

H. Terrence Riley III, CFA
13. Oktober 2023

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

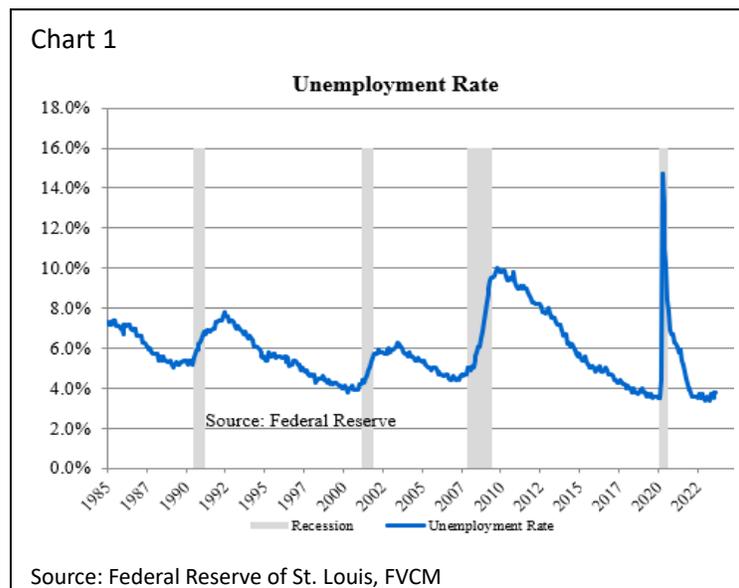


- Wir glauben, dass das Risiko einer weiteren 10%igen Korrektur bei den Aktienkursen durchaus gegeben ist. Falls das passiert, werden wir unsere Bargeldreserven für Aktienkäufe nutzen.
- Der plötzliche Anstieg der Renditen der 10-jährigen US-Schatzanleihen hat im letzten Monat Druck auf die Aktienkurse ausgeübt.
- Die Gewinne für den S&P 500 wachen in diesem Jahr, da die Margen sich erholen.
- Für 2024 wird aber erwartet, dass das Wachstum, im Einklang mit sich verstärkenden Rezessionsaussichten, stark nachlässt.
- In letzter Zeit wurde viel darüber geschrieben, dass sich der Aktienmarkt in eine starke saisonale Phase bewegt. Wir sind uns nicht sicher, ob diese Theorie auch eine wirkliche Grundlage in der Realität hat.
- Nach einem katastrophalen Jahr 2022 setzte die starke Performance der "magnificent seven" sich bis zum dritten Quartal 2023 fort. Wir sind uns nicht sicher, wann hier die Trendwende wieder einsetzt, aber bei den aktuellen Bewertungen vermuten wir, dass eine Wiederholung der 2022er Kurskorrektur für diese 7 Aktien wieder in Reichweite liegt.

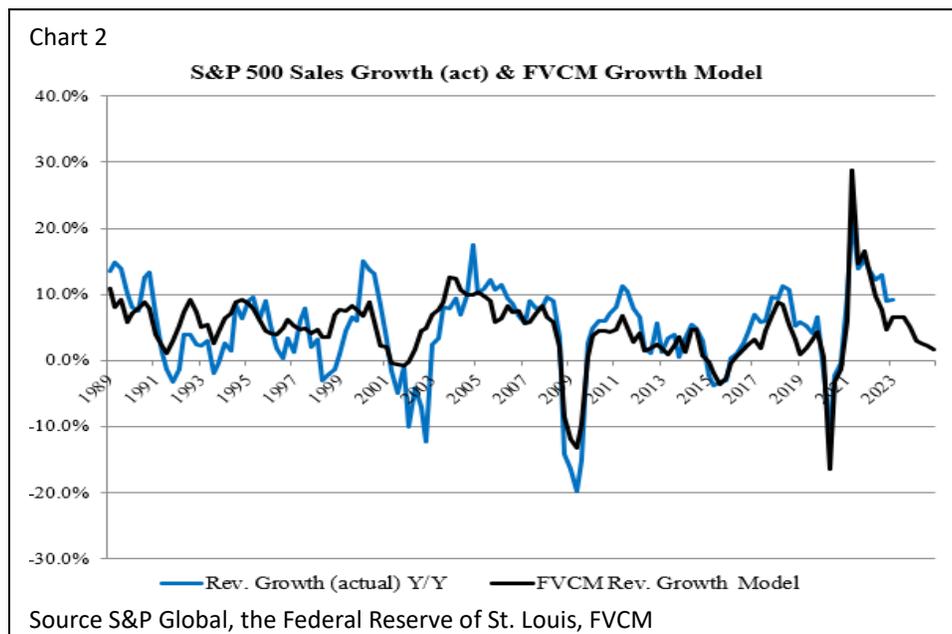
In den kommenden Monaten sehen wir für den Aktienmarkt ein gewisses Korrekturrisiko, denn es kann durchaus sein, dass das Risiko der Rezession zur Realität wird. Die Marktcommentare von Vertretern der Federal Reserve, Vermögensverwaltern und anderen Analysten konvergieren weiterhin weitgehend dahingehend, dass die Wirtschaft eine Rezession vermeiden wird und ein "sanftes Landen" erleben wird, was geringes, aber positives Wachstum bedeutet. Wie wir bereits in unserem Bericht im Juli 2023 ausführlich dargelegt haben, stützen die Theorien von Robert Lucas Jr., Milton Friedman und

Edmund Phelps die Möglichkeit eines sanften Landens. Dennoch bleibt die Grundannahme, dass es zu einer Rezession kommen wird. Die Fed hat erfolgreich die Erwartung geschürt, dass sie alles tun wird, um die Inflation zu zügeln, aber höchstwahrscheinlich wird dies nur bedeuten, dass die Rezession mild ausfällt, aber nicht vermieden wird. Die hohen staatlichen Ausgaben der Regierung (zuletzt das Ende 2021 verabschiedete 1 Billionen Dollar Infrastrukturgesetz) hat bislang die wirtschaftliche Party verlängert, aber wir glauben, dass der Zapfenstreich kommt. Die Zinspolitik der Fed, die Tages-Zinssatz innerhalb von nur 16 Monaten auf 5,25% angehoben hat, zeigt sich u.a. deutlich in einem langsameren Kreditwachstum, einem rückläufigen Geldangebot. Die anhaltende Stärke am Arbeitsmarkt, die in Lehrbüchern der Volkswirtschaftslehre als ein hinkender oder nachlaufender Indikator gelehrt wird, lenkt von der Realität der finanziellen Enge, die zwangsläufig zu einer gewissen Schrumpfung führen wird, ab.

Dank guter Wirtschaftsdaten ist seit Anfang September die Renditen der 10-jährigen US-Schatzanleihen von 4,2% auf 4,8% gestiegen. Wir gehen davon aus, dass die Renditen in sechs Monaten aber wieder niedriger sein werden. Ende letzter Woche wurde berichtet, dass die außerlandwirtschaftlichen Beschäftigten im September um 336 Tausend gestiegen sind, weit mehr als die erwarteten 162 Tausend, und die Arbeitslosenquote blieb bei 3,8%. Ein paar Tage zuvor wurde bekanntgegeben, dass der ISM-Fertigungs-Einkaufsmanager-Index (PMI) im dritten Monat in Folge gestiegen ist. Er liegt nun bei 49,0, was ein fast neutrales Niveau ist, nachdem er zehn aufeinanderfolgende Monate unter 50 lag. Aber vor Rezessionen sind Anstiege im PMI nicht so ungewöhnlich, und wie bereits beschrieben ist die Arbeitslosenquote ein hinkender, nicht führender Indikator (beachten Sie in Chart 1, wie die Arbeitslosenquote erst nach Ende der Rezession ihren Höhepunkt erreicht). Ironischerweise haben diese guten Nachrichten über Beschäftigung und PMI schlechte Nachrichten für die Aktienkurse gebracht, da Anleger aus Angst, die Fed müsse die Geldpolitik stärker straffen als zuvor erwartet, Gewinne mitgenommen haben. Leider glauben wir, dass die Aktienkurse in naher Zukunft weiter unter Druck bleiben werden, da sich die Rezessionsängste verstärken sollten, wenn die Wirtschaftsdaten nachlassen und die Renditen wieder sinken.

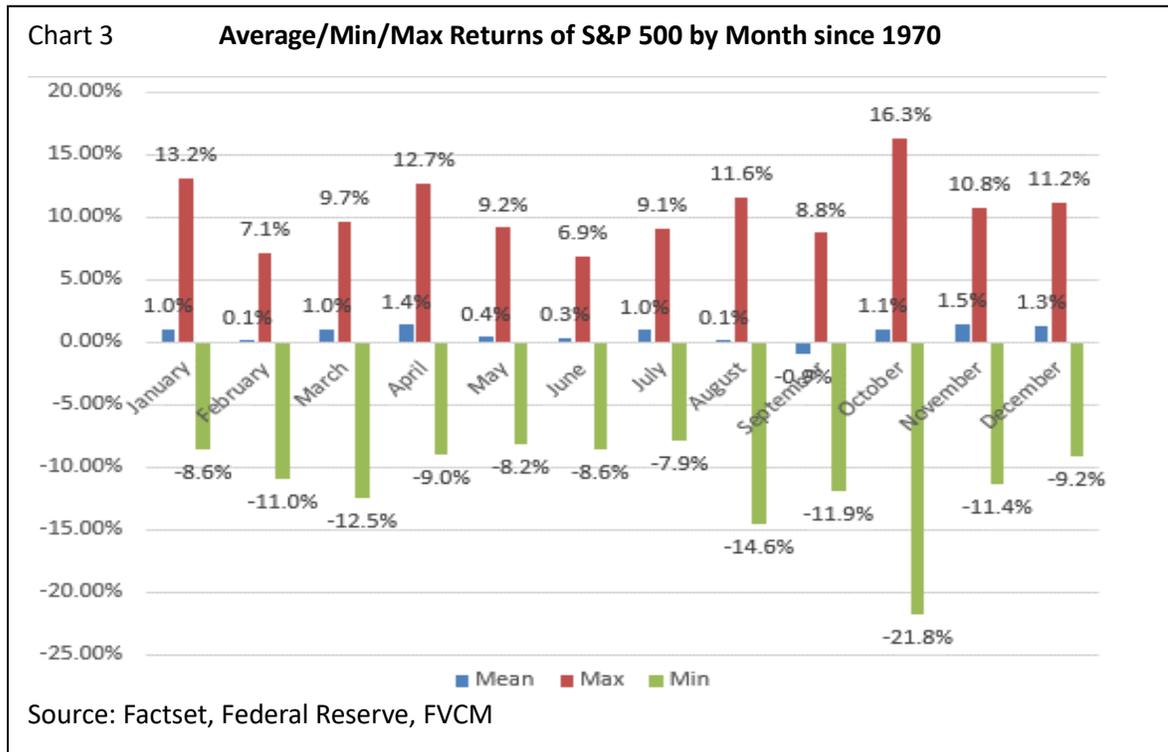


Wir erwarten, dass der Umsatz für den S&P 500 im Jahr 2024 um 2,3% und die Gewinne um 1,5% steigen werden. Für das Jahr 2023 liegt unsere Schätzung, dank einer Erholung der Gewinnmargen im Verhältnis zum Vorjahr, bei einer Umsatzsteigerung von 6,7%, während die Gewinne um 13% steigen sollten. Unsere Prognose basiert auf der Erwartung, dass das nominale BIP-Wachstum von 9,1% im Jahr 2022 auf 5,7% im Jahr 2023 und 3,4% im Jahr 2024 abnehmen wird. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass sich der Wechselkurs des Dollars nicht wesentlich ändern wird (ein stärkerer Dollar bedeutet schwächere Umsätze). Die Gewinnmargen werden voraussichtlich im Jahr 2024 etwas schrumpfen, da die Kosten auf einer langsamer wachsenden Umsatzbasis verteilt werden müssen. Unsere Schätzung für die Erträge im S&P 500 im Jahr 2024 beträgt 225,1, nur leicht höher als 221,9 für 2023. Der S&P 500 wird aktuell zu einem KGV von 19 (Schätzung für 2024) gehandelt und ist nicht gerade günstig. Dieses Kurs-Gewinn-Verhältnis wird jedoch durch die hohen Bewertungen der "magnificent seven" (siehe unten) verzerrt. Man findet guten Value am Markt. So beträgt zum Beispiel das KGV für unser „strategisches US-Aktienportfolio“ nur 12,7.



In der Finanzpresse wurde in letzter Zeit viel darüber geschrieben, dass wir uns vom schwächsten Zeitraum des Jahres für Aktien in den stärksten bewegen. Wir haben die Daten analysiert und bedauern, dass diese Aussage keine starke Grundlage hat. Es ist wahr, dass der September seit 1970 - mit einer durchschnittlichen Rendite von -0,89% - der schlechteste Monat des Jahres für den S&P 500 war. Allerdings betrug die Standardabweichung der Renditen (die Ihnen sagt, in welchem Bereich um den Durchschnitt etwa 2/3 aller Renditen lagen) 4,5%! Es gab einen Monat, in dem die Aktien eine negative Rendite von 11,9% im September hatten, aber es gab auch einen Monat, in dem die Rendite bei plus 8,8% lag. Im Vergleich zu dieser breiten Bandbreite in den Ergebnissen würden wir sagen, dass der Durchschnitt von -0,89% nicht viel aussagt. Anzumerken ist auch, dass der Monat mit der besten historischen Durchschnittsrendite (+1,5%) der November ist. Die Standardabweichung betrug jedoch auch 4,5%, und die Bandbreite der Ergebnisse reichte von +10,8% bis -11,4% (siehe Chart 3). Diese Zahlen

zeigen deutlich, dass die Rede von Saisonalität am Aktienmarkt uns im Wesentlichen gar nichts sagt. Lassen Sie uns deswegen auf wirtschaftliche, geschäftliche und fundamentale Aktien-Kennzahlen das Augenmerk legen.



Die herausragende Performance der "magnificent seven" setzte sich bis zum Ende des dritten Quartals 2023 fort. Wir sehen hier einen Bullen, den wir nicht unbedingt reiten möchten. Von Jahresbeginn bis zum 30. September trugen diese sieben Aktien (Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta Platforms (d. h. Facebook), Tesla und Alphabet (d. h. Google)) ganze 11,0% zur Gesamtrendite des S&P 500 von 13,1% bei. Das heißt 493 Unternehmen lieferten die verbleibenden 2,1%. Wie bereits berichtet, spiegelt die Dominanz dieser sieben Unternehmen in der S&P 500-Performance einen Hype wider, der im Januar durch die Ankündigung von Microsoft ausgelöst wurde, 10 Milliarden Dollar in ChatGPT, den Schöpfer eines künstlichen Intelligenzprogramms für natürliche Sprache, zu investieren. Aber bedenken Sie, dass diese gleichen sieben Unternehmen 2022 hohe Verluste verzeichneten, mit Gesamtrenditen von Apple (-27%), Microsoft (-29%), Nvidia (-51%), Amazon (-50%), Meta Platforms (-65%), Tesla (-66%) und Alphabet (-39%). Aufgrund der Dominanz dieser großen Aktien in einem kapitalgewichteten Index wie dem S&P 500 sind unsere Portfoliorenditen oft wenig korreliert. Wir konzentrieren uns mehr auf Value-Aktien und mittelgroße Unternehmen, die Potenzial für Gewinnwachstum über viele Jahre haben, anstatt auf die beliebten, "gehypten" Aktien mit hohen Bewertungen. Diese „hype Aktien“ können im Vergleich zum Rest des Marktes Perioden mit hoher Volatilität haben. Wir denken es macht Sinn an unserer fundamentalen Aktienauswahl festzuhalten und

die Hype-Sequenzen weiterhin zu vermeiden. Wir bleiben deswegen unserer Strategie, die wir seit 1992 verwenden, treu und die in der Vergangenheit vergleichsweise niedrige Volatilität zeigte.

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.