



## Quartalsbericht der FV Frankfurter Vermögen AG

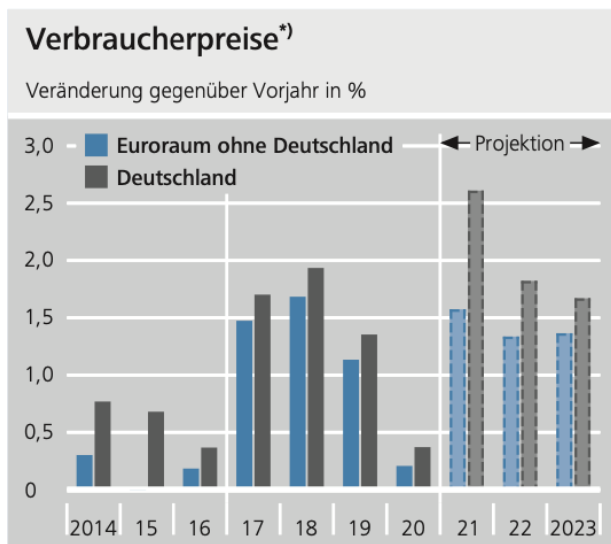
Ausgabe: Q2 2021

Autor: Jürgen Brückner

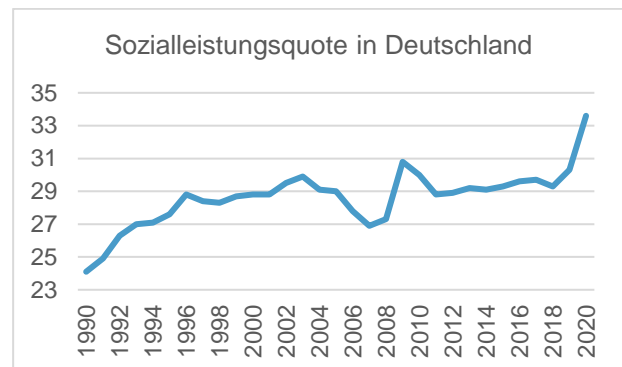
## Vorbemerkung

Trotz weiter ansteigender Preise auf den Ebenen der Erzeuger- und Verbraucherpreise konnte die amerikanische Notenbank durch die Aussagen verschiedener Direktoriumsmitglieder die Finanzmärkte in den letzten Wochen beruhigen. Die Aktienmärkte orientierten sich daher vor allem an den positiven Aussagen über die erwartete nur zeitweilige („transient“) Erhöhung wichtiger Komponenten der Verbraucherpreise. Zur Beruhigung trug auch die verhaltene Entwicklung vieler Rohstoffe bei, die nach den Rekordanstiegen der Vormonate zuletzt eine Pause einlegten. Es ist jedoch völlig offen, inwieweit der jetzige Anstieg sich letztendlich wirklich als temporär herausstellen wird, da das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage sowie die extrem lockere Geldmengenpolitik noch lange für Preisdruck sorgen werden. Die ultralockere Geldpolitik passt nicht mehr zum derzeitigen Bild eines starken Aufschwungs. Es bleibt abzuwarten, wann die amerikanische Notenbank die Märkte auf eine Abkehr ihrer ultralockeren Geldpolitik stärker vorbereitet. Die Märkte werden neben den Aussagen der Zentralbanken vor allem auf die Entwicklung des Arbeitsmarktes achten. Denn das Risiko eines nachhaltigeren Anstiegs der Inflationsrate, das nicht nur auf einmaligen Basiseffekten beruht, besteht insbesondere in höheren Lohnforderungen, die später zu höheren Inflationserwartungen und der bekannten Lohn-Preis-Spirale führen.

Aus den Erklärungen der Notenbanken gewinnt man oft den Eindruck, dass sie den möglichen Anstieg der Inflationsrate entweder unterschätzen oder bewusst die Risiken ausblenden. Die deutsche Bundesbank erwartet in ihrem jüngsten Monatsbericht für Deutschland und dem Euroraum eine relativ schnelle Rückkehr der Verbraucherpreise unter 2 % (s. nachstehende Grafik aus dem Monatsbericht).



Die Bundesbank stützt sich bei ihrer Einschätzung zur Inflation u.a. auf Sondereffekte, die bald auslaufen werden. Es ist zwar richtig, dass einige dieser Sondereffekte auslaufen werden und auch der Anstieg der Ölpreise sich nicht linear fortsetzen wird, aber die Notenbanken unterschätzen möglicherweise den inflationären Einfluss aus China. In China wachsen die Erzeugerpreise mit einer Jahresrate von 9% und die immer noch enge Verzahnung zwischen der europäischen und der chinesischen Volkswirtschaft spricht dafür, dass ein Teil des Preisdrucks auch an die Verbraucher weitergegeben wird. Tendenziell entsteht ein Inflationsdruck auch aufgrund anderer Faktoren, die erst langfristig wirken: Hier handelt es sich um die De-Globalisierung und die damit verbundenen größeren Friktionen bei den Lieferketten. Wenn Unternehmen in Zukunft nicht mehr so stark auf die just-in-time Vorratshaltung abstellen können und deshalb höhere Vorräte halten müssen, so führt das zu höheren Kosten. Wenn sie an den Verbraucher weitergegeben werden, so führt das letztendlich auch zu höheren Inflationsraten. Preistreibend wirkt möglicherweise auch der starke Ausbau des Sozialstaates. Die nachstehende Grafik verdeutlicht, wie stark in den letzten Jahrzehnten die Sozialleistungsquote angestiegen ist. Eine Sondersituation gab es jeweils in der Finanzkrise 2009 und der Pandemie 2020.



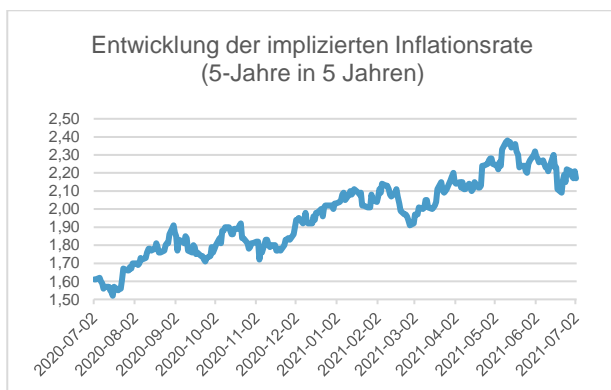
Nach einer Studie des DIW ist insbesondere bei den sogenannten wissensintensiven Dienstleistungen (Beispiel Ingenieursdienstleistungen oder Marketingkonzepte und -kampagnen, aber auch Auftragsforschung oder Rechtsberatungen) zwischen 1994 und 2014 ein Rückgang der Arbeitsproduktivität um 40% zu verzeichnen. Der Grund liegt nach der Auffassung des DIW in dem Anstieg von zusätzlichen Regulierungen und Berichtspflichten, zu deren Bearbeitung zusätzliches Personal notwendig ist. Zwar erwartet das DIW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.) für die kommenden Jahre ein Ende des Rückgangs der Arbeitsproduktivität, aber es erscheint einleuchtend, dass vermehrte Regulierungsanforderungen – wie wir sie gerade auch im Finanzsektor beobachten – einen negativen Einfluss auf die Arbeitsproduktivität ausüben. Autoren des ZEW (Zentrum für europäische Wirtschaftsforschung

GmbH) sehen die „starken Regulierungen der deutschen Güter- und Arbeitsmärkte, die den Wettbewerbs- und Innovationsdruck senken“ auch als Grund für die geringen Investitionen in Digitalisierungstechnologien an.

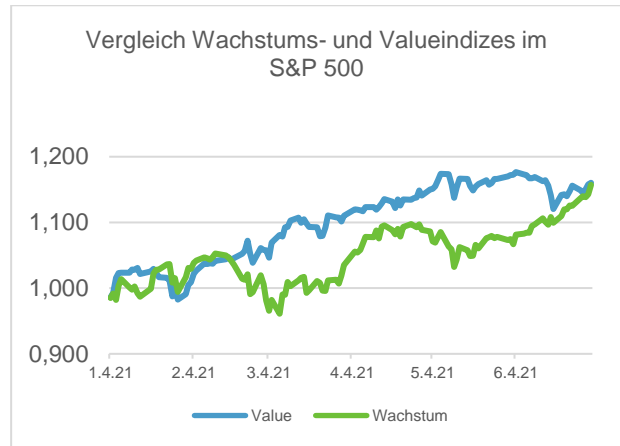
Wenn aufgrund der zunehmenden Regulierung das Produktivitätswachstum zurückgeht, so lassen sich wegen der angespannten Schuldensituation in vielen Ländern weitere Forderungen an den Sozialstaat nur über eine Umverteilung oder höhere Löhne befriedigen. Höhere Löhne stellen offensichtlich ein Risiko für die Preisstabilität dar und Verteilungskämpfe zwischen anderen Gruppen als den Tarifpartnern können zu höheren Abgaben führen, die ebenfalls preistreibend wirken können (z.B. Hausnebenkosten).

Auch die demografische Entwicklung dürfte in den nächsten Jahren Druck auf die Löhne ausüben, da Arbeitnehmer durch ein knapperes Arbeitsangebot höhere Lohnforderungen durchsetzen können.

Die rückläufige Entwicklung der implizierten Inflationserwartungen in den USA, die man aus den Zinskurven für Staatsanleihen und inflationsindexierte Anleihen berechnen kann, unterstreicht, dass es der amerikanischen Notenbank bisher gut gelungen ist, die Märkte zu beruhigen (vgl. den nachstehenden Chart). Wenn die Notenbank den Weg einer vorsichtigen Kommunikation erfolgreich fortführt, so müssen die erwarteten Zinssteigerungen nicht zwangsläufig zu Verspannungen auf den Aktienmärkten führen.



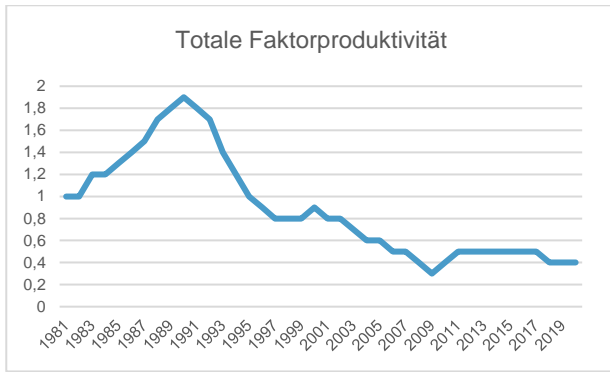
Die rückläufige Zinsentwicklung hat auch den Befürwortern des Value-Investing einen Dämpfer versetzt. Nachdem es kurzzeitig durch den Zinsanstieg eine Sektorrotation von Wachstum in Value gab, hat sich die Entwicklung in den letzten Wochen wieder umgekehrt, wie der nachstehende Vergleich der verschiedenen Indizes eindrucksvoll belegt. Sollte sich der Zinstrend jedoch wieder umkehren, so ist kurzfristig erneut eine vergleichsweise schwache Entwicklung des Technologiesektors möglich.



## Das Produktionspotential

Die Inflationserwartungen werden nicht nur durch demografische Faktoren, die Rohstoffpreise und die aufgestaute Nachfrage beeinflusst, sondern auch durch die Angebotsseite, d.h. das Wachstum des Produktionspotentials. In der Diskussion über den Ausblick der Inflationsrate kommt dieser Aspekt oft zu kurz, da gerade der langfristige Inflationsausblick stark durch das Verhältnis zwischen Produktionspotential und tatsächlicher Produktion geprägt wird. Aufgrund der Pandemie gibt es in Deutschland eine Überbeanspruchung der Ressourcen, ausgedrückt durch die sogenannte Produktionslücke. Für Deutschland erwartet das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, dass sich die Anspannung jedoch bis 2025 lösen wird, da sich bis dann das Produktionspotential an die Nachfrage anpassen wird und sich die Produktionslücke schließen wird. Bei dieser Annahme geht die Regierung davon aus, dass sich die Wachstumsrate des Produktionspotentials leicht von 1,1 % - 1,2 % vor der Pandemie auf 0,8 % in 2025 abschwächt. Der Annahme liegt jedoch auch ein Anstieg der Produktivität durch den technologischen Fortschritt von 0,6 % auf 0,8 % zugrunde.

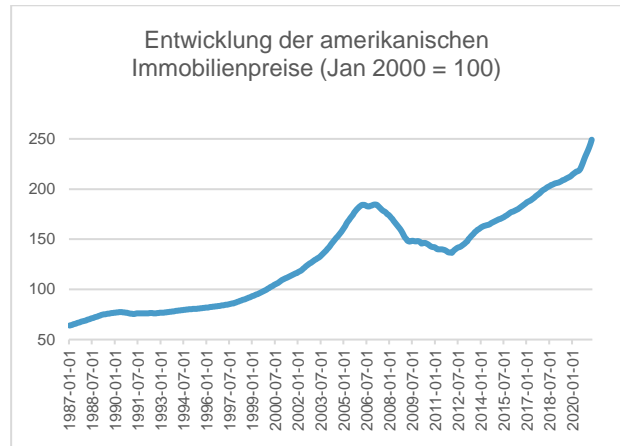
Aufgrund des technologischen Wandels wäre eigentlich eine Zunahme des durch den technologischen Fortschritt ausgelösten Produktivitätswachstums zu erwarten gewesen. Tatsächlich hat aber die sogenannte totale Faktorproduktivität in den letzten Jahren beständig abgenommen (vgl. die nachstehende Grafik). Diese Entwicklung gibt Volkswirten seit Jahren Rätsel auf. Eine Erklärung beruht möglicherweise darin, dass viele Vorteile der Digitalisierung in den Unternehmen oftmals nicht direkt gemessen werden können und daher nicht im Sozialprodukt sichtbar werden.



Diese Daten sollen belegen, wie wichtig jedoch die digitale Transformation nicht nur für jedes einzelne Unternehmen und die Gesellschaft ist, sondern auch für das Wachstumspotential einer Volkswirtschaft. Vielfältig wird die These vertreten, dass Europa zwar die erste Welle der digitalen Transformation verpasst hat, jedoch für die nächste Welle des industriellen Internet of Things gut gerüstet ist. In dem Maße wie sich jedoch das Wirtschaftsleben stärker auf den tertiären Sektor verlagert, kommt den digitalen Fertigkeiten dort immer stärkere Bedeutung zu. Dabei ist es keineswegs gesichert, dass die relative Stärke Europas zu einem nachhaltig hohen Potentialwachstum führt. Aufgrund der negativen Standortfaktoren wie z.B. der hohen Energiepreise und langsamen Planungsprozesse kann Europa möglicherweise strukturelle Vorteile in der Industrie nicht effektiv nutzen.

### Die konjunkturelle Entwicklung in den USA

An dieser Stelle bedarf es eigentlich keiner neuen Informationen, denn aufgrund der starken Fiskalimpulse, verbunden mit einer lockeren Geldpolitik, bestehen kaum Zweifel, dass die amerikanische Wirtschaft sich auf einem starken Erholungspfad befindet. Diese Einschätzung wurde letzte Woche durch die starken Arbeitsmarktdaten bestätigt als ein Zuwachs von 850.000 neuen Arbeitsplätzen gemeldet wurde. Es muss jedoch bedacht werden, dass eine klassische Überhitzung der Wirtschaft und niedrige Zinsen zu einer sub-optimalen Verteilung der Ressourcen führen, die später das Wachstumspotential beeinträchtigt. Besonders deutlich wird das am Wohnungsmarkt, wo die Preise kürzlich neue Rekordstände erreichten und sich trotz der Pandemie der Preisanstieg ungebremst fortsetzt (vgl. die nachstehende Entwicklung des S&P Case/Shiller Index).



### Schwellenländer

Die Entwicklung der Währungen der Schwellenländer war im vergangenen Monat sehr unterschiedlich. Der positiven Entwicklung des mexikanischen Pesos und anfangs des Rubels stand ein Rückgang der indonesischen und indischen Rupie entgegen, jeweils bezogen auf den US-Dollar. Da sich der US-Dollar jedoch gegenüber dem Euro aufwertete war bei allen Fremdwährungen gegenüber dem Euro ein Anstieg zu verzeichnen. Die bestimmenden Themen für die Währungsentwicklung in vielen Schwellenländern waren vor allem der Ölpreis und die Pandemie sowie im Falle von Russland neben dem Ölpreis auch geopolitische Faktoren.

In **Indien** hat die erschreckende Entwicklung der Pandemie nicht nur das Gesundheitssystem belastet, sondern auch die Wirtschaftskraft eingetrübt. Ein Indiz für das schwindende Vertrauen ist der Rückgang des Index des Verbrauchervertrauens, der gegenüber dem Januarwert von 55,5 auf 48,5 im März 2021 fiel. Verstimmt hat auch der starke Anstieg der Inflationsrate auf 6,3 %. Insgesamt wird für 2021 von der indischen Notenbank ein Preisanstieg von mehr als 5 % erwartet. Die Währung kam besonderes im letzten Monat unter Druck, wozu neben der Pandemie auch der Anstieg des Ölpreises beitrug.

Ähnlich wie Indien leidet auch **Indonesien** stark unter der Pandemie. Indonesien galt lange Zeit aufgrund seines niedrigen Schuldenstands als bevorzugtes Ziel ausländischer Investoren. Pandemiebedingt hat im letzten Jahr durch das hohe Haushaltsdefizit von 6,5 % auch der Schuldenstand wieder zugenommen. Indonesien hat jedoch mit ca. 1,6 % eine der geringsten Inflationsraten der Region und das Wirtschaftswachstum verzeichnete 2020 mit -2,1 % einen vergleichsweise geringen Rückgang. Wenn Indonesien wieder auf einen starken Wachstumspfad zurückkehrt, sollte sich auch die Währung wieder aufwerten.

**Mexiko** profitiert durch seine geografische Nähe zu den USA von dem dortigen Wirtschaftsaufschwung



sowie den steigenden Ölpreisen. Für 2021 wird von Analysten nach dem starken Einbruch des BIP von 8,5% in 2020 wieder eine starke Erholung erwartet. Die treibende Kraft wird nach Ansicht von Analysten der private Verbrauch sein. Vor dem Hintergrund der starken Wirtschaft in den USA hat die OECD deshalb ihre Wachstumsprognose von Januar 2021 um 1,3%-Punkte auf 5% erhöht. Im Zuge der besseren Wirtschaftsaussichten hat sich die Währung nach zeitweiliger höherer Volatilität stabil entwickelt.

Der Rubel stand bis April aufgrund des Risikos weiterer Sanktionen unter Druck. Nachdem ein Gespräch zwischen dem amerikanischen und russischen Präsidenten vereinbart wurde, konnte sich der Rubel jedoch zunehmend erholen. Die Kursentwicklung wurde zudem vom steigenden Ölpreis beflügelt. Trotz der ansteigenden Inflationsrate, die mit über 6% über dem von der Zentralbank vorgegebenen Korridor liegt, war die Währung auch aufgrund der Verbesserung der Beziehungen zwischen den USA und Russland relativ stabil. Nach den Erfolgen der Inflationsbekämpfung in der Zeit vor der Pandemie hat die Inflationsrate damit einen Höchststand seit 2016 erreicht. Die 10-Jahreszinsen russischer Staatsanleihen sind daher im letzten Jahr stark angestiegen (vgl. den nachstehenden Chart).



Die steigende Inflationsrate ist auch der Grund für den starken Zinsanstieg in **Brasilien** (vgl. den nachstehenden Chart), wo die Rendite mit über 9% eine der höchsten Renditen in der OECD erreichte.



Trotz des negativen Zinsumfelds und des schlechten Managements der Pandemie entwickelte sich die Währung jedoch positiv, da Brasilien seit Jahresbeginn eine stetige Verbesserung der Handelsbilanz aufweisen kann. Der Handelsbilanzüberschuss resultiert vor allem aus dem starken Anstieg von Eisenerzprodukten, Kaffee, Baumwolle und Sojabohnen.

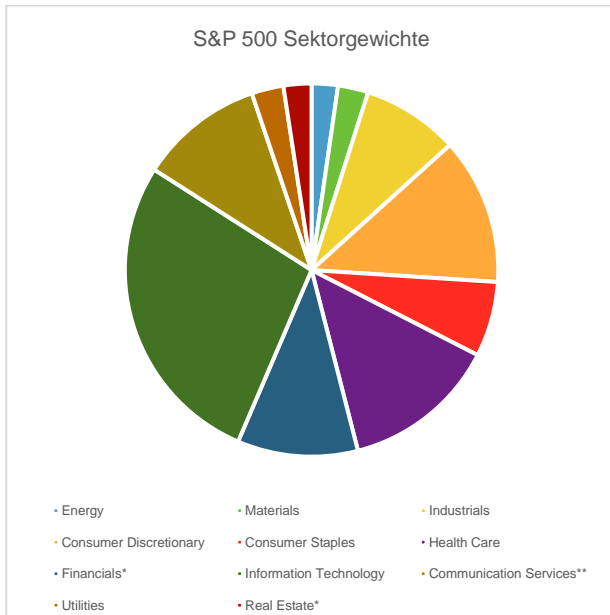
Zu den Ländern mit einer positiven Währungsentwicklung zählt auch **China**. Auch wenn sich der Renminbi zuletzt etwas gegenüber dem US-Dollar abschwächte, stand der Renminbi während des ganzen letzten Jahres unter Aufwertungsdruck (vgl. den nachstehenden Chart). Eine sinkende Kurve zeigt hier eine Aufwertung der Währung an. Hierzu trug vor allem das schnelle Ende der Pandemie bei.



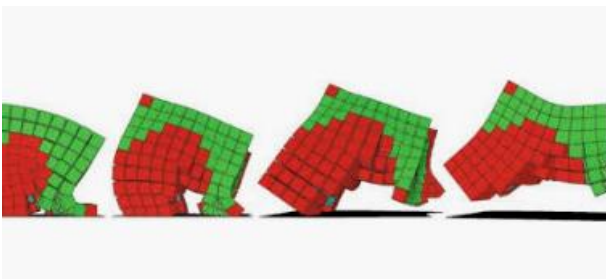
## Fazit

Die schnelle Entwicklung mehrerer wirksamer Impfstoffe hat bewiesen, dass die Menschheit in der Lage ist, schnell auch große Krisen zu bekämpfen. Die Erfolge bei der Bekämpfung der Pandemie stimmen optimistisch, dass auch in Zukunft ähnliche Herausforderungen gelöst werden können. Auch der Klimawandel – vom Menschen verursacht oder auch Teil einer längerfristigen Verschiebung des Klimas – stellt eine solche Herausforderung dar. Insofern das Problem in dem hohen CO<sub>2</sub>-Ausstoß liegt, werden sich auch hier Lösungsmöglichkeiten finden und schon jetzt ist es technisch möglich, CO<sub>2</sub> aus der Atmosphäre zu entfernen. Viele Verfahren scheitern aber noch an den hohen Kosten. Obwohl sich aus dem Einsatz klimaschützender Technologien (z.B. der stärkere Einsatz von Wasserstoff) auch neue Geschäftsmöglichkeiten ergeben, wird der Technologiesektor nach wie vor der größte Antrieber für das Wachstum sein. Wie die nachstehende Grafik zeigt, hat der Technologiesektor im S&P 500 mit knapp 28 % das höchste Gewicht. Wir gehen davon aus, dass das Gewicht in Zukunft weiter zunehmen wird, da Technologie unseren Lebensalltag in immer stärkerem Maße prägen wird. Bahnbrechende Entwicklungen bei neuen Technologien strahlen unmittelbar auch auf andere Sektoren aus. Methoden der Künstlichen Intelligenz (KI)

werden heutzutage in zahlreichen Branchen eingesetzt und die KI ist ein Beispiel für die immer stärkere Durchdringung der Technologie in alle Lebensbereiche.



Hierfür spricht, dass die Verzahnung neuer Technologien und die Entwicklung neuer Anwendungen Hand in Hand geht mit oftmals bahnbrechenden neuen Produkten. Bei den neuen Anwendungen sprechen wir von offensichtlichen Entwicklungen wie dem Autonomen Fahren, dem IoT, dem 5G, Augmented Reality und Virtual Reality. Weniger bekannt als die Virtual Reality sind die Virtual Creatures, die 1994 von Karl Sims auf der Basis eines genetischen Algorithmus entwickelt wurden. Wer sie nicht kennt, der findet in den Videos im Internet interessante Beispiele. Bei diesen Figuren handelt es sich keineswegs nur um Spielereien oder Ideengeber für Online-Spiele, sondern diese Figuren können auch als Grundlage für unterschiedliche Forschungen dienen (vgl. den Artikel „Why virtual creatures matter“, dem das nachfolgende Bild entnommen ist).



Bei unseren Anlageentscheidungen lassen wir uns jedoch weniger von den Anwendungen leiten, sondern investieren schwerpunktmäßig in diejenigen Unternehmen, die Wegbereiter für die Anwendungen sind und die dafür notwendigen Schlüsseltechnologien entwickeln. Hier finden wir Unternehmen

mit einer hohen Markteintrittsbarriere und deshalb nachhaltig hohen Umsatzrenditen.

Unabhängig von der Zinsentwicklung werden sich diese Unternehmen auch in einem schwierigeren Zinsumfeld durchsetzen und wir legen daher unverändert bei unseren Anlageentscheidungen eine stärkere Gewichtung auf den Technologiesektor, gefolgt von Anlagen in Pharmaunternehmen und der Medizintechnik. Gerade aufgrund der Fortschritte in Medizin und Technik sind wir zuversichtlich, dass unser Investmentansatz auch in den kommenden Jahren überdurchschnittlich hohe Renditen erwirtschaften wird.