

H. Terrence Riley III, CFA
24. Juni 2024

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

Zusammenfassung

- Eine Handvoll sehr großer Tech-Aktien, angeführt von Nvidia, treibt die Aktienindexe weiter in die Höhe.
- Es gibt Gründe, die Aufregung um die künstliche Intelligenz mit Vorsicht zu genießen, da es sich um Geschäfte zwischen einer kleinen Anzahl sehr großer Unternehmen handelt.
- Das anhaltend starke Beschäftigungswachstum, ein Spätindikator, deutet darauf hin, dass die Fed die Zinsen in diesem Jahr, wenn überhaupt, nur einmal senken wird.
- Bis 2025 könnte die Beschäftigung sehr wahrscheinlich zurückgehen und die Fed könnte die Zinsen aggressiv senken, wenn das Wirtschaftswachstum ins Stocken gerät.
- Aktien befinden sich in einem säkularen Bullenmarkt, aber das zyklische Risiko ist weiterhin hoch und die Bewertungen sind überzogen. Es kann gut sein, dass wir niedrigere Aktienkurse sehen und sich gute Kaufgelegenheiten ergeben.
- Die Aussichten für Gold und Goldminenaktien sind auf Jahressicht positiv.

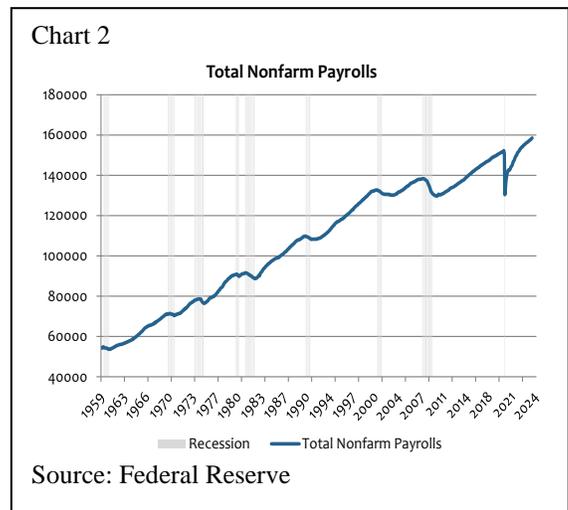
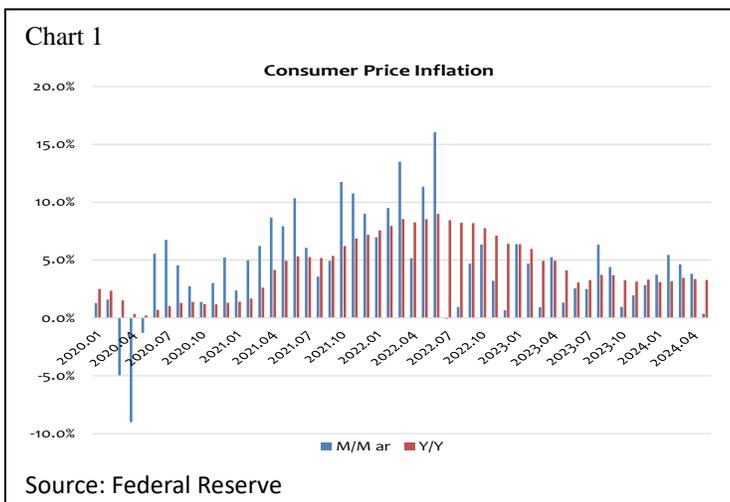
Seit Jahresbeginn hat der S&P 500 um 14% zugelegt, wobei die meisten dieser Zuwächse auf eine kleine Anzahl sehr hoch bewerteter Aktien zurückzuführen ist. Die KI bleibt weiterhin das Hauptthema. Im Mittelpunkt dieses Trends steht Nvidia, welche die fortschrittlichen Grafikchips verkauft, die für das KI-Training und die "Inferenz" verwendet werden, d. h. wenn ein trainiertes Modell neue Schlussfolgerungen zieht, um eine Vorhersage zu treffen oder eine Aufgabe zu lösen. Nvidia hat Chips im Wert von Milliarden von Dollar vor allem an eine Handvoll sehr großer Käufer wie Microsoft, Alphabet und Meta verkauft. Die Nvidia-Aktie ist in der letzten Woche um 9%, im letzten Monat um 42% und in diesem Jahr um 173% gestiegen. Darüber hinaus ist Nvidia allein für 5% der 14%igen Rendite des S&P 500 verantwortlich. Auf die zehn größten Unternehmen entfallen ganze 10% der Indexrendite, während die übrigen 490 Unternehmen nur 4% beisteuern.

Der Kaufrausch bei Chips spiegelt den spekulativen Glauben wider, dass KI riesige neue Einnahmequellen schaffen wird, die enorme neue Investitionen rechtfertigen. Dafür gibt es noch nicht sehr viele Beweise. Zum einen hat die Leistung älterer proprietärer KI-Modelle wie Chat GPT nachgelassen, und neuere Modelle, sogar "Open-Source"-Modelle wie das von Meta, holen auf. Wenn alle Modelle eine ähnliche Leistung erreichen, würde dies bedeuten, dass KI-Modelle zu einer Massenware mit Massenpreisen werden könnten. Das wäre ein Problem, denn schon jetzt haben die Entwickler von KI-Systemen meist sehr hohe Kosten und nur sehr geringe Einnahmen. So berichtete das Wall Street Journal kürzlich, dass die Industrie im Jahr 2023 50 Milliarden Dollar für Chips von Nvidia ausgegeben hat, um KI zu trainieren, aber diese Ausgaben stehen nur 3 Milliarden Dollar an Einnahmen gegenüber. Letztendlich müssen die Nutzer von KI-Systemen einen ausreichenden Nutzen in diesen Systemen sehen, damit sie bereit sind, genug zu zahlen, um die enormen Kosten für den Aufbau und das Training der Systeme zu decken. Es muss nicht in der nahen Zukunft sein – aber dieser Tag könnte durchaus kommen. Die Systeme machen häufig Fehler und scheinen eher als Hilfsmittel für Fachleute geeignet zu sein, als dass sie diese ersetzen könnten. Ein weiterer Aspekt ist zu beachten: Wenn Nvidia Chips an Microsoft, Google usw. verkauft, verbucht Nvidia die Einnahmen sofort in ihrer Gewinn- und Verlustrechnung. Im Gegensatz dazu können die Kosten für den Kauf der Chips und anderer

Hardware kapitalisiert und über Jahre abgeschrieben werden. Infolgedessen sind wahrscheinlich die aktuellen Erträge zu hoch angesetzt, wenn diese Systeme nicht die jetzt erwartete zukünftige Nachfrage erzeugen. Ähnlich wie beim Internet im Jahr 2000 wird es in den nächsten zwanzig Jahren wahrscheinlich erstaunliche Entwicklungen bei der KI geben. Die Explosion des Interesses und der Ausgaben für Chips in den letzten anderthalb Jahren hat jedoch viele Anzeichen von FOMO (fear of missing out). Selbst erfahrene Manager fühlen sich gezwungen, auf neue Trends zu reagieren, wenn diese die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit und der Medien auf sich ziehen. In diesen Fällen gehen die Aktienkurse oft über das Reale hinaus.

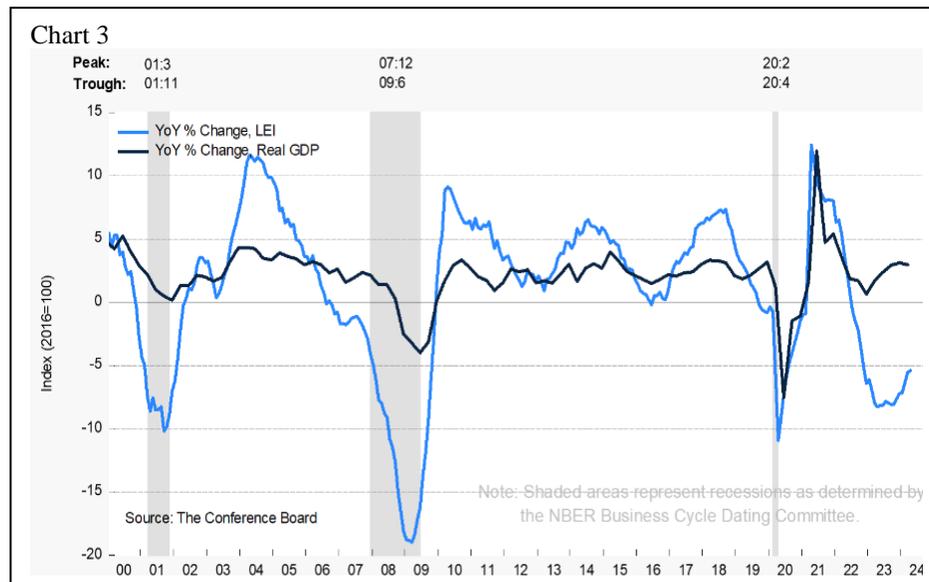
Während zu Beginn des Jahres noch sechs Zinssenkungen erwartet waren, geht man nun davon aus, dass die Fed die Zinssätze im Jahr 2024 höchstens einmal senken wird. Nächstes Jahr könnte das anders sein.

Nach dem Gesetz hat die Federal Reserve zwei Aufgaben zu erfüllen: Maximale Beschäftigung zu erreichen und die Preise stabil zu halten. Die Inflationsrate ist von 9,1% Mitte 2022 auf 3,3% im Mai 2024 stark gesunken, ist aber immer noch ein gutes Stück vom Zielwert von 2% entfernt. Und von Februar bis April dieses Jahres gab es überraschend starke Monat zu Monat Inflationsberichte. Diese stabilen Zahlen ermutigen die Fed, die Zinssätze hoch zu halten, um sicherzustellen, dass Ausgaben und Inflation weiter nach unten tendieren. Gleichzeitig ist die Beschäftigung in den ersten fünf Monaten des Jahres 2024 im Durchschnitt um 248.000 pro Monat gestiegen, verglichen mit durchschnittlich 251.000 pro Monat im Jahr 2023 - keine wesentlichen Anzeichen für eine Verlangsamung. Diese beiden Fakten lassen es angesichts des Fed-Mandats als unnötig erscheinen, dass die Fed die Zinsen senkt. Das Problem ist, dass es sich bei diesen beiden Datensätzen um Spätindikatoren handelt, d. h. sie sagen mehr über die Vergangenheit aus als über die Zukunft.

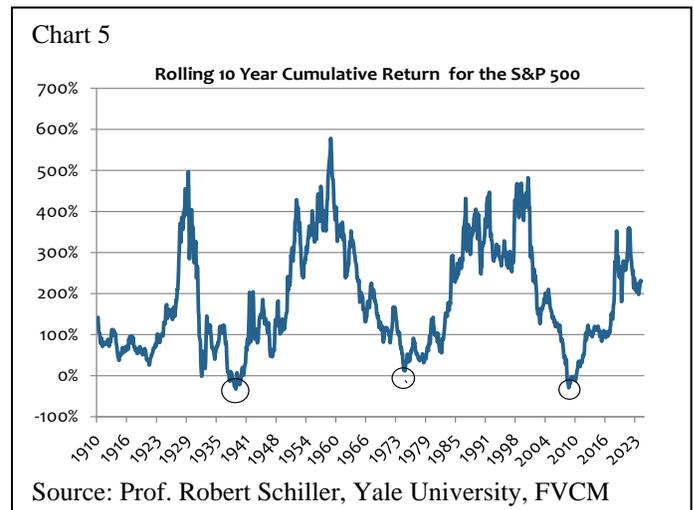
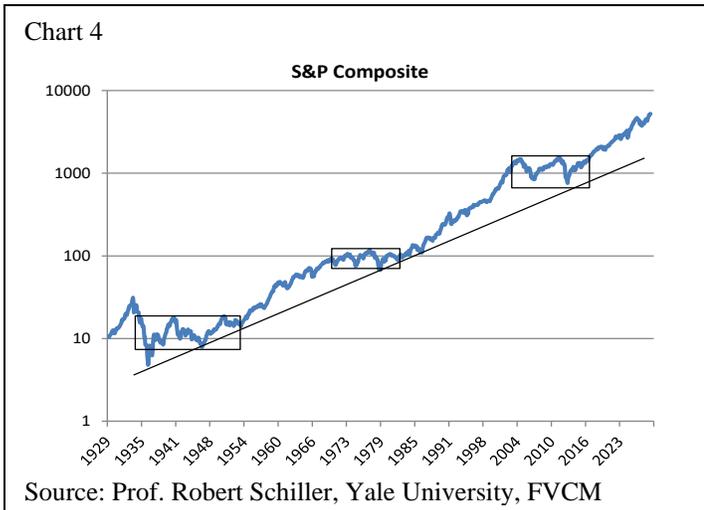


Im Gegensatz zum Beschäftigungswachstum und zur Inflation deuten viele Datensätze, die die Wirtschaft normalerweise anführen, immer noch auf eine Abschwächung des Wachstums hin. Wie wir bereits in der Vergangenheit geschrieben haben, drehte die Zinsstrukturkurve – also die Spanne zwischen kurzfristigen und langfristigen Zinssätzen – im November 2022 und ist seitdem negativ. Dies ist einer der zuverlässigsten Indikatoren für die zukünftige Konjunktur. Ebenfalls fiel ein weiterer zukunftsweisender Indikator, der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe, im selben Monat in den Kontraktionsbereich. Und wie in Diagramm 3 unten zu sehen ist, befindet sich auch der Leitindex des Conference Board im negativen Bereich. Obwohl das Conference Board keine Rezession prognostiziert, erwartet es für das zweite und dritte Quartal 2024 einen Rückgang des realen Wachstums auf unter 1%. Wenn sich das Wachstum tatsächlich auf unter 1%

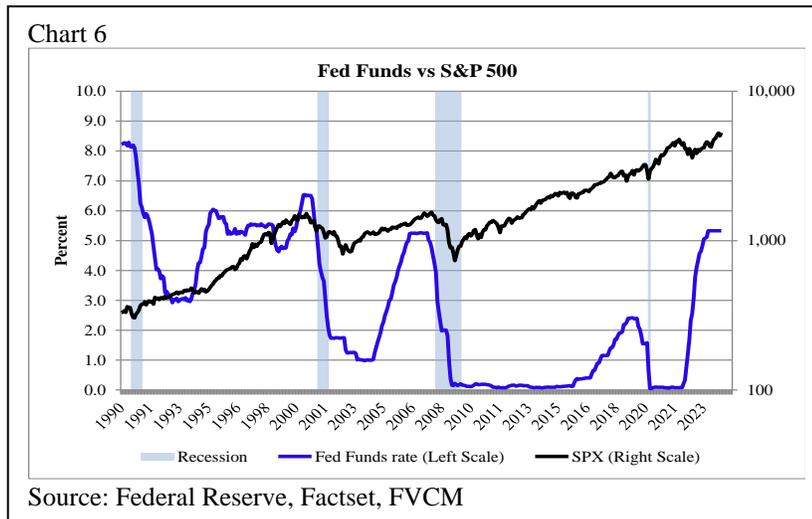
verlangsamt und die Arbeitslosenquote, die derzeit bei 4,0% liegt (letzter Tiefststand lag in 2023 bei 3,4%) weiter ansteigt, wird die Fed im nächsten Jahr wahrscheinlich die kurzfristigen Zinsen senken.



Trotz der zyklischen Gegenwinde, welche die Wirtschaft und den US-Aktienmarkt derzeit behindern, sollten Anleger langfristig denken. Aus unserer Sicht befinden wir uns in einem langfristigen säkularen Bullenmarkt. Wie in Abbildung 4 unten zu sehen ist, befinden wir uns derzeit im dritten säkularen Bullenmarkt der letzten 100 Jahre. Es gab drei große Perioden des zyklischen Rückgangs mit einer Korrektur des Aktienmarkts, wobei der letzte Tiefpunkt im Jahr 2009 erreicht wurde. Wie in Abbildung 5 zu sehen ist, enden diese säkularen Bullenmärkte erst, wenn der Markt eine kumulierte 10-Jahres-Rendite von etwa 500% oder mehr erreicht hat. Per Ende Mai 2024 lagen wir bei einer kumulierten Rendite von 230% – noch weit entfernt von den 500%. Sie fragen sich vielleicht, was diese großen säkularen Trends verursacht hat? Die erste Stagnationsperiode spiegelt den Börsencrash von 1929 und die Große Depression wider, gefolgt von der säkularen Erholung nach dem Zweiten Weltkrieg. Die zweite Stagnationsphase spiegelt den Wertverlust des Dollars wider, als Präsident Richard Nixon beschloss, den Dollar vom Gold zu entkoppeln. Darauf folgte das arabische Ölembargo von 1973 und hohe Inflationsraten. Danach kam eine Bullenphase dank der Federal Reserve von Paul Volker und der „knappen Geldpolitik“ sowie der Deregulierung und Steuersenkungen von Präsident Reagan. Die dritte Stagnationsphase kam, nachdem die Technologieblase im März 2000 platzte, gefolgt vom Platzen der Immobilienblase im Jahr 2008. Alle diese säkularen Perioden beinhalteten kürzere Phasen von zyklischem Auf und Abs.



Wie bereits erwähnt, deuten die Frühindikatoren darauf hin, dass eine Verlangsamung des realen Wirtschaftswachstums bevorsteht und Senkungen der kurzfristigen Zinssätze wahrscheinlich sind. Dies würde mit einer Schwäche der Aktienkurse vereinbar sein. Beachten Sie in Diagramm 6, dass die Fed in der Regel vor dem Beginn einer Rezession mit Zinssenkungen beginnt und diese im weiteren Verlauf der Rezession weiter stark senkt. In ähnlicher Weise sank der S&P 500 während Rezessionen, bevor er sich schließlich wieder auf neue Höchststände erholte. Zinsrückgänge und Aktienkurse gehen Hand in Hand. Daher muss darauf hingewiesen werden, dass dieser Börsenzyklus sehr ungewöhnlich war. Beachten Sie in Diagramm 6, dass die Fed in den 1990er, 2000er und nach 2015 jahrelang die Zinssätze erhöhte und der Aktienmarkt zusammen mit den Zinssätzen weiter stieg. Dieses Mal war es anders, denn die Fed begann im März 2022 mit Zinserhöhungen, und anstatt wie in früheren Phasen steigender Zinsen nach oben zu pflügen, gingen die Aktien Anfang 2022 sofort in einen 25-prozentigen Abschwung. Noch merkwürdiger ist, dass sich der Aktienmarkt von den Tiefstständen im Oktober 2022 vollständig erholt hat und sich noch keine Rezession eingestellt hat. Aufgrund dieser ungewöhnlichen Entwicklung sagen viele Marktteilnehmer voraus, dass es überhaupt keine Rezession geben wird und erwarten die sprichwörtliche „sanfte Landung“, die so häufig vorkommt wie eine „eierlegende Wollmilchsau“. Wir vermuten, dass diese ungewöhnlichen Börsen- und Wirtschaftstrends die Jahrhunderteffekte der Pandemie und des von der US-Regierung verursachten Bargeldüberschusses widerspiegeln. Nichts ist sicher, aber wir sehen Anzeichen dafür, dass die Konsumenten, die mit extra Liquidität versorgt wurden, dieses zusätzliche Geld auch ausgegeben haben aber nun langsam müde werden. So lagen die Einzelhandelsumsätze im Mai im Monatsvergleich nur bei +0,1%, was zwar unter dem Konsens von 0,3% lag, aber besser als die -0,2% vom April waren. Die jüngste Schwäche der Einzelhandelsumsätze ist Teil der anhaltenden Anzeichen für eine Verlangsamung der Verbraucherausgaben.



Die Aktienbewertungen sind hoch, werden aber besonders durch die „Glorreichen Sieben“ und Broadcom, einen großen Chiphersteller, der durch die KI-Bewegung gestärkt wird, verzerrt. Diese großen Unternehmen werden zum 46-fachen ihres Gewinns, zum 34-fachen ihres Buchwerts und zum 13-fachen ihres Umsatzes gehandelt. Im Gegensatz dazu werden die übrigen Unternehmen im S&P 500 zum 23-fachen ihres Gewinns, zum 3,7-fachen ihres Buchwerts und zum 4-fachen ihres Umsatzes gehandelt. In die Bewertungen dieser Super-Large-Caps sind hohe Erwartungen eingerechnet, und sie könnten daher am anfälligsten für eine Kurskorrektur sein. Dennoch sind einige der Entwicklungen im Technologiebereich bahnbrechende Änderungen resp. Paradigmenwechsel, daran zweifeln wir nicht. Unser Problem sind die Emotionen und die daraus resultierenden hohen Bewertungen, die entstanden sind. Sollte es in den kommenden Monaten oder Jahren tatsächlich zu einer Korrektur, wie wir erwarten, kommen, wären langfristige Anleger wahrscheinlich gut beraten, Bargeldpositionen zu reduzieren und Ihre Aktienbestände aufzustocken, und sich dabei auf die vernünftig bewerteten Aktien zu konzentrieren.

Nach einer mehrjährigen Seitwärtsbewegung ist der Goldpreis im letzten halben Jahr von etwa 1.900 USD pro Unze auf über 2.300 USD pro Unze gestiegen. Die Preise könnten noch weiter steigen, und Goldminenunternehmen dürften gut abschneiden. Gold wird oft als Inflationsschutz betrachtet, und das ist auch wahr, wenn man es in Jahrzehnten misst. Auf kürzere Zeiträume, die man in Jahren misst, korreliert Gold jedoch nicht mit Inflationsänderungen. Gold ist viel stärker von globalen wirtschaftlichen und geopolitischen Turbulenzen betroffen. Außerdem schneidet Gold bei niedrigen Zinsen besser ab, da die Opportunitätskosten bei der Nichtanlage von Bargeld in verzinsliche Anlagen kleiner sind. Wie wir in diesem Bericht argumentiert haben, sehen wir einige zyklische Turbulenzen in der Zukunft – schwächeres Wachstum, Volatilität an den Aktienmärkten und niedrigere Zinsen. All diese Faktoren stellen Rückenwind für den Goldpreis dar. Darüber hinaus haben viele Zentralbanken, insbesondere die chinesische Zentralbank, ihre Goldreserven aufgestockt. China sah die Sanktionen mit Russland und dem Iran, und daher ist es logisch, dass China seine Reserven weiter diversifizieren möchte. Zum Vergleich: Laut dem World Gold Council halten die USA über 8133,46 Tonnen Goldbestand, Deutschland über 3352,31 Tonnen Goldreserven, und das riesige China hat nur 2262,45 Tonnen. Es besteht also noch viel Potenzial nach oben.

Abschließend möchten wir sagen, dass es auf den Kapitalmärkten viele kurzfristige Risiken gibt, aber auch viele hochinteressante Chancen. Die Preise sind unserer Ansicht nach zu schnell gestiegen, aber wir glauben, dass wir uns in einem säkularen Bullenmarkt befinden und zyklische Rückgänge genutzt werden sollten, um Aktien guter Unternehmen zu akkumulieren. Die Technologie entfaltet sich rasant, und flexiblen und innovativen Unternehmen aller Art stehen erstaunliche Entwicklungen bevor. Die Schwierigkeit liegt darin, dass die Fundamentaldaten der Unternehmen auf den Kapitalmärkten durch menschliche Emotionen verstärkt werden und die Preise übermäßig schwanken können. Warren Buffetts berühmtes Diktum lautet: „Seien Sie ängstlich, wenn andere gierig sind, und gierig, wenn andere ängstlich sind.“ Die großartigen Renditen der letzten 18 Monate haben uns vorerst ängstlich gemacht, aber wir werden bereit sein, gierig zu sein, wenn die Preise besser sind. Wir erinnern uns auch an einen anderen berühmten Finanzexperten: John Pierpoint Morgan sagte, Sie werden pleitegehen, wenn Sie gegen die Vereinigten Staaten wetten.

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.