

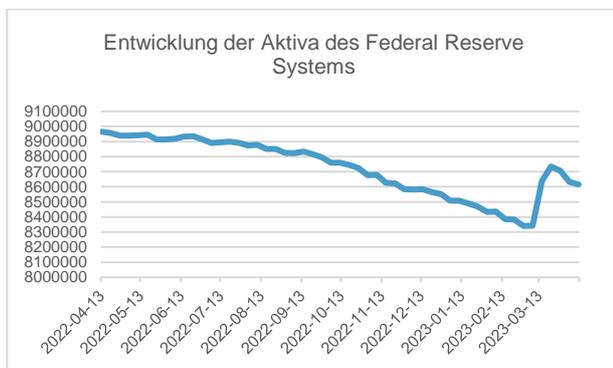


Quartalsbericht der FV Frankfurter Vermögen AG

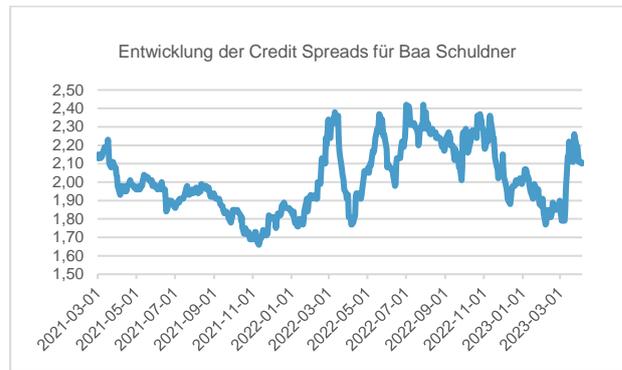
Ausgabe: Q1 2023

Vorbemerkung

Das erste Quartal des Jahres war zunächst von der Diskussion über eine mögliche Rezession in den USA und deren Ausmaß geprägt: hard landing, soft-landing oder neuerdings no landing. Mitten in diese Unsicherheit und damit auch die Diskussion über den wahrscheinlichen Zinspfad in den USA platzte der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB), der zumindest temporär der Diskussion über weitere Zinserhöhungen ein Ende setzte. Dem Zusammenbruch der SVB folgte die Rettung der Credit Suisse, Ereignisse, die der Welt vor Augen führten, dass das Finanzsystem trotz Regulierung und höheren Eigenkapitalanforderungen fragil ist. Offenbar scheint diese Krise aber zunächst überwunden, da Einlagen von schwächeren Banken zu solventeren Banken übertragen wurden und die Behörden rechtzeitig reagierten. Das Ausmaß der Verunsicherung erkennt man gut an der Beanspruchung des Discount Windows der amerikanischen Notenbank, welches in Folge der SVB-Krise einen historischen Rekord aufwies (s. nachstehende Grafik). Zeitweise wurde daher das gesamte QT-Programm (quantitative tightening) der Notenbank um etwa die Hälfte zurückgefahren.



Auch wenn die Liquiditätskrise der amerikanischen Banken zunächst eingedämmt ist, so werden die Auswirkungen auf die Wirtschaft wahrscheinlich zu spüren sein, da allein der Wechsel von Kundeneinlagen zu Friktionen führt und wahrscheinlich die Kapitalkosten für die Banken steigen und/oder die Kreditmargen auch steigen werden. Bereits jetzt sind im Gefolge der Bankenkrise die Kreditmargen für Schuldner mit einem Baa Rating angestiegen, obwohl sich zuletzt eine Entspannung ergab (vgl. den nachstehenden Chart).



USA

In den Vereinigten Staaten waren zuletzt die eingehenden Konjunkturdaten gemischt ausgefallen, so dass die Diskussion über eine mögliche Rezession weiter anhält. Die Nachfrage nach Arbeitskräften in den USA hat sich abgeschwächt, aber nur leicht. Auch der zuletzt sehr starke Dienstleistungssektor zeigt erste Zeichen einer Abschwächung wie man an dem starken Rückgang des viel beachteten ISM Index erkennen kann.

Auch der erstmalige Rückgang der Zahl der offenen Stellen unter 10 Mio. signalisiert, dass auch der bisher sehr feste Arbeitsmarkt erste Zeichen einer Abschwächung zeigt.



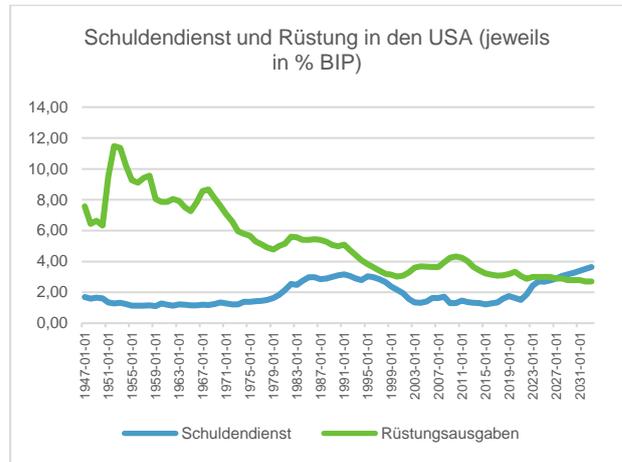
Unterdessen liegt die Inflation in den USA nach wie vor weit über dem Zielwert der Notenbank. Die hohe Inflation verursacht weiterhin Kosten für die Wirtschaft sowie für Einzelpersonen und Familien: Obwohl die Löhne vieler Arbeitnehmer im vergangenen Jahr überdurchschnittlich stark gestiegen sind, blieb der Anstieg des durchschnittlichen Stundenlohns in vielen Branchen hinter den Preissteigerungen zurück.

Die jüngsten Insolvenzen, Zwangsverkäufe und Spannungen bei mehreren Banken werden wahrscheinlich zu einer Verschärfung der Kreditbedingungen führen, da die Banken auf den Abfluss von

Einlagen, eine strengere Aufsicht und mögliche regulatorische Änderungen reagieren. Das Ausmaß dieser Verschärfung ist schwer zu messen und vorherzusagen, aber sie wird wahrscheinlich nur eine bescheidene zusätzliche Belastung für die Wirtschaftstätigkeit darstellen, so dass die Fed wahrscheinlich noch einige weitere Zinserhöhungen um 25 Basispunkte vornehmen muss, um die Inflation in Richtung ihres Ziels zu bringen.

Auf der Grundlage der verfügbaren Informationen tendieren einige Analysten zu der Annahme, dass ein unter dem Trend liegendes Wirtschaftswachstum mit einem gewissen Anstieg der Arbeitslosenquote wahrscheinlicher ist als eine Rezession in den Vereinigten Staaten. Die Risiken tendieren jedoch in Richtung einer schärferen Abschwächung, da die Möglichkeit einer weiteren Ansteckung zwischen den Banken, der Schuldendeckel und das Potenzial für zusätzliche Inflationsschocks ein Risiko bilden.

Blickt man weiter in die Zukunft so erkennt man aufgrund der Ausweitung der Schulden weitere Risiken. Im Zusammenhang mit den Schulden interessiert uns besonders der Anteil des Schuldendienstes am Sozialprodukt, da er einen guten Indikator für die mögliche Belastung der Volkswirtschaft darstellt. Das amerikanische Congressional Budget Office (CBO) erstellt hierzu regelmäßig Prognosen. Auch wenn diese Prognosen naturgemäß mit Risiken behaftet sind, so sind sie die beste seriöse Quelle, auf die wir uns beziehen können. Wie die nachstehende Grafik mit Daten vom Februar 2023 dokumentiert, erwartet das CBO einen Anstieg der Schuldendienstquote bis 2032 auf nahezu 3,64 % des Sozialprodukts, deutlich mehr als die 1,87% in 2022. Zur Relativierung der Schuldendienstproblematik haben wir zusätzlich in der Grafik die prognostizierten Militärausgaben abgebildet. Obwohl wir hier eine kleine Abschwächung erwarten, bleibt die Summe aus beiden Größen hoch. Das potentielle zukünftige Wirtschaftswachstum wird damit belastet, da die Ausgaben für Schuldendienst und Militär nicht für produktive Zwecke zur Verfügung stehen. Wenn die USA daher ihren Wohlstand erhalten wollen, so müssen sie die Produktivität erhöhen. Die Stärke des Technologiesektors mit hohem Innovationspotential und die entschiedenen Investitionen in erneuerbare Energien (Inflation Reduction Act) deuten darauf hin, dass ihnen dieser Weg gelingen könnte.



Das wird besonders deutlich, wenn man die Entwicklung der Produktivität in Deutschland und bei uns wichtigen Handelspartnern betrachtet. Die nachstehende Grafik einer Analyse der Deutschen Bundesbank zeigt deutlich, dass die USA insbesondere bei den Digitalsektoren einen deutlich stärkeren Anstieg der Produktivität, von Volkswirten als totale Faktorproduktivität bezeichnet, aufweisen als Deutschland und unsere Handelspartner. Die Daten zur Produktivität machen deutlich, dass der Produktivitätsfortschritt ganz wesentlich von der Digitalisierung angetrieben wird. Die USA sind hier Vorreiter und es ist daher wahrscheinlich, dass aufgrund verschiedener struktureller und kultureller Gegebenheiten der Trend zu einem höheren Produktivitätswachstum anhält.



Eurozone

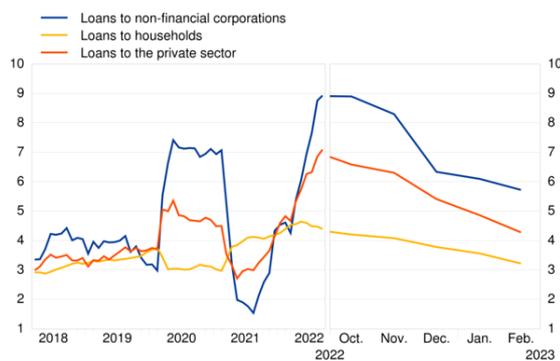
In der Eurozone haben sich die Wirtschaftsaussichten zuletzt verbessert, da die Energieversorgung sicherer geworden ist und die Energiepreise deutlich nachgegeben haben. Die niedrigeren Energiepreise sorgen nun für eine gewisse Kostenentlastung, insbesondere für energieintensive Industrien, und die globalen Versorgungsengpässe haben sich weitgehend aufgelöst. Es wird erwartet, dass sich der Energiemarkt weiter ausgleicht und dass sich die Realeinkommen verbessern. Da auch die Auslandsnachfrage zunimmt und die derzeitigen Spannungen an den Finanzmärkten nachlassen, wird ab Mitte

2023 mit einem Wiederanstieg des Produktionswachstums gerechnet, der durch einen robusten Arbeitsmarkt gestützt wird. Dennoch werden sich die laufende Normalisierung der EZB-Politik und die von den Märkten erwarteten weiteren Zinserhöhungen zunehmend auf die Realwirtschaft auswirken, wobei die jüngste Verschärfung der Kreditvergabebedingungen zusätzliche dämpfende Effekte mit sich bringt. Besonders in Deutschland wird der Bausektor nach wie vor von den hohen Zinsen und Materialkosten belastet.

Die relativ hohe Kreditnachfrage aller Sektoren in der Eurozone deutet immer noch auf eine robuste Wirtschaft hin und dürfte auch von der EZB bei ihrer Geldpolitik beachtet werden.

Adjusted loans to the private sector

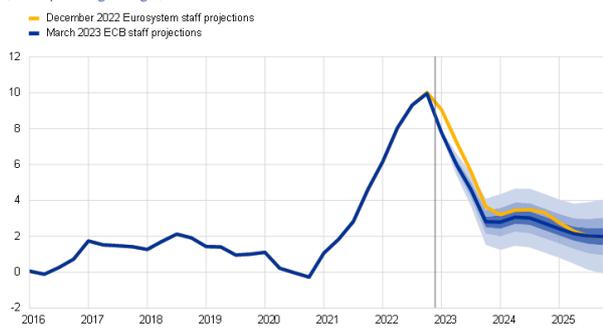
(annual growth rates)



Neben den Daten zur wirtschaftlichen Entwicklung steht im Vordergrund der Inflation der Ausblick der EZB. Die EZB erwartet eine schnelle Abschwächung, wobei im wahrscheinlichsten Szenario sogar die 2 % bis Ende 2025 erreicht werden könnte (s. nachstehende Grafik der EZB). Dieses Szenario ist jedoch mit sehr vielen Unsicherheiten behaftet (Rohstoffpreise, Energiepreise, Lohnentwicklung, etc.), wie auch in der weiten Spanne der Grafik ersichtlich. Wenn die chinesische Wirtschaft wie geplant wieder auf einen stärkeren Wachstumspfad einschwenkt könnten auch die Rohstoffpreise stärker steigen und damit erneut Druck auf die Verbraucherpreise ausüben.

Euro area HICP inflation

(annual percentage changes)



China

Das Wachstum des Sozialprodukts blieb im vierten Quartal 2022 im Vergleich zum Vorquartal unverändert, nachdem die Behörden plötzlich beschlossen hatten, die Null-COVID-Strategie aufzugeben, was zunächst zu einem starken Anstieg der COVID-19-Infektionsraten führte. Da diese Infektionswelle jedoch weiter abebbt, wird erwartet, dass sich die Wirtschaftstätigkeit bereits im ersten Quartal 2023 erholt und ab dem zweiten Quartal stärker anzieht, wenn die pandemiebedingten Einschränkungen nachlassen. Berichten zufolge nimmt auch der chinesische Tourismus im Ausland wieder zu. Im Immobiliensektor ist dagegen nur eine leichte Erholung zu verzeichnen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Pandemie noch immer das Vertrauen in den Kauf teurer Gegenstände erschüttert und dass die Rentabilität privater Immobilienentwickler nach wie vor negativ eingeschätzt wird. Vor diesem Hintergrund wurden die Wachstumsaussichten für China für 2023 nach oben korrigiert und es wird erwartet, dass die durchschnittlichen Wachstumsraten dem kürzlich von der Regierung verkündeten Ziel von etwa 5 % entsprechen werden. Der Inflationsdruck in China ist nach wie vor moderat und dürfte mit der Wiederbelebung der Wirtschaft nicht wesentlich zunehmen. Es ist jedoch unklar, inwieweit eine bessere Wirtschaftsentwicklung in China auch stimulierend für den Rest der Welt wirkt, da ein Teil des Wachstums vor allem den heimischen Markt stärkt.

Schwelmländer

Die Entwicklung der Währungen der Schwelmländer war im ersten Quartal 2023 generell von dem Rückgang der amerikanischen Zinsen sowie dem schwächeren US-Dollar geprägt. Besonders gut war die Entwicklung des mexikanischen Pesos sowie des brasilianischen Reals und der indonesischen Rupie, die sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch dem Euro Gewinne aufwiesen. Negativ entwickelte sich vor allem der Rubel. Bemerkenswert ist auch, dass Brasilien und China vereinbarten ihren Handel nicht mehr in US-Dollar durchzuführen. In das erste Quartal fiel auch die Nachricht, dass Argentinien und Brasilien ihre Pläne über eine Währungsunion auf Eis legten.

Speziell der Peso und der südafrikanische Rand profitierten auch von Zinserhöhungen. In Südafrika signalisierte die Zentralbank kein Ende des Zinserhöhungszyklus und ließ die Tür für weitere Straffungen offen. Mexiko setzte seinen Zinserhöhungszyklus fort und hob seinen Leitzins um 25 Basispunkte auf 11,25 % an, nachdem er im vergangenen Monat überraschend um 50 Basispunkte angehoben worden war. Die indonesische Währung profitierte von

ausländischen Kapitalzuflüssen. Indonesien profitiert weiterhin von guten Wirtschaftsdaten, u.a. einer mit 2,94% geringen Kernrate der Inflation.

In Indien schwächte sich das Wachstum im dominierenden Dienstleistungssektor im vergangenen Monat gegenüber dem 12-Jahres-Hoch vom Februar ab, was einer privaten Umfrage zufolge auf eine schwächere Nachfrageexpansion zurückzuführen ist, die auch einen Rückgang der Inputkosteninflation auf den niedrigsten Stand seit September 2020 ergab. Von den wichtigen Währungen der Schwellenländer war die Rupie eine der schwächsten Währungen. Obwohl sie gegenüber dem US-Dollar leicht zulegte, war die Entwicklung gegenüber dem Euro aufgrund des schwachen US-Dollar leicht negativ.

Die Inflationsrate in Indien hat sich weiter etwas abgeschwächt und im Gefolge dieser guten Entwicklung sind auch die Zinsen gesunken (vgl. den nachstehenden Chart für die Entwicklung der 10-Jahreszinsen). Trotzdem sind die Renditen mit ca. 7 % noch über der Inflationsrate (zuletzt 6,44%), so dass eine positive Realverzinsung erzielt wird.

Indien



Fazit

Die immer schwierig einzuschätzende Entwicklung der Wirtschaft wird dieses Jahr noch erschwert durch das neue Risiko der Bankenkrise. China scheint auf einen neuen Wachstumspfad einzuschwenken und Europa stabilisiert sich nach dem Rückgang der Energiepreise. Unter den großen Volkswirtschaften ist auch Japan als drittgrößte Volkswirtschaft robust. In den USA mehren sich jedoch einige Anzeichen einer deutlicheren Abschwächung. Es ist unklar, inwieweit diese Abschwächung zu einer Rezession führt bzw. wie tief und wie lange eine Rezession sein wird. Vor dem Hintergrund der unsicheren Wirtschaftslage ist es daher von größerer Bedeutung das Augenmerk auf einige grundlegende Tendenzen zu lenken.

Der Wohlstand einer Volkswirtschaft hängt letztendlich von der Entwicklung ihres Produktionspotenzials ab. In diesem Zusammenhang gewinnt der technologische Fortschritt eine immer größere Bedeutung, insbesondere wenn die Bevölkerung weniger dynamisch wächst oder sogar schrumpft, da der Faktor Arbeit an Bedeutung verliert. Wie wir bereits festgestellt haben, wird die Produktivität zunehmend durch die Digitalisierung vorangetrieben. Deshalb ist es sinnvoll, bei Anlageentscheidungen auf Sektoren zu setzen, die als Treiber der Digitalisierung gelten oder die Instrumente der Digitalisierung zur Steigerung der Produktivität nutzen. Gerade in diesen Sektoren beobachten wir hohe Markteintrittsbarrieren und dementsprechend auch hohe Margen.

Im April 2023

Will Ufer

Jürgen Brückner