

H. Terrence Riley III, CFA
15. Dezember 2022

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

S&P 500



Source: Factset

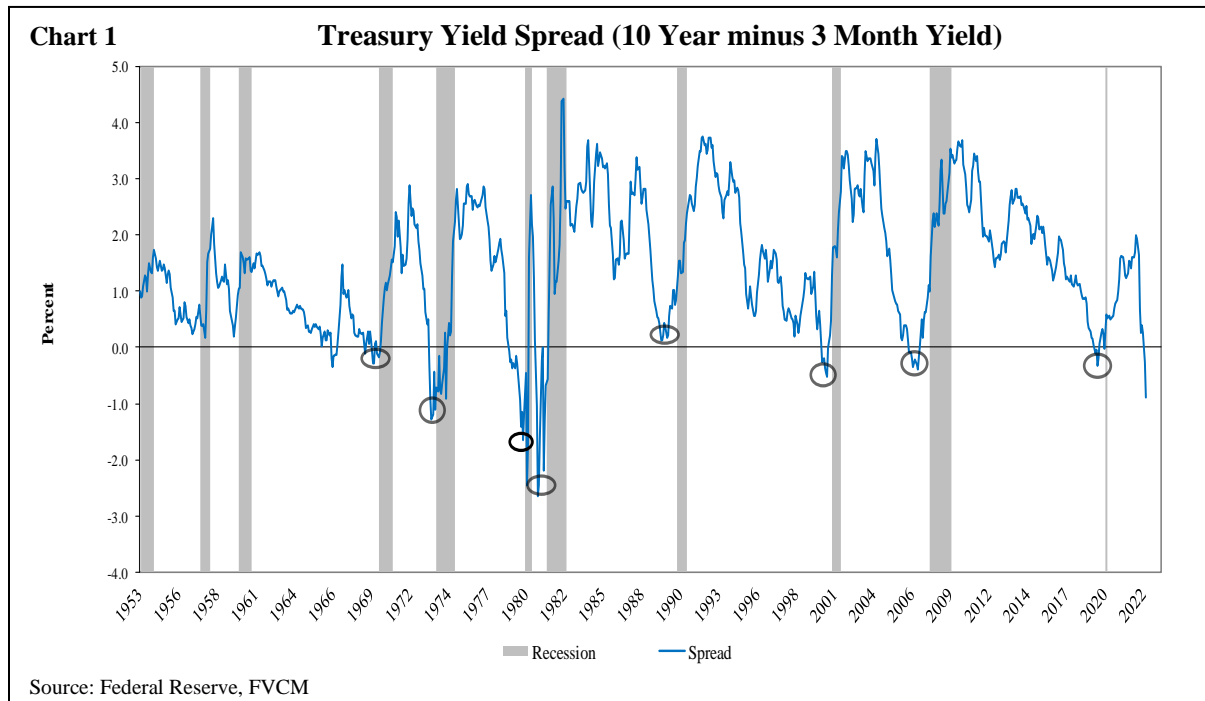
Die wichtigsten Punkte

- Die jüngsten Daten bestätigen, was der Aktienmarkt uns seit Anfang des Jahres prognostiziert: Die Wirtschaft befindet sich entweder bereits in einer Rezession oder steht kurz davor. (entweder bereits in- oder kurz vor einer Rezession)
- Die letzten Inflationzahlen haben sich deutlich verbessert und die Aussichten für Gewinne am Aktienmarkt im Jahr 2023 werden besser.
- Trotz besserer Inflationzahlen und negativer Wachstumsaussichten hat die Fed ihre Absicht bekundet die Zinsen weiter anzuheben, um sicherzustellen, um der Inflation entgegenzuwirken.
- Aktienrenditen könnten durch die aktuelle Zinspolitik der Fed kurzfristig unter Druck bleiben. Es deutet jedoch immer mehr darauf hin, dass die Inflation tatsächlich rückläufig ist. Aktienkurse sollten sich in der Erwartung, dass die Fed ihre Politik ändern muss, positiv entwickeln und in einen neuen Aufschwung Zyklus übergehen.
- Wir sind nicht davon überzeugt, dass sich die jüngste Eurostärke fortsetzen wird.
- Anleiherenditen haben ihren Höhepunkt möglicherweise schon erreicht. Eine sukzessive Erhöhung der Duration im Portfolio scheint angemessen.

Rezessionsrisiko hoch: Aktienkursentwicklung warnt seit Monaten vor Rezession

Die Anzeichen, dass die Wirtschaft in einer Rezession steckt, oder sich kurz vor einer befindet, werden immer mehr. Die Einzelhandelsumsätze für November gingen um überraschende 0,6% zurück. Die Industrieproduktion hingegen nur um 0,2%. Diese Zahlen wurden auch durch den ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe bestätigt. Dieser fiel im November auf 49 zurück. Zahlen unter 50 signalisieren, dass das verarbeitende Gewerbe nicht mehr wächst. Ein weiterer wichtiger Indikator für den Konjunkturzyklus ist das Verhältnis der 3-Monats- zur 10-Jahres Zinskurve. Aktuell rentieren 10-jährige US-Staatsanleihen mit 3,445% im Verhältnis zu 4,333% für die 3-monatigen US-Staatsanleihen. Wie man Chart 1 entnehmen kann, folgt auf eine inverse Zinsstrukturkurve normalerweise eine Rezession (unter einer inversen Zinsstruktur versteht man, wenn die kurzfristigen Zinsen höher sind als die langfristigen). Die Frühindikatoren – Zinsstrukturkurve, der PMI für das verarbeitende Gewerbe und der Aktienmarkt – indizieren eine Rezession, welche entweder schon präsent ist, oder kurz bevorsteht.

Die Federal Reserve hat ihren Fokus lange auf den Arbeitsmarkt gerichtet und weniger auf die oben angesprochenen Frühindikatoren. Die Fed-Modelle stützen sich auf die als Phillips-Kurve gekannte Theorie. Diese zeigt die inverse Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation an. Die Anzahl neu geschaffener Stellen stieg im November überraschend stark um 263.000. Die Arbeitslosenquote verharrte auf niedrigen 3,7%. Es scheint so, als würde sich die Fed weiterhin auf die anhaltende Stärke des Arbeitsmarktes fokussieren. Dies trotz Anzeichen verlangsamender Inflation und Frühindikatoren, welche auf eine Rezession hindeuten. Wir denken, dass die Fokussierung auf die Arbeitsmarktdaten politisch bestimmt sein könnte. Jeder Wirtschaftsstudent im ersten Studienjahr lernt, dass Arbeitslosigkeit ein Spätindikator ist. Zudem gibt es keine objektiven Daten, welche die Phillips-Kurve untermauern.



Die Inflationsdaten der letzten Monate haben sich überraschend verbessert. Trotzdem drückt die Federal Reserve ihre Entschlossenheit aus, die Zinsen weiter anzuheben. Die US-Konsumentenpreise stiegen im November nur um 0,1% (eine annualisierte Rate von 1,2%). Dies deutet auf Preisrückgänge bei einigen Industriegütern, Mieten und Energie hin. Über die letzten 5 Monate sind die Preise mit einer annualisierten Rate von 2,5% gestiegen. Im Jahresvergleich liegt diese weiterhin bei inakzeptabel hohen 7,1%. Die aggressive Straffungspolitik der Fed hat zweifellos den gewünschten Effekt den Preisanstieg zu bremsen. Überdies zeigen die Frühindikatoren, wie bereits erwähnt, Warnsignale für eine Rezession. Diese hätte einen weiteren Abwärtsdruck auf das Preisniveau als Konsequenz.

“Am schmerzvollsten wäre es, die Zinsen nicht stark genug anzuheben und die Inflation sich damit manifestieren zu lassen.” Federal Reserve Chairman Jerome Powell, 14. Dezember 2022.

Die Fed betonte, dass sie mehr wirtschaftliche Daten benötige, um ihre Einschätzung zur aktuellen Inflationslage anzupassen. Wie erwartet erhöhte die Fed die kurzfristigen Zinsen in der Sitzung am Mittwoch (14. Dezember) um 0,5% auf eine Spanne von 4,25% - 4,50%. Allerdings sieht die Fed jetzt das Zinsniveau auf 5,1% steigen, bevor sie möglicherweise weitere Zinserhöhungen aussetzen wird. Diese genannten 5,1% waren höher als die Prognose von 4,6%, welche die Fed noch im September abgab. Der Aktienmarkt hat sich seit dieser negativen Überraschung nach unten entwickelt. Die Fed scheint auf den Umstand fokussiert, dass die Preise für Dienstleistungen weiter stark steigen und das Beschäftigungswachstum anhaltend stark ist. Der Rückgang der Aktienkurse zeigt die Sorge der Marktteilnehmer, dass sich die Fed zu sehr auf den Spätindikator Arbeitsmarkt fokussiert. Der Schaden für die Realwirtschaft könnte dadurch am Ende schwerwiegender sein als nötig, oder zumindest erwartet. Dennoch sind Powell und die Fed entschlossen, Glaubwürdigkeit zur Inflationsbekämpfung zu etablieren und dies ist gut so. Es ist besser jetzt aggressiver vorzugehen und die Inflation erfolgreich einzudämmen als zu wenig zu tun und den Kampf unnötig zu verlängern.

Die jüngsten Daten des S&P Global zeigen, dass die Gewinne des S&P 500 im ersten Quartal 2022 ihren Höhepunkt erreichten und seitdem rückläufig sind. Dieser Rückgang kam trotz eines starken Umsatzwachstums von rund 13% zustande. Ein Teil des geschätzten 6% Rückganges der Betriebsgewinne im S&P 500 im Jahre 2022 war auf einen „nicht realisierten Anlageverlust“ bei Berkshire Hathaway zurückzuführen. Dieser Verlust reduzierte die Gewinne im Index um \$4.74 oder 2,4%. Der restliche Gewinnrückgang war überwiegend auf eine sich verringernde Gewinnmarge zurückzuführen. Die Großhandelskosten für Unternehmen waren sehr stark gestiegen. Wie in untenstehender Tabelle dargestellt erwarten wir, dass der Druck auf die Gewinnmargen im Jahre 2023 anhalten wird und damit die Gewinne voraussichtlich nur um etwa 2% auf 200,37 steigen werden. Dies trotz einer geschätzten Umsatzsteigerung von 6%.

	S&P 500					
	Revenue	Operating Earnings	Special Items	GAAP Earnings	Oper Margin	Net Margin
2010	962.71	83.77	6.42	77.35	8.7%	8.0%
2011	1,052.83	96.44	9.49	86.95	9.2%	8.3%
2012	1,092.37	96.82	10.31	86.51	8.9%	7.9%
2013	1,116.81	107.30	7.10	100.20	9.6%	9.0%
2014	1,163.32	113.01	10.70	102.31	9.7%	8.8%
2015	1,127.13	100.45	13.92	86.53	8.9%	7.7%
2016	1,150.68	106.26	11.71	94.55	9.2%	8.2%
2017	1,231.57	124.51	14.63	109.88	10.1%	8.9%
2018	1,343.01	151.60	19.21	132.39	11.3%	9.9%
2019	1,415.01	157.12	17.65	139.47	11.1%	9.9%
2020	1,362.39	122.37	28.24	94.13	9.0%	6.9%
2021	1,566.80	208.21	10.34	197.87	13.3%	12.6%
2022(e)	1,732.85	195.67	10.85	179.29	11.3%	10.3%
2023(e)	1,831.00	200.37	10.89	189.48	10.9%	10.3%

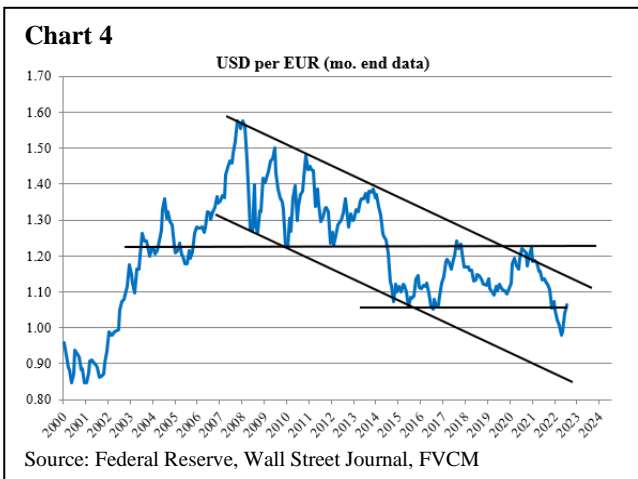
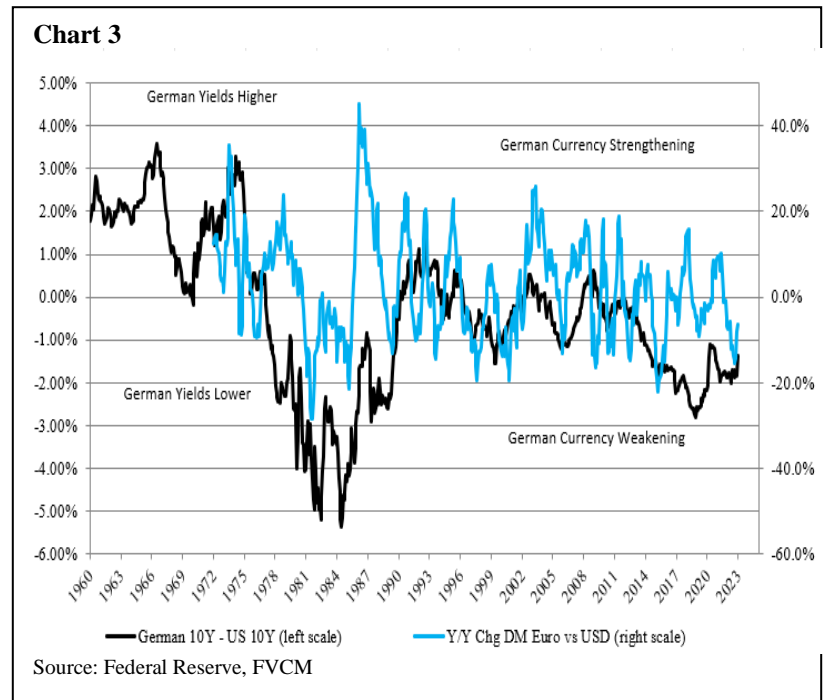
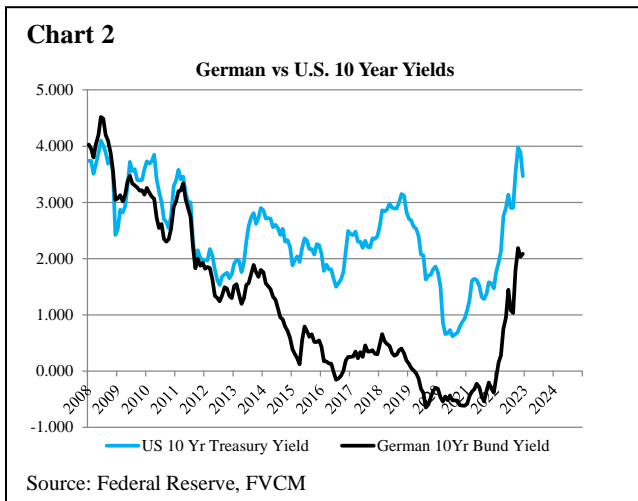
Die Aktienkurse könnten in den nächsten Wochen weiter fallen. Anleger sollten Kursrückgänge jedoch als Kaufgelegenheit sehen. In den zwei Monaten zwischen Mitte Oktober und Mitte Dezember hatte der S&P 500 einen schönen Anstieg von 14% zu verzeichnen. Diesem wurde mit der Ankündigung der Fed am 14. Dezember ein Ende gesetzt. Zu diesem Zeitpunkt gab die Fed bekannt, dass sie beabsichtige die Zinssätze weiter zu erhöhen bis sie über der 5% - Marke liegen. Aktienmärkte bewegen sich nie nur in eine Richtung und daher glauben wir auch, dass diese Schwächephase nur vorübergehend anhält. Inflation wird der bestimmende fundamentale Faktor sein, welcher die Aktienmarkterträge bestimmen wird. Falls sich die Wirtschaftsdaten weiterhin in die Richtung bewegen, die wir seit rund fünf Monaten sehen, sollte die Fed ihren Straffungskurs im Verlauf der ersten Hälfte des Jahres 2023 unterbrechen. Etwa zur gleichen Zeit sollten erste Anzeichen einer Schwäche des Arbeitsmarkts zu sehen sein. Es ist sehr wahrscheinlich, dass der Aktienmarkt in eine Rallye übergeht, sobald die Anleger realisieren, dass die Fed ihre straffe Haltung aufgeben könnte. Diese Rallye wäre in Erwartung der unvermeidlichen Beschleunigung des Wirtschaftswachstums. Daher sind wir trotz kurzfristig möglicher Volatilität für das Jahr 2023 insgesamt optimistisch.

Recession versus S&P 500 (SPX) Peaks, Troughs, and Recovery Times													
Recession Start	Recession Finish	Months of Recession	SPX Peak		# Mos SPX Peak before Recession	SPX Low Month	SPX Value	Months of Decline	Percent Decline	SPX Recovery		Months until Recovery	Years until Recovery
			Month	SPX Value						Month	SPX Value		
1973.12	1975.04	16	1972.12	118.05	12	1973.09	63.54	9	-46%	1980.07	121.67	91	7.6
1980.02	1980.08	6	No Related Peak										
1981.08	1982.12	16	1981.03	136.00	5	1982.07	107.90	16	-21%	1982.11	138.53	20	1.7
	No Recession		1987.08	329.80		1987.11	230.30	3	-30%	1989.07	346.08	23	1.9
1990.08	1991.04	8	1990.05	361.23	3	1990.10	304.00	5	-16%	1991.02	367.07	9	0.8
2001.04	2001.12	8	2000.08	1517.68	8	2002.09	815.28	25	-46%	2007.09	1526.75	85	7.1
2008.01	2009.07	18	2007.10	1549.38	3	2009.02	735.09	16	-53%	2013.03	1569.19	65	5.4
2020.03	2020.05	2	2019.12	3230.78	3	2020.03	2584.59	3	-20%	2020.07	3271.12	7	0.6
	Unknown		2021.12	4766.18		2022.09	3585.62	9	-25%				
Averages		11			6			10	-30%			38	3.2

Source: Federal Reserve, Factset, S&P Global, FVCM Month end SPX values used in all calculations.

Der obige Chart zeigt die Beziehung zwischen S&P 500 (SPX) und Rezessionen. Seit den 1970er Jahren begann der SPX durchschnittlich sechs Monate vor jeder Rezession zu sinken. Ausnahme war die kurze Rezession von 1980. Wir befinden uns heute im 12. Monat seit dem Höhepunkt im SPX. Das ist der längste Zeitraum vor einer Rezession und ebenso lang wie die Periode vor der Rezession im Jahr 1973. Diese Daten unterstützen die Annahme, dass wir uns jetzt in einer Rezession befinden oder kurz davorstehen. Ebenfalls erwähnenswert ist der 25%ige Rückgang des SPX zwischen Dezember 2021 und September 2022. Der durchschnittliche Rückgang in einer Rezession lag historisch bei rund 30% und damit wenig mehr als heute. Wir können nicht versprechen, dass das SPX-Tief vom September 2022 das endgültige Tief für diesen Bärenmarkt bleiben wird. Wir sehen hierfür allerdings sehr gute Chancen, sofern sich die Inflationsdaten weiter abschwächen. Beachten Sie bitte auch, dass die durchschnittliche Zeit für den SPX seine frühere Höchstmarke zurückzuerobern bei 38 Monaten liegt. Diese Daten variieren natürlich stark, deuten aber darauf hin, dass es bis zu zwei Jahren dauern könnte bis der SPX sein altes Hoch von 4766 wieder erreicht. Sollte dies der Fall sein, würde der SPX in den nächsten zwei Jahren etwa 12% pro Jahr zulegen.

Die Renditen deutscher Bundesanleihen sind in letzter Zeit schneller gestiegen als die US-Renditen. Wir sind nicht davon überzeugt, dass sich die Erholung des Euros fortsetzen wird. Die Renditedifferenz zwischen der 10-jährigen Bundesanleihe und der 10-jährigen US-Staatsanleihe war im April mit 2% am größten. Seitdem sind die Renditen beider Anleihen weiter gestiegen. Die Bundesanleiherendite allerdings deutlicher. Heute liegt der Unterschied bei 1,38% (siehe Chart 2). In Chart 3 ist der Zusammenhang zwischen relativ steigenden Zinsen in Deutschland im Verhältnis zu den USA und einem Erstarren des Euro dargestellt. Wenn die deutschen Renditen im Verhältnis zu den amerikanischen fallen tendiert der Euro zur Schwäche. Perspektivisch sind wir nicht überzeugt, dass die Renditen in Europa weiterhin stärker steigen als die amerikanischen. Große Verschuldungen in bestimmten Regionen der Eurozone begrenzen die Möglichkeit der EZB die Geldpolitik, wie benötigt zu straffen, ohne ein negatives Finanzereignis auszulösen. Zudem ist festzustellen, dass sich der Euro seit 2008 in einem Abwärtstrend befindet (Chart 4). Aus technischer Sicht trifft der Euro nun auf Widerstand im Bereich von 1,05/1,06. Obwohl wir dem Euro gegenüber nicht optimistisch eingestellt sind, bleiben Wechselkurse sehr schwer zu prognostizieren. Manchmal ist die beste Prognose die naive Prognose. Daher empfehlen wir Investoren mit der Erwartung, dass sich in den kommenden Monaten nicht viel ändern wird, an den USD/EURO Wechselkurs heranzugehen.



Anleihen haben sich in den letzten Wochen positiv entwickelt. Die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen sind von ihrem Höchststand bei 4,3% Ende Oktober auf heute 3,5% gefallen. Dieser Rückgang spiegelt die Sorgen der Marktteilnehmer auf eine nachlassende Wirtschaftsleistung bzw. Rezession wider. Die Entwicklung der langfristigen Zinsen sollte die kommenden Monate weiterhin rückläufig sein. Dies geht einher mit den sich verschlechternden Wirtschaftsdaten. Es scheint daher sinnvoll, zu diesem Zeitpunkt im Wirtschaftszyklus, allmählich länger laufende Anleihen aufzubauen.

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.