



Quartalsbericht

der FV Frankfurter Vermögen AG

Ausgabe: Q2 2022

Autor: Jürgen Brückner

Vorbemerkung

Das Marktgeschehen ist in diesen Tagen vor allem von der Furcht vor einer Rezession und einer Energiekrise in Europa getrieben. Wir glauben, dass die Finanzmärkte das Thema Rezession oftmals zu emotional und nicht differenziert genug betrachten. Letztendlich ist es nicht relevant, ob die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession 50% beträgt, solange unklar ist, wie tief die Rezession sein wird und wie lange sie dauern wird. Selbst wenn es eine Rezession gibt, so ist allein die Tatsache einer rückläufigen Wirtschaftsleistung allein nicht ausreichend für eine umfassende Beurteilung der wirtschaftlichen Lage. Wenn die Rezession in Deutschland durch eine Einstellung russischer Gaslieferungen eintritt, hat diese Situation eine ganz andere Qualität, als wenn z.B. in Deutschland eine Rezession aufgrund von Problemen in einzelnen Sektoren eintritt (wenn beispielsweise aufgrund steigender Zinsen und Baukosten der Hoch- und Tiefbau zum Erliegen kommt). Wenn es zu einer Rezession kommt, so ist für die Einschätzung der Konsequenzen auch wichtig, ob sie Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt hat. Zumindest in den USA und Deutschland deuten einige Anzeichen daraufhin, dass der Arbeitsmarkt auch bei einer wirtschaftlichen Abschwächung keinen Einbruch erleiden wird. Diese Einschätzung steht jedoch unter dem Vorbehalt einer nicht stark gestörten Gasversorgung im kommenden Winter.

Im Hinblick auf die Energieversorgung in Deutschland wird in den Medien der Eindruck erweckt, als ob Russland nach dem Ende der Wartungsarbeiten an Nordstream 1 die Gasversorgung vollständig einstellen könnte. Eine vollständige Einstellung kann nicht im Interesse von Russland sein, da das überschüssige Gas nicht dauerhaft gespeichert werden kann bzw. geschlossene Gasquellen technisch nicht ohne Probleme wieder geöffnet werden können. Es ist jedoch davon auszugehen, dass Russland die Versorgung nach den Wartungsarbeiten reduzieren wird, um maximalen Druck auf Europa auszuüben. Insbesondere Deutschland würde damit nicht in die Lage versetzt die Kapazität seiner Gasspeicher deutlich wie geplant zu erhöhen. In diesem Fall wäre das wahrscheinlichste Szenario eine Rationierung der Gasversorgung dergestalt, dass sowohl die privaten Verbraucher als auch die Industrie betroffen sind. Wenn es gleichzeitig zu (erzwungenen) Einsparnissen kommt, sollte bei Rückgriff auf die Reserven, LNG-Importe und die erneute Nutzung von Kohleenergie eine schwere Krise in der Industrie vermieden werden. Selbst wenn eine Versorgungskrise vermieden werden kann, so werden die Preise weiter steigen (das ist im Interesse Russlands) und voraussichtlich dauerhaft hoch bleiben. Aus heutiger Sicht ist unklar, wie Verbraucher und Industrie mit langfristig höheren Preisen umgehen werden und inwieweit der Staat soziale Härten ausgleichen kann.

Möglich ist auch ein Szenario in dem es im Winter zu einem Diktatfrieden Russlands in der Ukraine kommt und nach Abschwächung der Sanktionen die Gasversorgung durch Nordstream I wieder vollständig aufgenommen wird. Ein solches Szenario ist besonders dann denkbar, wenn es in anderen europäischen Ländern zu sozialen Spannungen wegen der hohen Gaspreise kommt und Europa vor die Wahl gestellt wird einem Diktatfrieden in der Ukraine zuzustimmen oder in eine unkontrollierbare politische und wirtschaftliche Situation zu geraten. Der Protest der „Gelbwesten“ in Frankreich vor einigen Jahren aufgrund wesentlich geringerer wirtschaftlicher Effekte lässt erahnen vor welchen Risiken die EU steht.

In Zusammenhang mit der Energiekrise ist es richtig, dass die EU mit aller Kraft den Weg zur Förderung der erneuerbaren Energien vorantreibt. Wasserstoff und Photovoltaik stehen hier im Vordergrund.

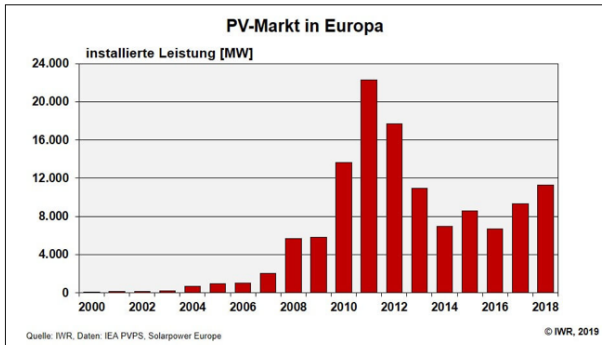
Wasserstoff und Photovoltaik

Die Bedeutung von Wasserstoff ergibt sich nicht nur aus seiner Funktion als Rohstoff für wichtige chemische Produkte, sondern auch aus seiner Rolle zur Reduzierung des CO₂-Ausstoßes. In der chemischen Industrie wird Wasserstoff insbesondere als Grundstoff bei der Herstellung von Ammoniak benötigt. Ammoniak hingegen ist ein wesentlicher Rohstoff für die Herstellung von Stickstoffdünger und damit für den Nahrungsmittelsektor unerlässlich.

Im Zusammenhang mit dem Klimawandel kommt Wasserstoff eine wichtige Rolle zu, da es sowohl als Energieträger als auch als Energiequelle eingesetzt werden kann. Obwohl wir hierauf ausführlich in unserer Studie vom Sommer 2020 eingingen, möchten wir das Thema aus aktuellem Anlass wieder in diesem Quartalsbericht aufgreifen. Hintergrund ist der RePowerEU-Plan, in dessen Rahmen die EU Mitte Mai als Reaktion auf die Ereignisse in der Ukraine ankündigte die erneuerbaren Energien stark auszubauen um die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen aus Russland zu verringern. Nach dem EU-Plan soll Wasserstoff stark gefördert werden und die bisher im „Fit for 55“ vorgesehene Elektrolysekapazität für die EU von 40 GW auf 160 GW in Abstimmung mit den Anlagebauern gesteigert werden. An anderer Stelle wird in der Ankündigung sogar von einer Verzehnfachung der Kapazität gesprochen. Die mit dieser Kapazität hergestellten 10 Mio T Wasserstoff sollen ergänzt werden durch weitere 10 Mio T Importe. Es bleibt abzuwarten, inwieweit der Import von grünem Wasserstoff aus Nordafrika und Südamerika zu konkurrenzfähigen Kosten möglich sein wird.

Der Plan zur Förderung der photovoltaischen Leistung sieht vor, bis 2030 die Leistung auf 600 GW zu verdoppeln. Zur Einordnung dieser Zahl muss man sich

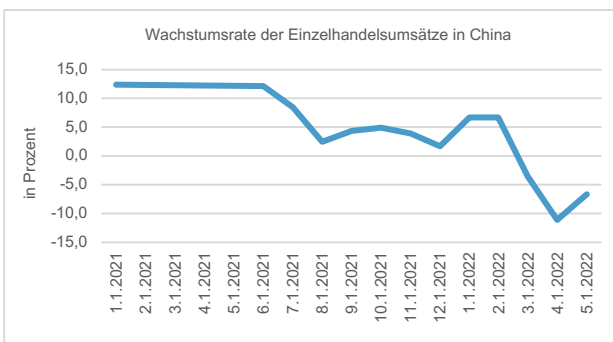
vergegenwärtigen, dass die EU-Initiative vorsieht, dass durch den Ausbau der Solarenergie bis 2027 jährlich 9 Mrd. m³ Erdgas ersetzt werden können, d.h. etwa 15% der im Jahr 2021 gelieferten Menge Erdgas von Nordstream 1. Damit dieses Ziel erreicht wird, müssen pro Jahr 45 GW an neuer Solarkapazität installiert werden. Dieses Ziel ist sehr ehrgeizig, wenn man bedenkt, dass in der Vergangenheit maximal rund 20 GW jährlich an Kapazität aufgebaut wurde (s. nachstehende Grafik).



Eine derart starke Erhöhung erscheint auch deshalb anspruchsvoll, weil es bereits jetzt einen Mangel an Fachkräften gibt. Im Arbeitspapier zur RePowerEU-Initiative wird diese Herausforderung wie folgt kommentiert: „Dieser Engpass könnte schnell wachsen, wenn er nicht behoben wird. Die berufliche und allgemeine Bildung ist ein wichtiges Instrument zur Bewältigung dieser Herausforderung, und die Mitgliedstaaten werden aufgefordert, das Qualifikationsdefizit im Solarenergiesektor zu analysieren und zweckdienliche Ausbildungsprogramme zu entwickeln, die das Potenzial zur Erhöhung der Beteiligung von Frauen berücksichtigen“.

China

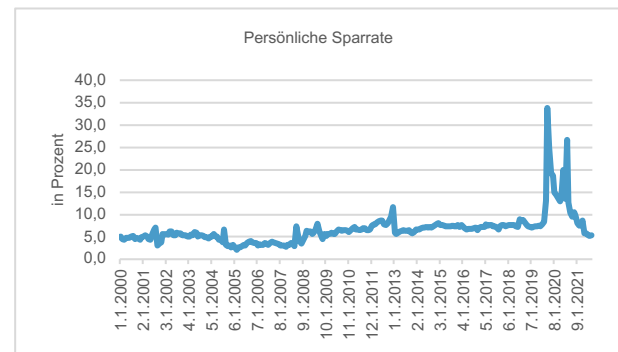
In China hat sich das Wirtschaftswachstum bedingt durch den Lockdown in vielen Städten wie erwartet deutlich abgeschwächt. Die nachstehende Grafik des offiziellen statistischen Amtes dokumentiert diese Entwicklung am Beispiel der Einzelhandelsumsätze.



Positiv zu werten ist, dass der viel beachtete Index Caixin PMI im Juni auf 51,7 (Mai: 48,1) Punkte stieg und damit auf den höchsten Stand seit Mai 2021 aufwies. Der Anstieg übertraf zudem die Erwartungen der Experten deutlich.

USA

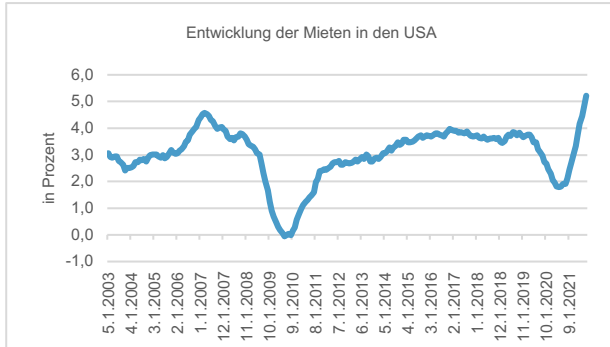
Neben der hohen Inflationsrate sorgt in den USA das Thema Rezession für Gesprächsstoff. Eine Sorge der Märkte ist, dass die amerikanische Notenbank zur Wiederherstellung ihrer verlorenen Glaubwürdigkeit möglicherweise zu lange an einer restriktiven Geldpolitik festhält und es ihr nicht gelingt eine weiche Landung für die Wirtschaft zu erreichen. Ob es wirklich zu einer nicht nur technischen Rezession kommt, hängt entscheidend davon ab, wie sich der amerikanische Konsument verhält. Das Konsumentenvertrauen hat sich zwar abgeschwächt, aber der amerikanische Konsument hat während der Pandemie hohe Überschussersparnisse aufgebaut. Zwischen März 2020 und Dezember 2021 erhielten die Haushalte zusätzliche 1,6 Bn. Dollar an verfügbarem Einkommen über den bisherigen Trend hinaus, was hauptsächlich auf staatliche Transfers wie Konjunkturschecks und Arbeitslosenversicherung zurückzuführen ist. Gleichzeitig schränkten die Verbraucher als Reaktion auf die Pandemie ihren Konsum um 800 Mrd. Dollar ein, verglichen mit dem, was zu erwarten gewesen wäre. Das bedeutet, dass die Verbraucher im Jahr 2022 über einen Sparüberschuss von 2,4 Bn. Dollar verfügen. Bereits jetzt haben die Verbraucher auf den Anstieg der Inflationsrate mit einer deutlichen Verringerung ihrer Sparquote reagiert (s. nachstehende Grafik).



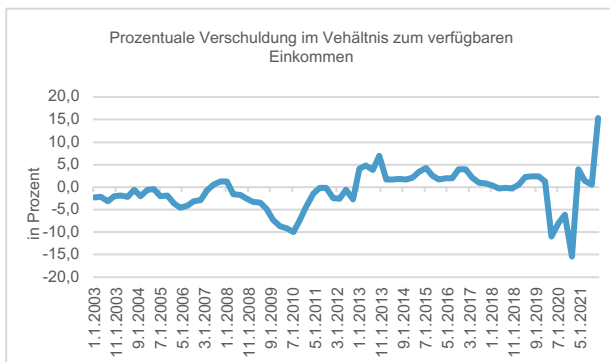
Trotz hoher Reserven ist es jedoch nicht gewiss, dass die Verbraucher ihr Ausgabenverhalten nicht doch stärker einschränken, zumal auch aus der Industrie einige Indikatoren auf eine Abschwächung hindeuten.

Besonders hartnäckig dürften sich beim Preisauftrieb die Mieten verhalten, die die Notenbank jedoch kaum mit der Geldpolitik eindämmen kann. Da sich viele Amerikaner aufgrund der hohen Zinsen und gestiegenen Baukosten den Kauf von Wohnungen

nicht mehr leisten können weichen sie auf Mietwohnungen aus und beschleunigen dort den Mietanstieg (s. nachstehenden Chart).



Im Vergleich mit den Finanzkrise 2000 und 2008 weisen Analysten oftmals daraufhin, dass in der derzeitigen Krise die Finanzen der privaten Haushalte gesünder sind. Allerdings beobachten wir einen steilen Anstieg der Ausgaben für den Schuldendienst im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, so dass dieses Argument an Gewicht verliert.



Schwellenländer

Die Entwicklung der Währungen der Schwellenländer war im vergangenen Quartal gegenüber dem US-Dollar unterschiedlich. Am schlechtesten entwickelte sich der brasilianische Real, der einen Großteil der Gewinne des Vorquartals wieder abgab. Eine ausgeprägte Schwächetendenz wies auch die indische Rupie auf, die im letzten Quartal ihre bereits zuvor gezeigte negative Entwicklung fortsetzte und gegenüber dem US-Dollar einen historischen Tiefstand aufwies. Indien leidet sowohl unter den steigenden US-Zinsen als auch unter hohen Ölpreisen. Auch die lange Zeit sehr stabile indonesische Rupie neigte im vergangenen Quartal zur Schwäche, die aber mehr eine Stärke des US-Dollars war. Relativ

stabil war der mexikanische Peso, der von hohen Ölpreisen einem Erstarren des Tourismus und der orthodoxen Geldpolitik der Zentralbank profitierte.

Europa

In Europa gab es keine aggressiven Ausgabenprogramme und der Anstieg der Inflationsrate ist stärker geprägt von dem Anstieg der Energiepreise und Nahrungsmittelpreise. In Europa sind die Länder sehr unterschiedlich von dem Anstieg der Inflationsrate betroffen, wobei Spanien mit einer Rate von 10,2% deutlich stärker leidet als Frankreich mit einer Rate von 5,8% und Österreich von 5,5%. Deutschland bewegt sich zwar mit 7,6% im Mittelfeld, aber nach dem Auslaufen des Tankrabatts, der Erhöhung des Mindestlohns im Oktober und weiter steigender Gaspreise könnte sich die Entwicklung verschlechtern.

Europa hat gegenüber den USA zwei strukturelle Nachteile, da einerseits die Energiewende zu dauerhaft hohen Energiekosten führen wird und andererseits die geplante Aufrüstung bzw. Erreichung des Zwei-Prozent-Ziels der Militärausgaben die produktiven Kräfte schwächen wird. Neben Deutschland mit 1,56% sind noch viele andere NATO-Staaten weit vom Zwei-Prozent-Ziel entfernt. Dazu zählen zum Beispiel Spanien mit einer Quote von rund 1,2 Prozent, Belgien mit 1,1 Prozent und Luxemburg mit nur 0,6 Prozent.

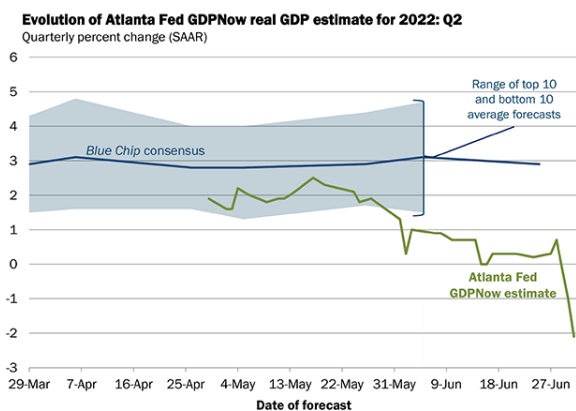
Mittelfristig wird die Energiewende zum Aufbau neuer Arbeitsplätze führen. Unklar ist, inwieweit höhere Preise durch Produktivitätsfortschritte sich nicht direkt in einer höheren Inflationsrate niederschlagen. Ein möglicherweise stärkerer Einbruch der Wirtschaftsleistung speziell in Deutschland aufgrund einer weiteren Einschränkung der Gaslieferungen aus Russland ist in den Märkten noch nicht vollständig reflektiert. Bevor es gute Nachrichten von der Inflationsfront in den USA gibt, sind negative Überraschungen in Europa wahrscheinlich.

Fazit

Betrachtet man die Welt zunächst nur aus amerikanischer Brille (weiterhin die größte Volkswirtschaft der Welt), so entscheidet sich die Frage, ob es zu einer Rezession kommt und wie lange und tief sie sein wird wahrscheinlich am amerikanischen Verbraucher, denn der private Verbrauch macht in den USA etwa zwei Drittel der Wirtschaftsleistung aus. Hier stimmt es optimistisch, dass die hohen Sparreserven in Verbindung mit der niedrigen Arbeitslosigkeit die privaten Ausgaben zunächst stützen sollten. Auch die Daten zu langlebigen Konsumgütern und Investitionen deuten derzeit nicht auf eine stärkere Eintrübung hin, die auf eine höhere Wahrscheinlich-

keit für eine Rezession schließen lässt. Für eine Abschwächung sprechen jedoch der Rückgang des Verbrauchervertrauens und einige Indikatoren aus der Industrie.

Selbst wenn der private Verbrauch sich normalisiert (nach Auslaufen der Stimulusprogramme fällt eine Stütze weg), so dürfte es der Notenbank schwerfallen, die Angleichung von Angebot und Nachfrage in der Wirtschaft ohne weitere Zinserhöhungen zu erreichen. Wenn jedoch erkennbar wird, dass die Inflation den Gipfel erreicht hat, weil insbesondere die Kernrate sich nach dem Auslaufen der Ausgabenprogramme stabilisiert, so könnte die Notenbank weniger aggressiv vorgehen. Ein solches Verhalten spräche dann für eine Abschwächung, die zu einer mildereren und kurzen Rezession führte. Unterstützend könnte der Rückgang der Rohstoffpreise wirken. Auch die leichte Entspannung bei den Lieferketten wirkt positiv. Der Rückgang der Rohstoffpreise und die Inversion der Zinskurve in den USA deuten zwar daraufhin, dass die Märkte rezessive Tendenzen erwarten, aber diese Daten lassen keinen Rückschluss auf die Länge und das Ausmaß einer Rezession zu. Den vielleicht besten Anhaltspunkt für das Ausmaß einer Rezession erhält man durch die regelmäßig von der lokalen Notenbank in Atlanta erstellten Prognosen (s. die nachstehende Grafik für die Entwicklung dieser Prognosen).



Der amerikanische Notenbank Präsident Power hat es auf den Punkt gebracht, indem er sagte, dass es keine Garantie gibt, dass eine schlechte Entwicklung vermieden werden kann. Die Notenbank kann mit der Geldpolitik nur auf die Nachfrage einwirken. Da aber ein Teil des Inflationsanstiegs den gestörten Lieferketten und damit dem Angebot geschuldet sind, wären Nachrichten einer Verbesserung sehr positiv zu werten, da sie den Druck auf die Notenbank zu einer aggressiven Geldpolitik vermindern würden. In diesem Sinne sind die Überlegungen dieser Woche zu einer Lockerung der Zölle der USA auf chinesische Produkte positiv zu werten.