

Q3 2022 – Marktkommentar und Ausblick

Der US-Index S&P 500 beendete das Jahr 2021 mit einem aggregierten Gewinnwachstum pro Aktie, („EPS“, Earnings per Share- Wachstum) von +49 % im Jahresvergleich und stieg damit auf 208,53 US-Dollar pro Aktie, vor allem dank 7 Billionen US-Dollar frisch „gedruckter“ Dollar der US-Notenbank, die in brutal kurzer Zeit im Umlauf waren.

Die Frage sollte nun sein, wie wir die weitere Gewinnentwicklung *post-corona* realistisch messen und vergleichen sollten - und die Antwort ist recht einfach: Vergleichen Sie es mit dem Durchschnitt der 2018- und 2019-Jahre vor der Pandemie.

Das waren 162 US-Dollar EPS. Und das war zu der Zeit der Trump-Jahre, als wir eine 50-jährige niedrige Arbeitslosenquote, eine extremniedrige Inflation, niedrige Zinssätze und starke Investitionstrends für Unternehmen - abgesehen von der Gefahr eines Handelskrieges mit China - hatten.

Wie sollte also die Rückkehr zu einem Mittelwert aussehen? Ganz ehrlich, die Antwort ist eigentlich 162 US-Dollar pro Aktie. Und das bedeutet sogar noch, kein Rezessionsrisiko einzupreisen und auch den Kostendruck durch Inflation und steigende Zinsen völlig außer Acht zu lassen.

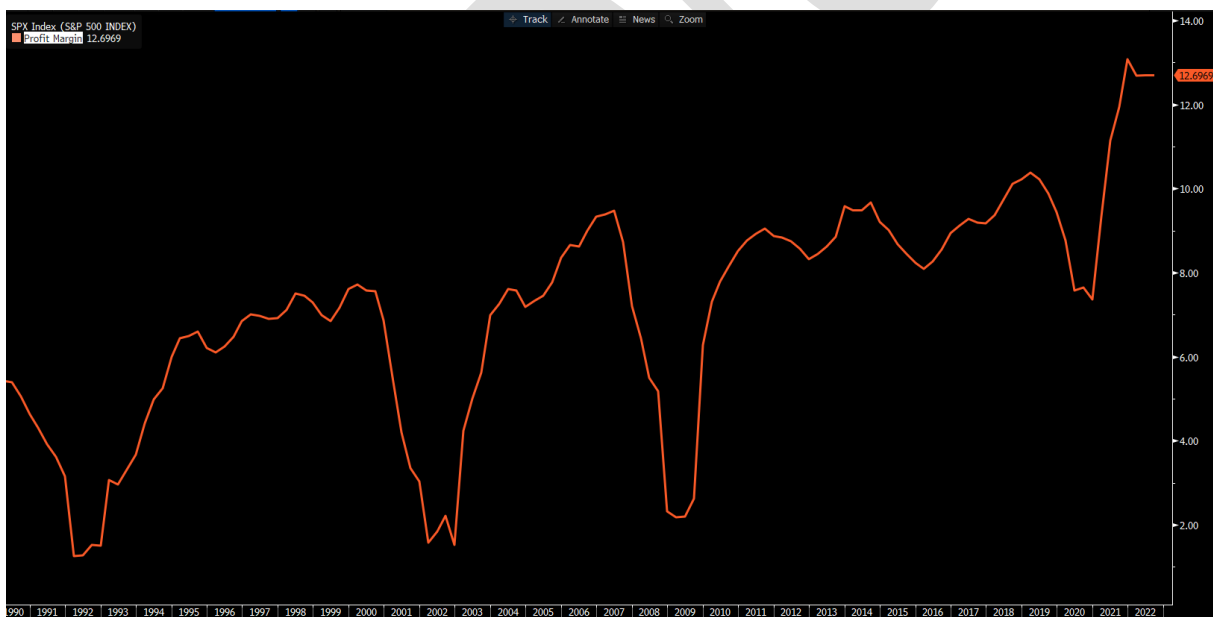
Aber wo ist der Konsens im Moment für das Geschäftsjahr 2022? Er liegt derzeit bei 229,22 US-Dollar pro Aktie. Trotz jeder Abschwächung des Makro-Bildes in den letzten Monaten weigert sich der Konsens regelrecht trotzig, die Schätzungen zu reduzieren.

S&P 500 INDEX							
Measure	Actual	Y Est	Growth	Y+1 Est	Growth	Y+2 Est	Growth
1) Earnings Per Share	199.70	229.22	14.79%	249.16	8.70%	271.89	9.12%
2) EPS Positive	205.78	231.00	12.25%	249.16	7.86%	271.89	9.12%
3) Cash Flow Per Share	274.28	305.26	11.29%	335.92	10.04%	364.59	8.53%
4) Dividends Per Share	64.15	65.16	1.59%	70.14	7.64%	74.82	6.67%
5) Book Value Per Share	1006.05	1085.87	7.93%	1215.54	11.94%	1351.15	11.16%
6) Sales Per Share	1614.24	1733.34	7.38%	1805.71	4.18%	1891.08	4.73%
7) EBITDA Per Share	340.06	380.68	11.94%	395.81	3.97%	422.95	6.86%
8) Long Term Growth	0.00	-131.76	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
9) Net Debt Per Share	346.62	438.31	26.45%	373.75	-14.73%	324.87	-13.08%
10) Enterprise Value Per Share	4432.87	4398.50	-0.78%	4333.94	-1.47%	4281.94	-1.20%

Die aktuelle Schätzung deutet darauf hin, dass die Mehrheit glaubt, dass die S&P-Gewinne im Jahresvergleich um +8,7 % steigen werden.

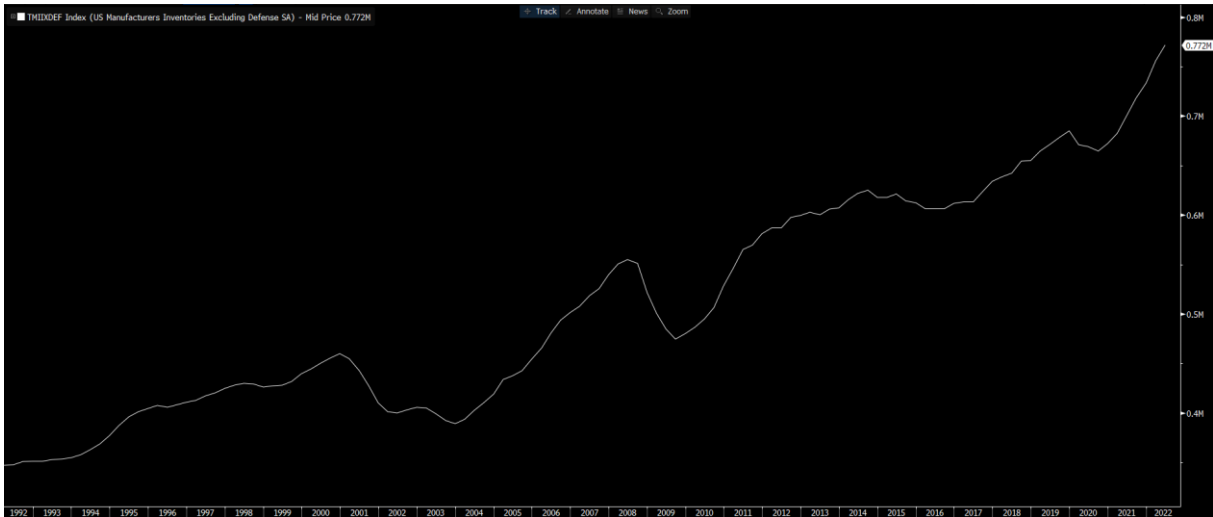
Auf der anderen Seite glauben wir bei, dass die S&P-Gewinne im Vergleich zum Vorjahr sinken werden, möglicherweise um zweistellige Prozentpunkte. Zum Vergleich: Während des 11-Jahreszeitraums von 2009 bis 2019 stiegen die S&P-Gewinne im Durchschnitt um +9,3 % im Jahresvergleich und das war in dem Zeitraum, in dem wir durchweg niedrige Kreditkosten mit laufenden QE-Programmen der Fed und keine Inflationsgefahr hatten. Die Tatsache jetzt ist, dass der Zyklus der Abwärtskorrekturen der Gewinne noch nicht einmal begonnen hat; und wenn dies der Fall sein wird, besteht eine gute Chance, dass er bis ins Jahr 2023 übergeht.

Jeder Abwärtszyklus im Markt endet mit einer wesentlichen Verschlechterung der Gewinnmargen der Unternehmen. Die aktuelle Konsensschätzung für das Geschäftsjahr '22 liegt bei knapp 13% Gewinnmarge (EBIT) für den S&P, was in der Nähe eines Rekordhochs liegen würde - und das zu einem Zeitpunkt, wenn die Zinssätze und die Inflation sich beginnen in die Margen hineinzufressen, während mittlerweile fast alle Unternehmenslenker Schwierigkeiten haben, diese Kosten an die Verbraucher weiterzugeben.

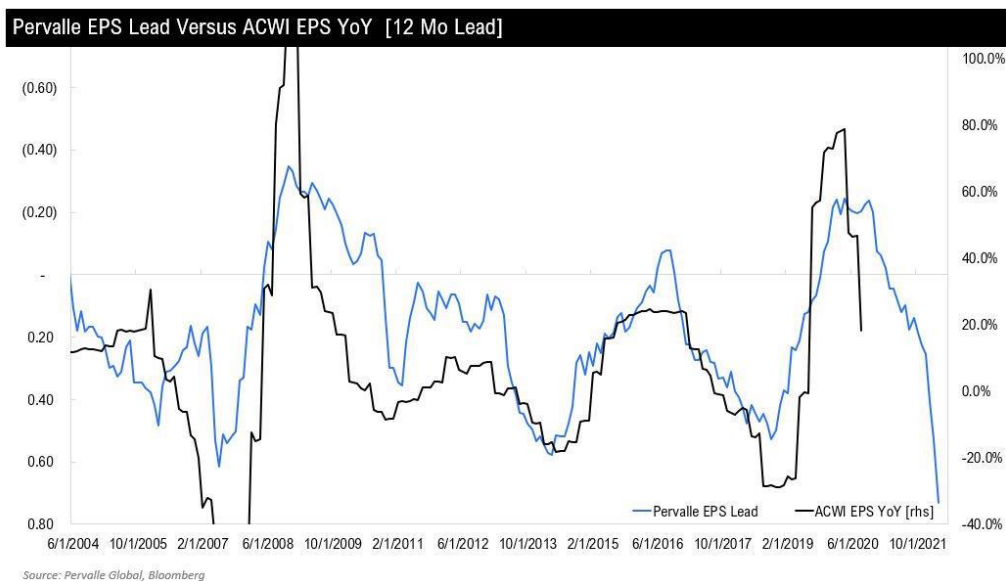


Darüber hinaus gibt es Branchen mit erhöhten Lagerbeständen (wie beispielsweise Einzelhandel und Halbleiter), die in den kommenden Quartalen abgebaut werden müssen, siehe [HIER](#) der *Bullwhip Effect*. Von CEOs von Unternehmen wie Target bis Micron Techn. waren viele alarmierend diesbzgl. in den vergangenen Earnings Calls.

Das Risiko in dieser bevorstehenden Q2-Berichtssaison im Juli/August besteht darin, dass viele CEOs die Prognose für das Gesamtjahr nach unten nehmen werden, weil sie auf signifikant viel Lagerbestand sitzen.



Vor ein paar Jahren traf sich Alexander mit Teddy Vallee, dem Gründer und CEO von Pervalle Global, einem globalen Makro Research Shop für institutionelle Investoren in New York. Eine unglaublich talentierte Person, deren Research sich im Gegensatz zu rückwärtsgewandten Makrodaten nur um voraus- und aufführende Zahlen konzentriert. Man kann sagen, dass er Alexander damals definitiv zu vielem inspiriert hat, was wir heute als Input bei Aledius nutzen. Die folgende Grafik stammt von ihm.



Mit einem 12-monatigen EPS-Vorsprung zeigt die Grafik die Richtung des ACWI-Gewinnwachstums im Jahresvergleich. Was man dieser Grafik gut entnehmen kann, ist zuerst die offensichtliche Korrelation zwischen dem Pervalles EPS-Vorsprung um 12 Monate (blaue Linie) und dem MSCI ACWI Index EPS, der sich aus Industrie- und Schwellenländern zusammensetzt (enger Bruder des MSCI World Index).

Aber was in dieser Grafik vielleicht nicht so offensichtlich ist, ist die Story, wann die Gewinnwachstumsrate in früheren Abwärtstrends ihren Tiefpunkt erreichte und wann der Aktienmarkt die Talsohle erreichte. Wenn man genau hinsieht: dass in den Abwärtszyklen 2008, 2013 und 2020 die Erwartungen für die Gewinnwachstumsrate 12-18 Monate im Voraus ihren Tiefpunkt erreichten, bevor der ACWI-Index seinen Tiefpunkt erreichte. Im Jahr 2007 ging das Wachstum stark zurück, aber die Märkte erreichten erst einen Tiefpunkt, als die Schätzungen bis März 2009 stark gesenkt wurden.

Im Jahr 2013/14 verlangsamte sich die Wachstumsrate für eine lange Zeit, aber die Aktien erreichten ihren Tiefpunkt erst, als die Schätzungen Anfang 2016 tief genug gesenkt wurden. In ähnlicher Weise verlangsamte sich die Wachstumsrate für Zyklikerwerte (Industrials, Metals, Konsumgüter, uvm.) in den Jahren 2018-19 - und alle Welt sprach damals die ganze Zeit darüber (aufgrund von Zöllen) - aber die Aktien erreichten erst beim Pandemie-Crash im März 2020 einen Tiefpunkt.

Sie fragen sich vielleicht, warum ist das so? Oder wäre die bessere Frage, ob es einen Auslöser gab, der schließlich zur Bodenbildung des Marktes führte? Ja, die gab es! Der Auslöser war, dass die Federal Reserve umschwenkte – jedes einzelne Mal.

Jeder Zyklus endet mit Exzessen im System, die für höhere Projektionen ausgelegt sind, sich aber nicht materialisieren. Das ist dieses Mal auch nicht anders: vom Einzelhandel über Halbleiter bis hin zu Cloud Capital Expenditures, die als Reaktion auf die Pandemie überschwänglich aufgebaut wurden, und man dann nicht davon ausging, dass die Verbraucherstimmung nur 16 Monate nach der Veröffentlichung des Impfstoffs auf ein 40-Jahres-Tief fallen würde.

Ein kurzes Wort vielleicht zu unrentablen und gehypten Softwareunternehmen (ARKK US Equity, IGV US Equity): Wir glauben, "Wachstum um jeden Preis" ist tot! In der kommenden Q2-Berichtssaison werden die Margen unabhängig vom Umsatzwachstum zu einem wichtigen Schwerpunkt für die Anlegerbetrachtung werden. Jeder Verzicht auf Marge, insbesondere bei manchen SaaS-Unternehmen, die bereits teilweise unrentabel sind, wird bestraft, und das Management wird gezwungen sein, Investitionen zurückzufahren, was das Umsatzwachstum unweigerlich verlangsamen wird. Es ist eine Falle für jeden Investor, der nun unrentables SaaS als "billig" ansieht, weil es jetzt mit einem tiefen Discount gehandelt wird; alles verglichen mit vor einem Jahr, als die Investitionstrends der Cloud-Titanen ungewöhnlich hoch waren, da global die Massen von zu Hause ausarbeiteten und die Datennutzung dabei in die Höhe schoss.

Nur weil ein Unternehmen früher mit dem 40-fachen des Umsatzes gehandelt wurde und jetzt mit dem 6-fachen gehandelt wird, bedeutet das noch lange nicht, dass es jetzt "billig" ist. Insbesondere wenn das Unternehmen unrentabel und rezessionsanfällig ist (dies bedeutet, dass die Umsatzschätzungen wahrscheinlich nach unten korrigiert werden. Mit anderen Worten, dass das 6-fache des Umsatzes am Ende impliziert doch 9x auf den tatsächlichen Umsätzen sein könnte, wenn alles reportet wurde).

Der zweite Aspekt:

Die Arbeitslosenquote ist noch nicht (an)gestiegen. Das ist das zweite Puzzleteil, das sich in Bezug auf die Konsensansichten und die allgemeine Stimmung der Anleger noch nicht dargestellt hat. Und, ehrlich gesagt, finden wir es sehr überraschend, wie leicht die Analystengemeinschaft dieses Risiko weiterhin herunterspielt.

Was auffällig ist, wie schnell und amplitudenreich die Wirtschaftszyklen gegenüber ihren vergangenen Perioden mittlerweile sind. Vom *Boom zum Bust* in rasanter Geschwindigkeit! Die aktuelle Verlangsamung, die Sie in der Wirtschaft ggf. selbst erleben, geschieht angesichts der Geschwindigkeit, mit der sich die Zinssätze bewegen, derzeit 3-4x schneller als damals.

- 30-jährige Hypothekenzinsen steigen in 6 Monaten um +262 Basispunkte.
- Die Rendite der 2-jährigen US-Treasury Note ist in nur sechs Monaten um +272 Basispunkte gestiegen. Dies ist der schnellste Schritt seit den frühen 1980er Jahren!
- Das durchschnittliche 60/40-Aktien-/Anleihenportfolio ist in den letzten 4 Monaten um -17,4% gefallen, was nur geringfügig schlechter ist als zur Rezession von 2008/09, die 18 Monate dauerte (Aledius Portfolien tangieren seit Jahresanfang um die Nulllinie, mit einer Varianz von 3-4%).
- In Bezug auf die Korrektur der Vermögenspreise haben wir bereits seit Anfang 2022 52% des US-BIPs eliminiert, verglichen mit der gesamten maximalen Erosion von 29% in der Finanzkrise 2008/09. Lassen Sie das mal für sich wirken!

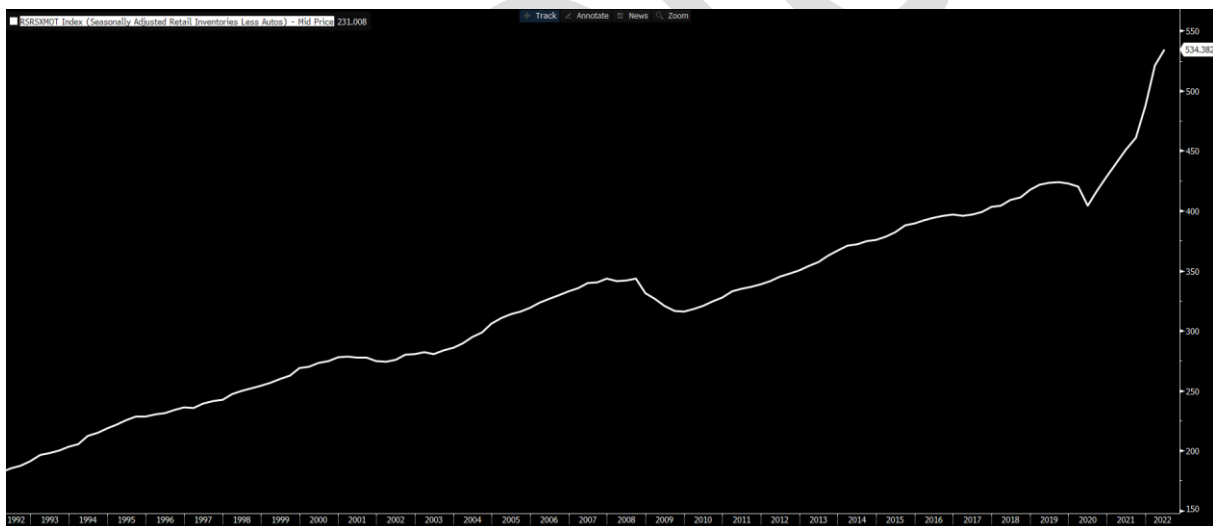
Es gibt kein einziges Element des großen Verbraucherkorbs, das nicht von einem raschen Zinsanstieg betroffen ist bzw. sein wird. Und das gleiche gilt für Unternehmen, bei denen bald deren Hochzinsanleihen fällig werden: von Automotive bis Real Estate.

Die US-Hypothekenbranche beschäftigte in normalen Zeiten etwa 600.000 Menschen. In den letzten 2 Jahren schoss sie auf 1,8 Millionen in die Höhe. Dies wird in den kommenden

Monaten rasiert werden; und wir haben bereits gesehen, wie Wells Fargo und JP Morgan mit bereits gemachten Ankündigungen Personal entlassen haben.

Der Teil, den viele immer noch nicht erkennen, ist, dass die Einzelhandelsbestände (ex Autos) 20% über dem 2-Jahres-Durchschnitt liegen. Um das in einen Zusammenhang zu bringen, ist das mehr als das Doppelte der 7,2% -Überschüsse, die wir im System in früheren Spitzenzyklen gesehen haben.

Zuerst wurde es in Branchen Bekleidung und Einzelhandel deutlich. Dann bei Halbleitern. Bald wird es in vielen anderen Branchen sichtbar werden, darunter Haus & Wohnen, Fracht, technische Hardware und andere. Mit Ausnahme der Autos wird jede Branche und jeder Dienstleistungssektor wahrscheinlich mit einer harten Korrektur bei den Lagerbeständen konfrontiert sein. Diese folgende Grafik zeigt den Weg einer solchen Bestandskorrektur; sie hat gerade erst begonnen.



In jedem Zyklus, in dem der aggregierte Lagerbestand korrigiert, bekommen wir eine Rezession. Da die Margen durch mangelnde Nachfrage und ungewöhnlich hohes Angebot beeinträchtigt werden, reagieren Unternehmen mit Entlassungsankündigungen. In jedem einzelnen Zyklus!

Es hat bereits begonnen, und Sie können z.B. Entlassungen in den USA [HIER](#) verfolgen (die Website funktioniert besser, wenn Sie den Link auf Ihrem Laptop oder Desktop-Bildschirm anstelle des Handys öffnen). Bis vor 6 Monaten war es so, dass wir vielleicht 1 oder Entlassungsereignisse pro Woche sehen konnten. Im Februar passierte es bereits 1- oder 2-mal pro Tag. Jetzt sehen wir 5+ Mal pro Tag. Bemerkenswert ist, dass sich die Häufigkeit dieser

Ankündigungen immer noch hauptsächlich auf kleine / mittlere Unternehmen konzentriert. Tesla ist der Große, der sich mit der Entlassung von 10% der Angestellten vor nur wenigen Wochen gemeldet hat. Ansonsten haben wir immer noch keine groß angelegten Ankündigungen von größeren zyklischen Arbeitgebern gesehen.

Als Beispiel möchten wir Amazon anführen, um zu veranschaulichen, wie unserer Meinung nach Covid-Begünstigte nun aber alle die gleichen Herausforderungen wie eben Amazon haben werden:

Für den 3-Jahres-Zeitraum von 2016-19 stieg die Mitarbeiterzahl von Amazon um durchschnittlich 130.000 pro Jahr. Im Jahr 2020 stieg sie um eine halbe Million und weiter um 420.000 im Jahr 2021. Das klingt alles großartig...außer, wenn Sie erkennen, dass das Unternehmen im 1. Quartal tief in den Verlust rutschte, einen operativen Verlust von 1,57 Milliarden US-Dollar in den USA meldete, der die Konsensansicht von 1,2 Milliarden US-Dollar Gewinn deutlich verfehlte.

Anschließend berichtete die Washington Post am 5. Mai, dass das Unternehmen damit begann, dafür zu plädieren, dass seine Lagerhäuser "zu überbesetzt" seien. Zur gleichen Zeit Anfang Mai begann Netflix, Mitarbeiter zu entlassen, gefolgt von Metaverse (Facebook), das ein Memo an die Mitarbeiter schickte, in dem Mark Zuckerberg sagte: "Sie sollten nicht hier sein", gefolgt von Elon Musks Ankündigung der Entlassung von 10% der Angestellten. Was ist der gemeinsame Nenner bei allen? Sie alle waren Nutznießer der beschleunigten Umstellung auf die Digitalisierung während des Covid-Shutdowns - jetzt aber beginnen alle mit Entlassungen.

Der dritte Aspekt:

Die Fed macht sich (noch) keine Sorgen um das Wachstum – das letzte Puzzleteil ist die Fed. Es ist erstaunlich zu sehen, wie der Notenbankpräsident Jerome Powell jedes Wachstumsrisiko herunterspielt. In der letzten FOMC-Presskonferenz am 15. Juni sagte er:

- Auf die Frage nach brutal steigenden Hypothekenzinsen, die dem Wohnungsbau schaden, wich er der Frage aus und äußerte, dass die Nachfrage nach Eigenheimen stark ist, sodass die Preise steigen würden (Anmerkung von uns: das ist ein lagging effect!)
- Zur quantitativen (monetären) Straffung, die sich auf den Kreditmarkt auswirkt, sagte er: "Ich habe keinen Grund zu der Annahme, dass dies zu Liquiditätsproblemen führen

wird", während er damit direkt gegen den anhaltenden Crash im Unternehmensanleihenmarkt und die tägliche Ausweitung der sog. Credit Spreads bei Ramschanleihen argumentierte.

- Zur Wirtschaft sagte er: "Es gibt keine Anzeichen für eine wirtschaftliche Abschwächung, die ich derzeit sehen kann." Ja, das waren genau seine Worte. (Anmerkung von uns: das ist ein lagging phenomenon!)
- Zum Beschäftigungswachstum sagte er: "Arbeitsmarktverbesserungen sind weit verbreitet." Offensichtlich ohne Rücksicht auf Entlassungsankündigungen von Amazon, Tesla, Netflix und anderen - und die Liste wächst weiter.
- Er konnte die Frage, warum die Verbraucherstimmung auf ein 30-Jahres-Tief stürzt, nicht beantworten. Schuld daran wären fallende Aktienkurse, so Powell. Oder warum der NFIB Small Business Outlook kleiner Unternehmen in den USA unter dem Absturztief aus dem Jahr 2008 liegt...

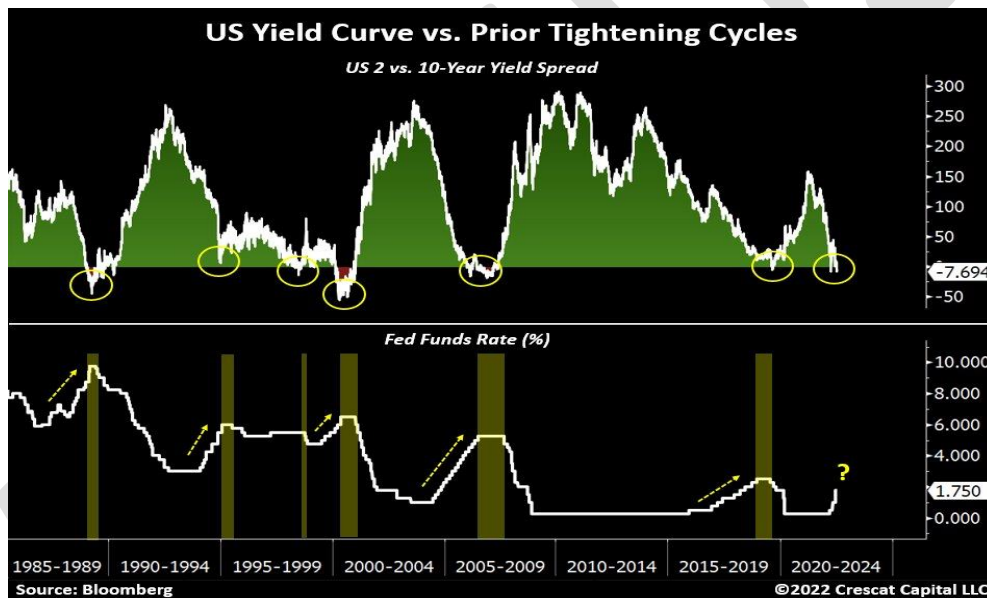
In einer anschließenden Analyse des oben genannten FOMC Meetings kam Goldman Sachs Analyst Daan Struyven zu dem Schluss, dass das Endergebnis der Fed-Sitzung beunruhigend ist und zeigt, dass das oberste Ziel das Inflationsziel ist – unabhängig davon, welchen anderen Schaden es dabei verursacht, um dorthin zu gelangen.

Das Problem für die Fed ist aktuell, dass das Delta zwischen der aktuellen US-Inflationsrate von 9,1% und ihrer Fed Funds Rate (Leitzins) von 1,5% immer noch mehr als 700 Basispunkte breit ist. Wenn Jerome Powells Ziel darin besteht, positive Realrenditen zu erreichen (Leitzins größer/gleich der Inflationsrate), dann könnte man argumentieren, dass noch viel mehr Erhöhungen bevorstehen, und es wird eine Kombination aus kontinuierlicher extremer Straffung und wirtschaftlicher Nachfragezerstörung erfordern, um die Inflation zu senken, und um diese Lücke zu schließen.

Die EuroDollar-Kurve (Erwartungen aller professionellen Zinsmarktteilnehmer) zeigt jedoch, dass sich der Spitzenzyklus der Fed Funds Rate über die nächsten 3 Monate hinaus von 4,61% im März 2023 auf 3,63% im Dezember 2022 ziemlich verschoben hat, wie in der folgenden Grafik dargestellt.

Country	Policy				Implied Policy					Total Change 1Y	Range			Historical
	Rate	Efctv	Basis	Meeting	3M	6M	1Y	2Y	3Y Curve		1Y Over 30 Days	Low	Range	
Americas														
1) United States	1.63	1.540	-8.5	07/27	3.13	3.63	3.40	2.82	2.66	177	3.03	4.61		
2) Canada	1.50	1.460	-4.0	07/13	3.15	3.68	3.52	3.26	3.14	202	3.21	4.11		
3) Mexico	7.75	8.030	28.0	08/11	8.66	9.81	9.66	8.86	8.03	191	9.40	10.15		
4) Chile	9.00	9.000	0.0	07/13	10.86	10.44	9.88	7.29	5.70	88	7.63	9.88		
5) Brazil	13.25	13.150	-10.0	08/03	14.07	14.30	14.34	12.14	12.62	109	13.34	14.45		
6) Colombia	7.50	7.140	-36.0	07/29	10.04	11.34	11.27	10.48	9.75	377	10.08	12.12		

Die Art und Weise, wie der Anleihenmarkt in letzter Zeit reagiert, impliziert also, dass das Wirtschaftswachstum schnell genug sinkt, gar implodiert, sodass die Fed das Tempo der Zinserhöhungen über 2022 hinaus nicht halten kann.



Wir sind mit unseren Modellen nicht dogmatisch, aber dennoch: wir bei Aledius gehen von einem Umschwenken der Fed im September/Oktober 2022 aus, das dann nach einem wahrscheinlich zuvor weiteren Ausverkauf an den Märkten in den Sommermonaten den Boden für eine tragfähige globale Erholung gen Ende 2022 bilden sollte.

CIO Aledius

Alexander Brehm

CTO Aledius

Benedikt Sturm