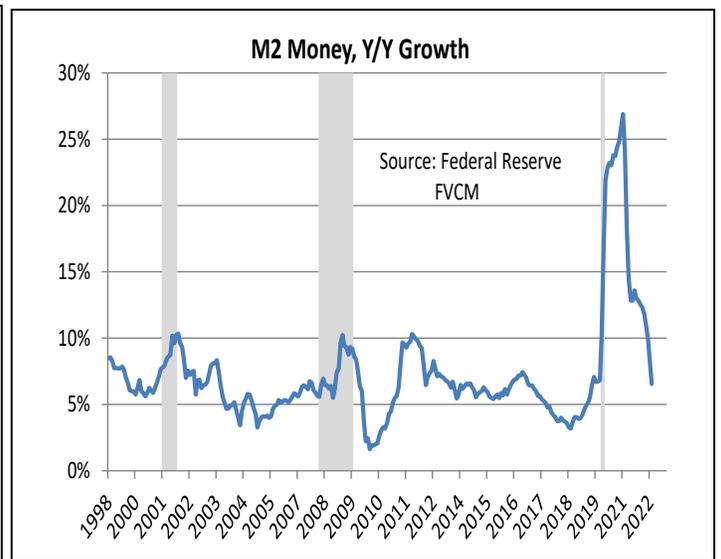


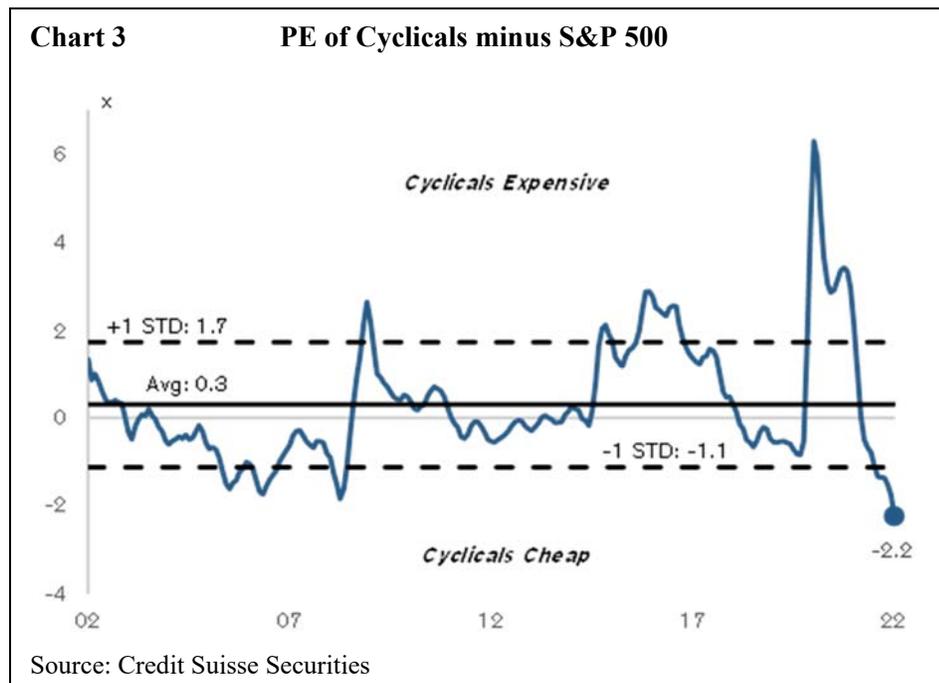
Chart 2



Die aggressive Vorgehensweise der Fed zur Bekämpfung der Inflation hat offensichtlich einige unmittelbare negative Auswirkungen auf Portfoliobewertungen, insbesondere bei konjunktursensiblen Aktien. Im Hinblick auf den aktuellen Schub in den Inflationsszahlen sehen wir dies jedoch als korrekte Maßnahme. Übermäßige Geldschöpfung führt immer zu schnellem Wachstum in den Konsumentenausgaben und verursacht damit Inflation. Aber die Bereitschaft der Menschen, eine Währung zu halten, ist ein großer Faktor. Wenn Menschen Vertrauen in eine Währung verlieren, dann wird diese Währung zu einer heißen Kartoffel, die man so schnell wie möglich weitergeben möchte. Durch ihre Aggressivität sollte die Fed aber Vertrauen schaffen. Dieses Vertrauen allein sollte den Umfang der notwendigen geldpolitischen Straffungsmaßnahmen reduzieren. Verursacht das aktuelle Vorgehen der Fed kurzfristig trotzdem Schmerzen? Sicherlich ist dies auf den Kapitalmärkten der Fall, jedoch noch nicht auf dem Arbeitsmarkt. Wir sehen jedoch das positive an der aktuellen Lage: 1. Inflation frisst Kapital und verzerrt die Kapitalmärkte und den Handel (ganz zu schweigen davon, dass es gesellschaftliche Probleme verursacht). Die Bekämpfung dieser ist gut. 2. Die Abwärtsbewegung der Aktien wird nicht ewig anhalten. Viele Aktien werden aktuell auf einem sehr guten Bewertungsniveau gehandelt und wenn die aktuelle hysterische Reaktion schwindet, werden wir die verfügbare Liquidität investieren, um bei der nächsten Aufwärtsbewegung voll investiert zu sein.

Ein Teil der extremen Kursrückgänge im Monat Juni spiegelt die von Hedgefonds verursachte Volatilität wider. Wir glauben, dass die Antwort auf diese unvorhersehbaren Bewegungen nicht darin besteht, mitzumachen, sondern die sich bietenden Gelegenheiten zu nutzen. JPMorgan berichtete Mitte Juni über extreme Verkäufe von Hedgefonds, während die Deutsche Bank sagte, dass das Aktienfondsengagement seitens der Volatilitätskontrollfonds nur in der 3. Perzentile lag und mit dem Anstieg der Volatilität die Aktiengewichtung der Risikoparitätsfonds die niedrigste seit fast zwei Jahren war. Sowohl Volumenkontrollfonds als auch Risikoparitätsfonds verkaufen Aktien, wenn die Volatilität steigt, was natürlich den unerwünschten Effekt hat, dass die Volatilität noch mehr steigt und solche Fonds dann noch mehr verkaufen. Mehrere Unternehmen stellten auch einen bedeutenden Anstieg der Hedgefonds-Shorts und einen daraus resultierenden Rückgang der Nettoverschuldung fest. Der Kauf und Verkauf durch diese algorithmischen Fonds berücksichtigt die Aktienbewertung nicht und schafft dadurch für andere Marktteilnehmer Chancen Aktien billig zu kaufen. Die Erfolgsbilanz dieser algorithmisch geführten Fonds ist deswegen oft auch nicht beeindruckend, selbst wenn sie von mehreren Nobelpreisträgern geführt wird (siehe Long-Term Capital Management).

Zyklische Aktien unterstreichen die Gelegenheit, die wir am Markt sehen. Uns gefällt die untenstehende Grafik von Credit Suisse. Die KGVs zyklischer Aktien stiegen naturgemäß stark an, als die Gewinne während der Pandemie-Rezession fielen, aber die KGVs stehen jetzt fast zwei Standardabweichungen unterhalb des Mittelwertes. Aus unserer Sicht bedeutet dies, dass die Aktien aktuell sinkende Unternehmensgewinne, die eine Rezession mit sich bringen würde, bereits einpreisen. Daher scheint eine tatsächliche Rezession nur ein geringes zusätzliches Risiko für zyklische Aktien darzustellen. Das sind die Chancen, die entstehen, wenn mechanische Verkäufer die Aktienkurse unter ihren inneren Wert drücken. Als nächstes stellt sich die Frage, wann die Märkte beginnen, die andere Seite des Tals zu sehen. So wie Aktienkurse vor einer tatsächlichen Rezession fallen, neigen Aktienkurse dazu, vor einer tatsächlichen Erholung zu steigen. Ein perfektes Timing von Käufen ist unmöglich, aber wir sollten in den kommenden Monaten recht klare Signale von den Inflationsdaten erhalten. Frühe Anzeichen dafür, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat, sollten mit dem Boden am Aktienmarkt einhergehen und damit ein Kaufsignal für den Aktienmarkt sein.



Der Juni war ein schwerer Monat für Value-Aktien, aber wir gehen davon aus, dass Value-Aktien in den nächsten Jahren Wachstumswerte (Growth-Aktien) in der Performance übertreffen werden. Spekulative und riskante Anlagen, zu denen Growth-Aktien gehören, deren hohe Rentabilitätsversprechen in der Zukunft liegen, erfordern billiges Geld und niedrige Zinsen, um zu glänzen. Sie benötigen auch ein Umfeld mit niedriger Inflation, da zukünftige Gewinne bei steigender Inflation weniger wert sind. Einige mögen denken, dass Wachstumsaktien wieder Ihre Führungsrolle am Markt übernehmen werden, da die Fed erfolgreich darin sein wird, die Inflation zu zähmen. Aber wir bezweifeln das, denn viele Wachstumsaktien weisen immer noch sehr hohe KGVs auf, die schwer zu rechtfertigen sind. Growth-Aktien hatten von 2009 bis etwa 2021 einen hervorragenden Lauf und haben Value outperformt. Diese Trends bewegen sich tendenziell jedoch hin und her und halten viele Jahre an. Dieser unerwartete Anstieg der Inflation wird voraussichtlich die Investoren auf einige Zeit verängstigen. Es ist sehr unwahrscheinlich, dass die Anleger gleich wieder in die spekulativeren Bereiche des Marktes zurückkehren, bevor es nicht eine längere Phase der Beruhigung gab. Die Netflix's und Bitcoins der Welt treten wahrscheinlich in eine lange Phase der Konsolidierung ein. Energie, Industriewerte und andere solide Unternehmen, die Cash generieren, sollten hervorstechen. Daher werden wir unsere Portfolioübergewichtungen in diesen Bereichen beibehalten, denn wir erwarten, dass dort das positive Momentum wieder einsetzt, sobald die Inflationsängste nachlassen und ein neuer Bullenmarkt einsetzt.

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.