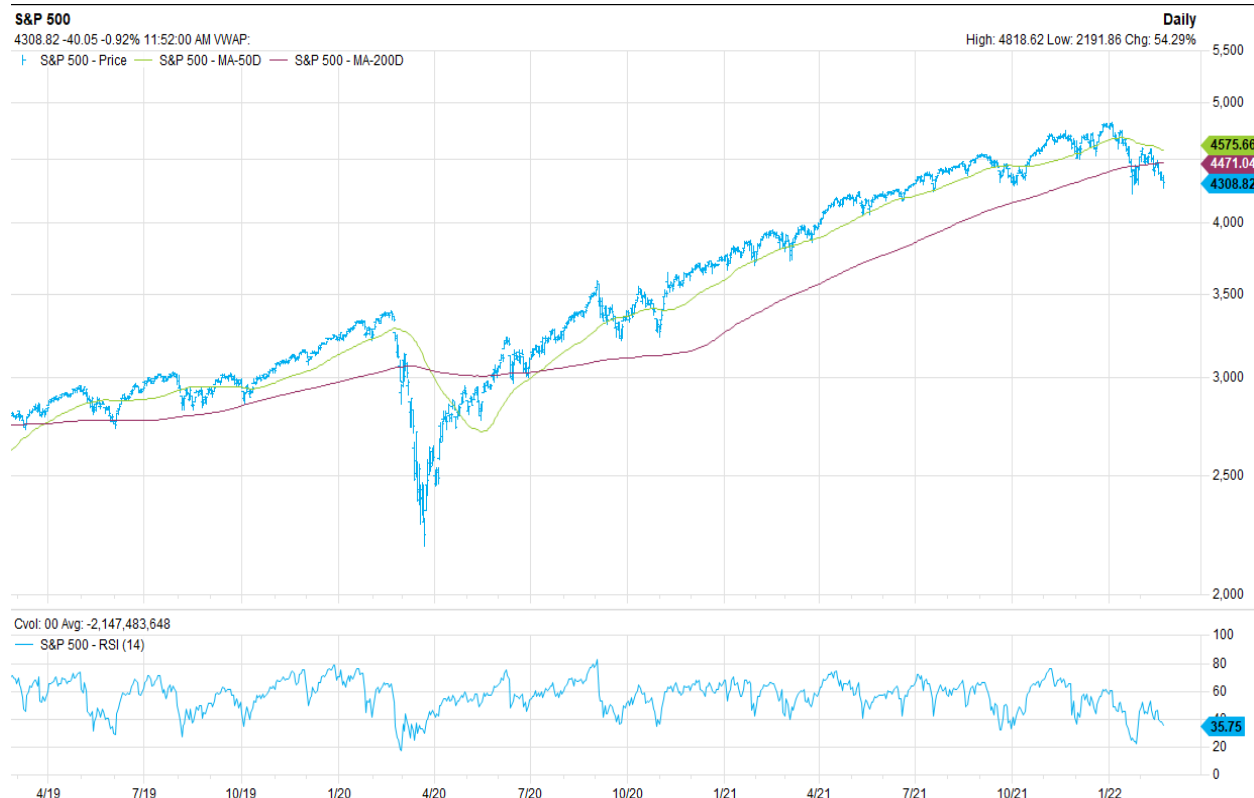


H. Terrence Riley III, CFA
22. Februar 2022

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

S&P 500



Anlagen in Aktien rentieren sich nach wie vor

Der S&P 500 ist seit seinem Höchststand Anfang Januar um 10% gefallen und man geht von weiterer Volatilität aus. Von 1930 bis 2021, einer Periode, die die große Depression, einen Weltkrieg, die große Inflation und die große Rezession beinhaltet, hat der S&P 500 eine annualisierte nominale Rendite von 10,2% (6,9% inflationsadjustiert) erwirtschaftet. Im Gegensatz dazu erzielten zehnjährige US-Staatsanleihen nur 5,1% (1,8%) und 3-monatige Schatzwechsel 3,4% (0,2%). Die höheren Renditen, die Aktienanleger im Gegensatz zu konservativeren Anlegern erzielen, sind ein Entgelt für die Bereitschaft höheres Risiko in Form einer höheren Volatilität zu tolerieren. Aktuell leiden die Aktienmärkte unter der Furcht über eine russische Militärintervention in der Ukraine und die zunehmende Gewissheit, dass die Federal Reserve plant die Zinssätze aggressiv zu erhöhen, um die Inflation zu bekämpfen. Historische Erfahrungen zeigen, dass wir uns im Hinblick auf Anlagen, weniger Sorgen über die geopolitische Lage in Europa machen müssen als über die Inflation. Die Aussichten für Anleihen bleiben deswegen weiterhin negativ, genauso wie der Ausblick für Aktien mit langer Duration (Wachstumsaktien), die ebenfalls sehr sensibel auf Veränderungen der Inflation und der Zinssätze reagieren. Value-Aktien scheinen auch bei anhaltender Marktschwäche am wenigsten zu leiden.

Externe Schocks wie Krieg oder Terrorismus sind nicht die Art von Risiko, die bei Aktien einen anhaltenden Bärenmarkt verursachen. Aus Sicht der USA ist eine russische Invasion der Ukraine auch

keine direkte Bedrohung der Wirtschaft. Russland hat eine relativ kleine Wirtschaft und der Handel mit den USA ist minimal. Es gibt natürlich Unternehmen wie z.B. Pepsico & McDonalds und ein paar andere nicht strategische Bereiche, die betroffen wären, jedoch wäre das größere Problem die indirekten Auswirkungen, einschließlich einer potenziellen wirtschaftlichen Schwäche in Europa und ein Rückgang des Stimmungskindicators von Unternehmen. Betrachten wir jedoch Abbildung 1, dann stellen wir fest, dass wichtige geopolitische Ereignisse sich i.d.R. schnell und negativ auf den Aktienmarkt auswirken, darauf aber eine Erholung folgt. Die längste Zeit, die der Markt brauchte, um in den nachfolgenden Beispielen den Tiefpunkt zu erreichen, war die irakische Invasion in Kuwait im Jahr 1990. In diesem Fall dauerte es 50 Tage bis das Tief, mit einem Rückgang der Aktienkurse um 15,9%, erreicht war.

Wie im obigen Chart zu sehen ist, hat der S&P 500 bereits einen 14-Tage-RSI von 36 erreicht. (Hinweis zum 14-Tage-RSI: kurzfristig überkauft ~ 70 und überverkauft ~ 30). Dies deutet darauf hin, dass jetzt nicht die Zeit ist, um in Panik zu geraten. Wir könnten uns im Hinblick auf diese Korrektur einem Tiefpunkt nähern.

Events	Start date	Trading days to trough	% change to trough	Trading days back to even
Acts of war				
U.S.				
U-2 shot down; cover unwound	May 7, 1960	2	-0.6%	4
Bay of Pigs invasion	Apr 15, 1961	6	-3.0%	14
Cuban Missile Crisis	Oct 16, 1962	6	-6.3%	13
Gulf of Tonkin Incident (Vietnam)	Aug 2, 1964	4	-2.2%	29
Tet Offensive (Vietnam)	Jan 29, 1968	25	-6.0%	46
Cambodian Campaign (Vietnam)	May 1, 1970	18	-14.9%	86
U.S. invades Grenada	Oct 25, 1983	11	-2.8%	15
Lead-up to U.S. Panama invasion	Dec 15, 1989	2	-2.2%	8
Lead-up to Gulf War (Desert Storm)	Jan 1, 1991	6	-5.7%	13
U.S. spy plane captured in China	Apr 1, 2001	3	-4.9%	7
War in Afghanistan	Oct 7, 2001	1	-0.8%	3
Lead-up to Iraq War	Feb 5, 2003	24	-5.6%	28
External				
N. Korea invades S. Korea	Jun 25, 1950	15	-12.9%	56
Lead-up to Six-Day War (June 6)	May 14, 1967	15	-5.6%	20
Yom Kippur War, Arab oil embargo	Oct 6, 1973	42	-16.1%	6years*
Soviet-Afghan War	Dec 24, 1979	7	-2.3%	10
Iraq invades Kuwait, oilfields seized	Aug 2, 1990	50	-15.9%	131
Average		14	-6.3%	30
Terrorism				
U.S. Embassy in Iran seized	Nov 4, 1979	3	-1.0%	6
U.S. Marines killed in Lebanon	Oct 23, 1983	12	-2.5%	15
Oklahoma City bombing	Apr 19, 1995	1	-0.1%	3
U.S. Embassy bombings in Africa	Aug 7, 1998	5	-2.5%	7
WTC, Pentagon airplane attacks	Sep 11, 2001	5	-11.6%	19
Madrid train bombings	Mar 11, 2004	3	-1.7%	5
London Underground bombings	Jul 7, 2005	No S&P decline; FTSE -1.4%		
Paris Bataclan, restaurant attacks	Nov 13, 2015	1	-1.1%	2
Bastille Day attacks in Nice	Jul 14, 2016	1	-0.1%	2
Average		4	-2.6%	7

Die Inflation ist in unseren Augen ein größeres Problem als Russland

Wir haben vor kurzer Zeit beschlossen unser Inflationsmodell einstweilig zu verwerfen und gehen davon aus, dass das Risiko im Hinblick auf die Inflation zunimmt. Das SOMC (Shadow Open Market Committee) ist eine Gruppe von Ökonomen, die in den frühen 70er Jahren - während einer Periode der Inflation - gegründet wurde, um Gegenargumente für das Federal Reserve Open Market Committee zu liefern. Wir haben großen Respekt vor diesem Team. Unser Portfolio Manager, Terry Riley, hat vor ca. einer Woche an einem Meeting dieses Teams als Zuhörer teilgenommen und kam mit der Erkenntnis aus dem Treffen, dass das Risiko, dass die Inflation in diesem Jahr nicht wie erwartet fallen wird, zugenommen hat. Die Inflation kann sich durchaus im Laufe des Jahres weiter beschleunigen da:

1. die Inflation sich weiter beschleunigt und die Fed trotzdem immer noch ihre Bilanz erweitert und damit zusätzliche Liquidität schafft. Somit wuchs die Geldmenge zum Jahresende '21 immer noch mit einer Rate von 13% im Jahresvergleich. Um die Inflation zu bekämpfen, sollte das „Quantitative Easing“ sofort aufhören.
2. das beste Zinsmaß, an dem zu sehen ist, wie wirtschaftlich stimulierend die Fed unterwegs ist, sind die Realzinsen und nicht die Nominalzinsen. Mit einer Inflation die bei ~ 7% liegt, sind die Realzinsen negativ, egal wie man dies dreht und wendet. Wird die Fed die Fed Funds Rate in absehbarer Zeit auf einen "neutralen Zinssatz" von 7%-8% anheben? Dies ist sehr unwahrscheinlich!

Die Schlussfolgerung mehrerer Ökonomen auf der Sitzung war, dass die Geldpolitik expansiv bleibt und bleiben wird und damit das Inflationsrisiko nach oben gerichtet ist. Das hauseigene FVCM-Inflations-Modell basiert auf dem vergangenen Ausgabeverhalten unter normalen Umständen.

Der rasante Anstieg der Bankeinlagen/-ersparnisse während der Pandemie aufgrund der staatlichen Maßnahmen hat äußerst ungewöhnliche Bedingungen geschaffen. Diese Bedingungen haben den starken Anstieg der Inflation und eine schnelle Veränderung der Erwartungshaltung bewirkt – und das in einer zeitkomprimierter Weise – ungleich irgendetwas, das wir in den letzten Dekaden gesehen haben. Das letzte Mal, dass unser Inflationsmodell nicht funktionierte, war in den frühen 70er Jahren, nachdem die Fed das Goldfenster geschlossen hatte und die OPEC ein Ölembargo aufgrund des Yom-Kippur-Kriegs von 1973 verhängt hatte.

Die Federal Reserve könnte endlich ernst machen

Preisstabilität ist ganz oben im Verantwortungsbereich der Zentralbank und daher stellt sich heute nur noch die Frage wie schnell die geldpolitischen Bedingungen verschärft werden müssen. Um den schnellen Anstieg der Inflation zu bekämpfen, wird erwartet, dass die Fed dieses Jahr die Zinsen mehrmals anheben wird und dass die kurzfristigen Zinsen bis zum Jahresende 2% übersteigen. Zusätzlich denkt man, dass das Stimulierungspaket (QE) in den nächsten Monaten zu Ende kommen wird. Damit sollte die Fed nicht mehr jeden Monat \$80Mrd Staatsanleihen und \$40Mrd hypothekenbesicherte Wertpapiere aufkaufen. Das erhöht den Druck auf die Anleihen. Entsprechend müssen Anleiheinvestoren mit weiteren Verlusten rechnen. Wir empfehlen Renten-Investoren nur kurzfristige Laufzeiten zu halten. Unsere festverzinslichen Portfolios haben eine durchschnittliche Restlaufzeit von etwa 2 Jahren. Somit können fällig werdende Wertpapiere bei steigenden Renditen in höher verzinsliche Papiere getauscht werden. Die Zeit längerfristige Anleihe zu kaufen, wird erst dann sein, wenn sich am Horizont klar eine Rezession abzeichnet. Zu diesem Zeitpunkt wird der Markt anfangen, den nächsten Lockerungszyklus der Zentralbank einzupreisen.

Value-Aktien sind die attraktivsten Anlagealternativen

Value-Aktien haben sich in letzter Zeit gegenüber Wachstumsaktien sehr gut entwickelt und es wird erwartet, dass diese Outperformance anhält. Wir vermuten, dass wenn in einem Jahr, die

quantitativen Analysten ihr Faktorenmodelle rechnen, Value vs. Wachstum sich als einer der führenden Variablen für die Performance herauskristallisieren wird. Wachstumsaktien sind Firmen, die mit hohen KGVs gehandelt werden, da die meisten Gewinne erst in der fernen Zukunft anfallen. Man kann diese gut mit langlaufenden Anleihen vergleichen. Die Geldflüsse von beiden, den Wachstumsaktien wie auch den langfristigen Anleihen, sind weit entfernt und daher bei Inflation unattraktiver. Value-Aktien verdienen in der Gegenwart mehr Geld, zahlen im Allgemeinen eine höhere Dividende und haben einen größeren Anteil an realen Vermögenswerten und der Aktienkurs ist daher weniger abhängig von den weit in der Zukunft liegenden Erträgen. Aktien im Allgemeinen jedoch werden weiterhin durch das starke Wachstum der nominalen Umsätze und Gewinne unterstützt, aber wir gehen davon aus, dass die Inflations- und Zinsaussichten das allgemeine Bewertungsniveau belasten wird. Deswegen sollten die Renditeerwartungen moderat sein.

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.