

H. Terrence Riley III, CFA
10. Dezember 2021

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

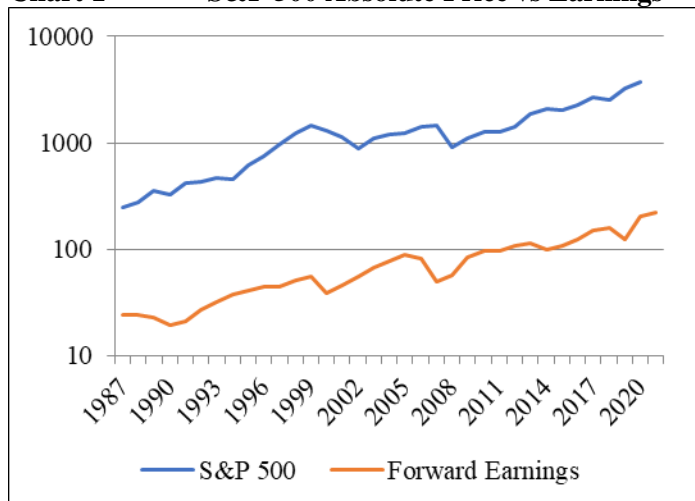
Aktien bleiben eine attraktive Anlageklasse

Wie so oft haben Anleger Bedenken hinsichtlich des Aktienmarkts. Wir bleiben aber bullisch und vermuten, dass ein Bärenmarkt noch mindestens ein bis zwei Jahre entfernt ist. Die Themen, welche Kunden und Investoren, mit denen wir gesprochen haben, aktuell am meisten zu beschäftigen scheint, sind:

1. Die hohe Bewertung am Aktienmarkt
2. Die negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft, durch weitere Reaktionen der Politik auf COVID-19
3. Die Anpassungen der Fed hin zu einer restriktiveren Geldpolitik und
4. Inflation.

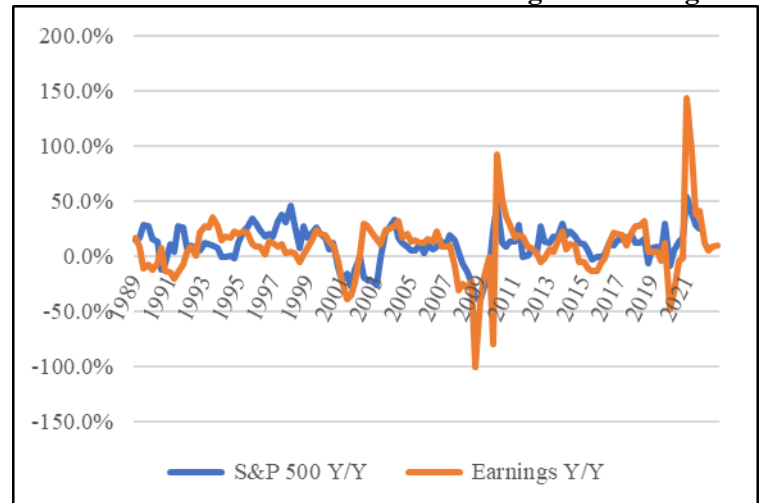
All diese Themen sind besorgniserregend. Daher werden wir auf jeden Punkt kurz eingehen. Aber lassen Sie uns vorab sagen: Der wichtigste Faktor, der die Aktienkurse antreibt, ist die Gewinnentwicklung der Unternehmen. Aktuelle Daten zeigen primär immer noch anhaltendes Wirtschaftswachstum, sowie steigende Umsätze und Gewinnmargen auf.

Chart 1 S&P 500 Absolute Price vs Earnings



Source: S&P Global, FVCM

Chart 2 S&P 500 % Price Change vs Earnings

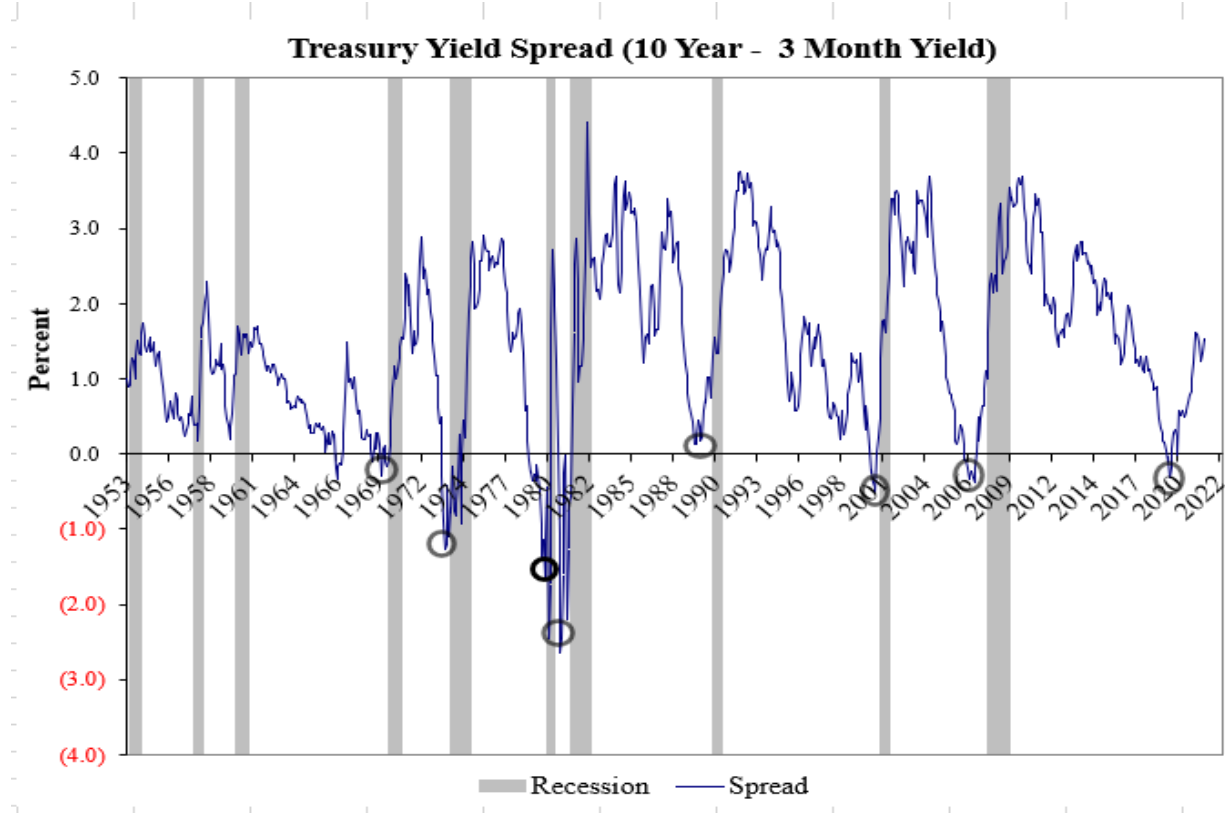


Source: S&P Global, FVCM Note: 4Q'09 earnings truncated at -80%.

Vor allem über lange Zeiträume steigen Aktienkurse, weil Unternehmensgewinne wachsen. Chart 1 oben (logarithmisch dargestellt) zeigt diesen Zusammenhang. Über Zeiträume, die in Tagen und Monaten gemessen werden, sind Aktienkurse volatil. Anleger reagieren auf aktuelle Ereignisse bzw. überreagieren zuweilen. Kurzfristtrader werden oft abgestraft, weil solche Bewegungen, die häufig durch Emotionen ausgelöst werden, nicht vorhersehbar sind. Im Gegensatz dazu profitieren Investoren, die über einen längeren Zeitraum im Markt investiert sind, von Innovation, Produktionssteigerungen, höheren Umsätzen und Rentabilitätssteigerungen. Langfristig im Markt investiert zu sein ist das Rezept, das den Investitionserfolg sicherstellt. Selbst große Rezessionen wie 2008-9 dauern nicht ewig und werden durch

Wachstumsphasen abgelöst. Betrachtet man Chart 2, so sieht man, dass auf Quartalsebene die Höhen und Tiefen des S&P 500 stark dem Auf und Ab der Unternehmensgewinne ähneln. Folglich betrachten wir in erster Linie die Wirtschaft und Profitabilität der Unternehmen, um unsere Prognosen für den Aktienmarkt anzustellen. In dieser Hinsicht sieht es immer noch überwiegend positiv aus.

Chart 3



Zur Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung gibt es etliche hilfreiche Indikatoren und diese sehen gut aus. Einer der besten Indikatoren ist die Form der Zinsstrukturkurve. Wenn sich das Wirtschaftswachstum beschleunigt, neigen die Langfristzinsen aus vielen Gründen dazu, zu steigen. Dies schließt die steigende Nachfrage nach beleihbarem Vermögen ein. Die Spanne zwischen kurz- und langfristigen Zinsen weitet sich aus. Umgekehrt erhöht die Zentralbank gegen Ende eines Wachstumszyklus in der Regel bereits über mehrere Jahre hinweg die kurzfristigen Zinsen. Damit verringert sich der Spread zwischen kurzen und langen Zinsen. Im aktuellen Zyklus der Wirtschaftsexpansion sind die langfristigen Renditen noch nicht so stark gestiegen, wie sie es normalerweise üblich ist. Der Grund liegt offensichtlich in der Sorge über die Pandemie und den aggressiven Anleihekäufen der Fed. Der Spread zwischen 10-jährigen US-Staatsanleihen und der 3-monatigen Schatzwechsel beträgt immer noch gesunde 1,5%. Andere gute Frühindikatoren, wie der ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe (PMI), blieben im November bei sehr starken 61,1 (Zahlen über 50 signalisieren Wachstum). Die Auftragseingänge lagen bei 61,5 und der Auftragsbestand bei 61,9. Im November erreichte der Dienstleistungs-PMI ein Allzeithoch von 69,1, gegenüber dem Oktober-Wert von 66,7. Diese Zahlen deuten nicht darauf hin, dass sich Probleme abzeichnen. Im Gegenteil, die Aussichten für 2022 bleiben sehr gut. Im Folgenden finden Sie Konsensschätzungen für das reale BIP-Wachstum. Diese Zahlen stimmen mit unseren Schätzungen des S&P-Gewinnwachstums von 68 % im Jahr 2021 auf \$205,55 und 9 % im Jahr 2022 auf \$223,22 überein. Viele Unternehmen werden trotz steigender Löhne Rekordgewinne erzielen. Grund hierfür sind steigende Umsätze und der mit den Fixkosten einhergehende operative Hebel, welcher die Gewinnmarge steigen lässt.

Chart 3

	Country/Region	CY '18	CY '19	CY '20	CY '21	CY '22	CY '23
G7							
	Canada	2.8	1.9	-5.2	4.8	4.0	2.9
	France	1.8	1.8	-8.0	6.7	4.0	2.2
	Germany	1.1	1.1	-4.9	2.8	4.4	2.0
	Italy	1.0	0.4	-9.0	6.1	4.3	2.1
	Japan	0.6	-0.2	-4.5	2.3	2.5	1.5
	United Kingdom	1.7	1.7	-9.7	6.9	5.0	2.0
	United States	2.9	2.3	-3.4	5.6	4.1	2.5

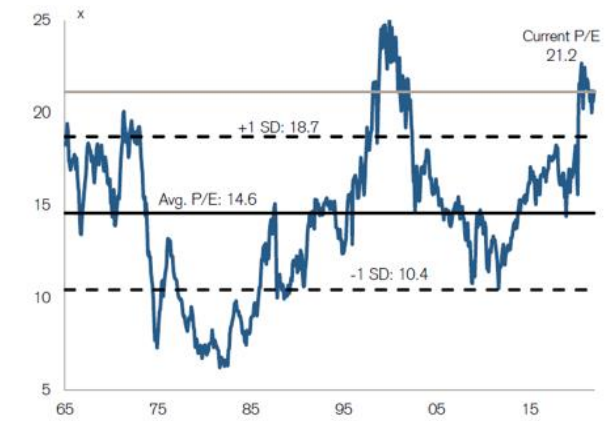
Source: Factset

Anmerkungen zu den vier primären Sorgen:

1. **Aktienmarktbeurteilung** - Der Kauf von Aktien mit extremer Überbewertung ist auf lange Sicht zum Scheitern verurteilt. Der Kauf eines breiten Aktienkorbs, wie es der S&P 500 ist, der "überbewertet" ist, wird nicht zwangsläufig zu Verlusten, aber wahrscheinlich zu niedrigen Renditen führen. Und ja, die Bewertungen sind ganz allgemein hoch (siehe Chart 4) aber auch die Zinsen sind niedrig. Aufgrund des hohen Bewertungsniveaus sollten Anleger für die kommenden Jahre moderate Erwartungen an durchschnittliche Renditen haben – Renditen von vielleicht 5% bis 8% sollten erzielbar sein. Das sind keine spektakulären Renditen im Vergleich zu den Renditen der letzten Jahre, aber wir erwarten weiterhin, dass Aktien festverzinsliche Wertpapiere und andere liquide Vermögenswerte outperformen. Selbst die Renditen auf illiquide Vermögenswerte wie Immobilien dürften aufgrund des jüngsten Preisanstiegs in Zukunft eher mager sein. Bis zum Ende des dritten Quartals 2021 sind die Eigenheimpreise um rekordverdächtige 19.5% im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Dieser Anstieg ist zum Teil auf eine nicht nachhaltige Nachfrage, die durch die Pandemie zu Stande kam, zurückzuführen. So kann es voraussichtlich nicht weitergehen, vor allem wenn die Hypothekenzinsen steigen.

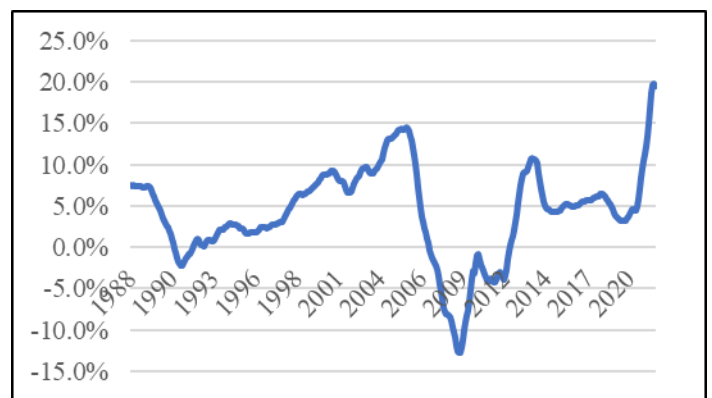
Unsere Strategie besteht darin, überbewertete Momentum-Aktien zu vermeiden. Damit verzichten wir vielleicht auf den einen oder anderen Gewinn, wenn diese überzogenen Aktien weiter steigen, aber wir vermeiden damit auch Verluste, die einige dieser aufgeblähten Aktien voraussichtlich über kurz oder lang einfahren. Unser Ziel ist das Risiko in Schach zu halten.

Chart 4 S&P 500 Next Twelve Months P/E



Source: Standard & Poor's, Refinitiv, FactSet, Credit Suisse

Chart 5 S&P/Case Shiller U.S. Home Prices Y/Y

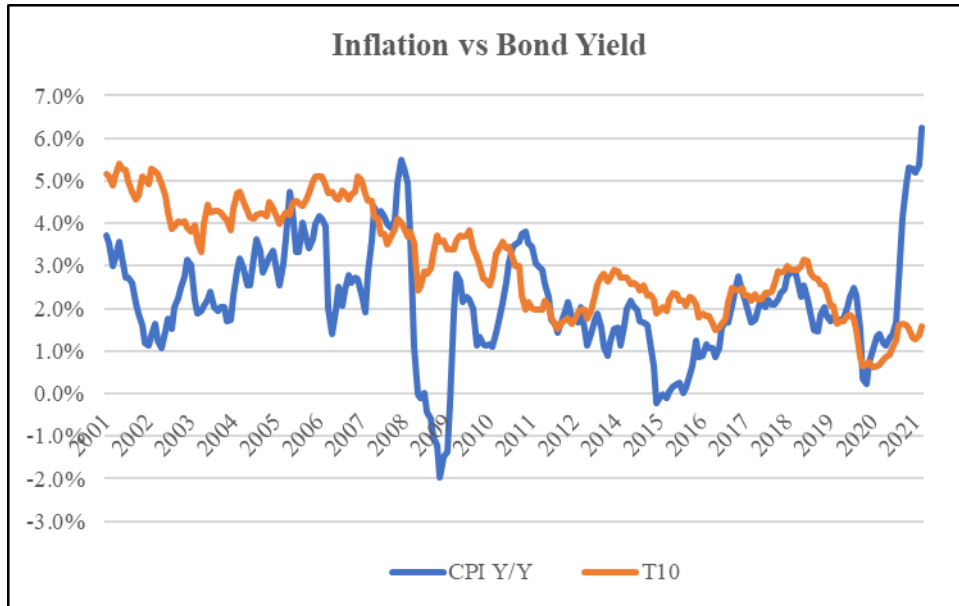


Source: Federal Reserve of St. Louis

2. **Die negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft, durch Reaktionen der Politik auf die Omicron COVID-19 Variante** – Es zeichnet sich immer mehr ab, dass uns das Covid-19-Virus noch lange begleiten wird. Ein Ende der momentan angespannten Situation ist jedoch in Sicht. Ein ständig wachsender Prozentsatz der Bevölkerung hat durch Genesung oder durch Impfungen oder beides eine gewisse Immunität erlangt. Covid mag weiterhin zirkulieren, aber eine zunehmende Immunität sollte zu einer überschaubaren Zahl von schweren Fällen führen. Wir werden Covid genauso bewältigen, wie wir die Grippe bewältigen. Die politische Reaktion auf Covid dürfte jedoch für die Wirtschaft schädlicher sein als die Krankheit selbst. Sowohl China als auch Teile Europas ergreifen strenge Maßnahmen, die den Handel und die Wirtschaftstätigkeit einschränken. Dies hilft nicht die angebotsseitigen Probleme, welche die Inflation mit antreiben, zu lösen. Da jedoch immer deutlicher wird, dass die Omicron Variante nicht so gefährlich zu sein scheint wie frühere Mutationen des Virus, sollten die staatlichen Eingriffe nachlassen.
3. **Die Fed geht zu einer restriktiveren Geldpolitik über** – Die Fed hat monatlich Anleihen im Wert von 120 Milliarden US-Dollar (80 Milliarden US-Dollar in US-Staatsanleihen und 40 Milliarden US-Dollar in hypotheckenbesicherten Wertpapieren) gekauft, was als "quantitative Easing" bekannt ist. Wenn eine Zentralbank Anleihen von einer Geschäftsbank kauft, schafft sie Reserveguthaben. Wenn die Fed Anleihen von der Öffentlichkeit kauft, erhöht sie die Geldmenge. Die Fed hat effektiv von beiden gekauft. Da die Inflation plötzlich gestiegen ist und die Arbeitslosigkeit bereits wieder auf 4,2% gesunken ist, wird die Fed in diesem Monat damit beginnen, diese Käufe zu reduzieren. Es wird erwartet, dass das Ankaufprogramm in der ersten Jahreshälfte 2022 vollständig beendet wird. Man geht davon aus, dass mit dem Ende des „Quantitative Easing“ die Fed die kurzfristigen Zinsen anheben wird. Das aktuelle Ziel für die Fed Funds Rate, d.h. die Overnight Inter-Bank Lending Rate, liegt bei 0,0% bis 0,25%. Es ist durchaus möglich, dass es im Jahr 2022 zwei oder drei Zinserhöhungen um 0,25% geben wird. Ob dies geschieht, wird unserer Meinung nach vom tatsächlichen Konsum und dem nominalen BIP abhängen. Geldpolitik wirkt mit langen und in der Länge variierenden Verzögerungen. Die wirtschaftlichen Auswirkungen der aktuellen Politik werden möglicherweise erst spät im Jahr 2022 oder im Jahr 2023 spürbar werden. Dies ist eine Erklärung dafür, warum Aktien in der Regel in den frühen Phasen eines Straffungszyklus der Fed weiter steigen.
4. **Inflation** – Inflation sollte alle Anleger stören, da sie alle kommerziellen Märkte verzerrt und zu einer Fehlallokation von Gütern und Kapital führen kann. Die Inflation untergräbt auch den Barwert zukünftiger Unternehmensgewinne. Aktuell ist die Unsicherheit über die zukünftige Inflation sehr hoch. Unser proprietäres Modell, das auf einem Ausgabenwachstum der letzten drei Jahre basiert, zeigt immer noch an, dass der Inflationsdruck nachlassen wird und sich die Inflation wieder in Richtung 2% bewegen sollte. Interessant ist, dass die Veränderung des CPI im Jahresvergleich derart hoch ist und im Gegensatz dazu sich die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen kaum nach oben bewegte. Das zeigt an, dass sich Anleihegläubiger keine Sorgen um Inflation machen.

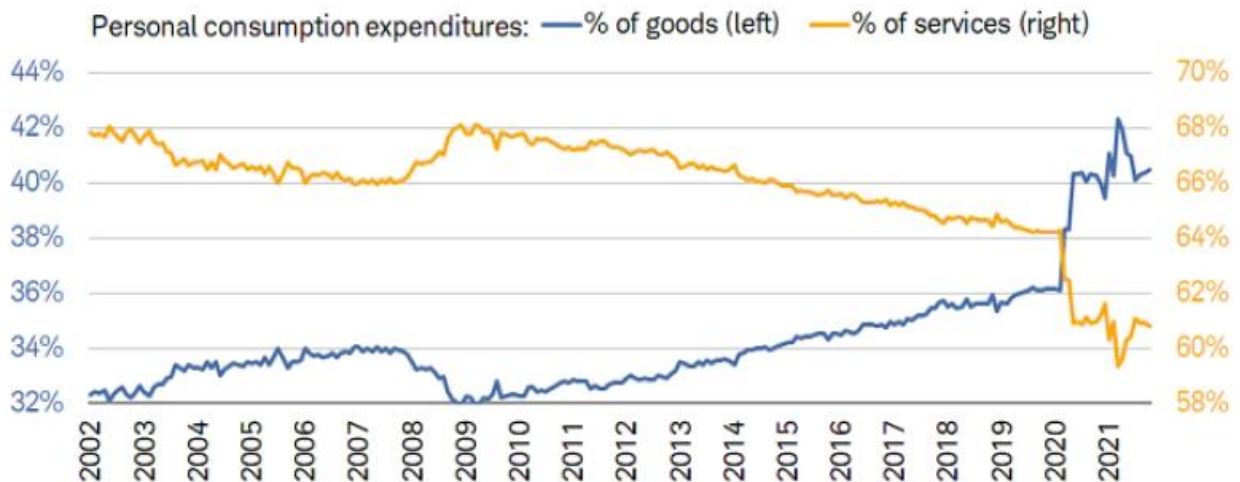
Aktuell wurden die Inflationszahlen nicht nur durch die weithin diskutierten Fragen zur Lieferkette verzerrt, sondern auch, weil die Verbraucher während der Pandemie plötzlich und massiv vom Kauf von Dienstleistungen zum Kauf von Waren übergegangen sind (siehe Chart 6). Hier ein Beispiel: Wenn alle von heute auf morgen aufhören zu reisen und stattdessen mit dem übrigen Geld sich ein neues Auto kaufen, werden Autos knapp und die Preise hierfür steigen. Andererseits fallen die Preise für Flugtickets im Gegenzug evtl. nicht so stark, wie es nötig wäre den Anstieg der Autopreise auszugleichen. Diese Reaktionen könnte sich wieder umkehren, sobald wir zum Leben vor der Pandemie zurückkehren.

Chart 5



Wenn man sich Chart 7 ansieht, sollte man sich fragen, ob es eine Umkehr der starken Nachfrage nach langlebigen Wirtschaftsgütern geben wird. Während der Pandemie verschoben viele Menschen medizinische Eingriffe, Urlaube und andere Aktivitäten, die menschliche Interaktionen erfordern. Diese Aktivitäten werden sicherlich wieder aufgenommen, und die Ausgabenmuster werden wieder mehr wie vor der Pandemie aussehen. Es ist nur eine Frage des Wann. Und wenn sich die Ausgaben wieder auf Dienstleistungen verlagern, könnte dies den Beginn einer Umkehrung der Inflationsdaten bedeuten. Als letzter Gedanke zu diesem Thema ist anzumerken, dass eine Umkehr der Ausgabenmuster auch zu einem langsameren BIP-Wachstum führen könnte. Das war und ist die Sorge der Fed. Die aktuelle Reihe gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Entwicklungen hat keinen Präzedenzcharakter. In Summe müssen wir realisieren, dass wir nicht die komplette Tragweite und einhergehende Dynamik der aktuellen Ausnahmesituation, welche zur hohen Inflation geführt hat, verstehen. Wir versuchen deshalb eine neutrale Position einzunehmen und bleiben hellhörig was die zukünftige Inflation angeht, um unsere Strategie anzupassen je mehr wir über die Auswirkungen lernen.

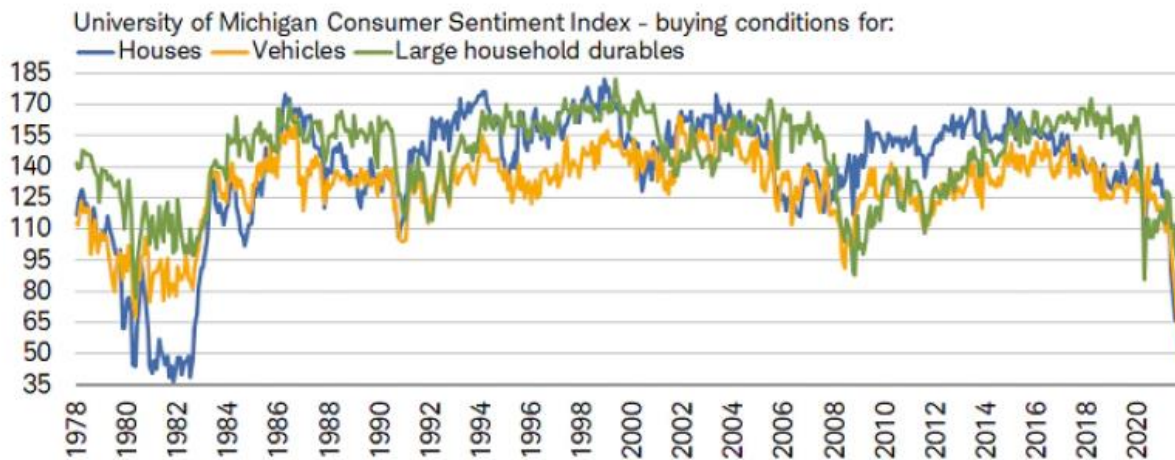
Chart 6



Source: Charles Schwab, Bloomberg, as of 10/31/2021.

Chart 7

Implosion in Buying Intentions



Source: Charles Schwab, Bloomberg, as of 11/30/2021.

Zusammenfassung

Aufgrund der Pandemie befinden wir uns in einem Ausnahmezustand. Unsere Erwartungshaltung ist, dass Aktien in den nächsten zehn Jahren weiterhin die meisten anderen Anlageklassen im Hinblick auf Performance übertreffen werden. Natürlich sollten sich Aktienanleger auf Volatilität einstellen. Der Grund, warum Aktieninvestoren mit hohen Renditen belohnt werden, liegt in ihrer Bereitschaft, Volatilität zu tolerieren. Zudem sollte unsere Strategie, "Wachstum zu einem angemessenen Preis", weiterhin dazu beitragen, die Volatilität zu begrenzen. Investoren, die Momentum-Aktien wie Nvidia nachjagen, gehen aufgrund der hohen Bewertung solcher Aktien ein hohes Risiko ein. Nvidia hat eine Marktkapitalisierung von 750 Milliarden US-Dollar und wird mit dem 85-fachen der erwarteten Gewinne und dem 107-fachen des Cashflows gehandelt. Im Gegensatz dazu wird unser Portfolio mit dem 14,6-fachen der erwarteten Gewinne und dem 9,6-fachen Cashflow gehandelt. Das Risikomanagement wird durch traditionelle Methoden wie die Sektordiversifikation erreicht. Die Aktienbewertung ist ein weiterer Hauptfaktor, der Berücksichtigung findet. Durch diese Herangehensweise erwarten wir auf lange Sicht überdurchschnittliche Ergebnisse.

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.