



Quartalsbericht

der FV Frankfurter Vermögen AG

Ausgabe: Q3 2022

Autor: Jürgen Brückner

Vorbemerkung

Die Entwicklung der Finanzmärkte im dritten Quartal war neben einer neuen Eskalation im Ukrainekrieg weiterhin vor allem von der Sorge geprägt, dass die amerikanische Notenbank wegen der Verfestigung der Inflation die Zinsen stärker als erwartet erhöhen wird. Die Rohstoffpreise sind zwar in den letzten Monaten rückläufig gewesen, die Inflation in den USA ist aber zu einem großen Teil nachfrageinduziert. Hierzu hat auch die hohe Kreditnachfrage beigetragen, die zeitweilig mit einer Jahresrate von knapp 10 % anstieg. Neben der hohen Kreditnachfrage verweist die Notenbank auch auf die Stärke des Arbeitsmarktes, so z.B. die nach wie vor hohe Anzahl offener Stellen, die sich nahe dem historischen Maximum bewegt. Zur Vorsicht neigten die Marktteilnehmer auch, weil sie tendenziell einen weniger starken Gewinnanstieg erwarten. Die Erwartung steigender Zinsen in den USA führte auch zu einem starken Anstieg des US-Dollars. Der starke US-Dollar dämpft zwar die Inflation in den USA, führt aber in anderen Ländern zu einem Import der Inflation. Besonders betroffen sind viele Schwellenländer, da sie zur Vermeidung einer Schwäche ihrer Lokalwährung oftmals die Zinsen erhöhen müssen und damit ihre heimische Wirtschaft tendenziell schwächen.

Die ohnehin labile Marktverfassung wurde temporär zusätzlich durch das neue Regierungsprogramm der britischen Regierung belastet, welches von den Märkten sehr negativ aufgenommen wurde und zu einem Einbruch der Währung und einem extrem starken Zinsanstieg führte.

Die strukturelle Erhöhung der Energiepreise verbunden mit den weltweit steigenden Zinsen sowie der geopolitischen Unsicherheit hat die OECD dazu veranlasst, ihre Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft von 2,8% auf 2,2% zu senken.

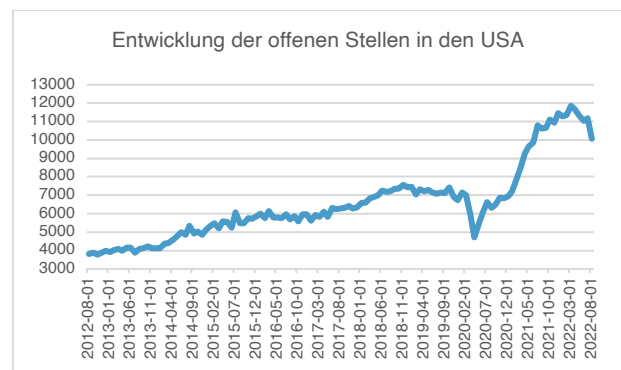
USA

Obwohl sowohl in den USA als auch in vielen Teilen Europas und dem Rest der Welt hohe Inflationsraten zu verzeichnen sind, gibt es doch verschiedene Ursachen. In den USA haben die Ausgabenprogramme während der Pandemie („pay checks“) verbunden mit einer hohen Kreditnachfrage zu einem Druck auf ein begrenztes Angebot geführt, welches zudem durch die Lieferkettenprobleme gestört war. Ein zusätzlicher Inflationstreiber waren anfangs die gestiegenen Energie- und Rohstoffpreise. Die amerikanische Notenbank blickt vor allem auf die immer noch sehr starke Wirtschaft, die bisher unter den Zinserhöhungen kaum einen Rückgang verzeichnet hat. Ein Indiz für die Stärke der Wirtschaft ist der starke Arbeitsmarkt - allerdings ein nachlaufender Indikator - sowie die hohe Kreditnachfrage. Blickt

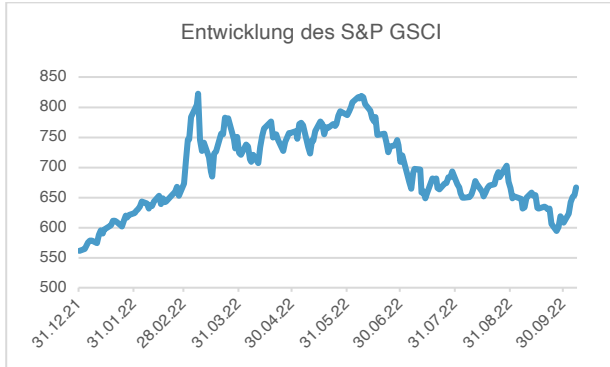
man auf verschiedene Komponenten des ISM Index, so erkennt man jedoch erste Anzeichen einer Abschwächung. Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch der starke Rückgang der 10-Jahreszinsen, von der Spitze von fast 4% auf inzwischen 3,58%. Auch bei der Kreditnachfrage beobachten wir einen Rückgang der Wachstumsraten. Die Märkte reagieren natürlicherweise nicht erst, wenn die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat, denn die Inflation ist ebenfalls ein nachlaufender Indikator, sondern sie reagieren bereits, wenn sie erwarten, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat. Die Märkte und die Notenbank schauen neben den vorlaufenden Indikatoren besonders auf verschiedene Indikatoren des Arbeitsmarktes, nicht nur die Anzahl der monatlich neu geschaffenen Stellen, sondern auch auf andere Komponenten wie die Länge der Arbeitswoche und die Anzahl der gearbeiteten Stunden.

Nachdem die Anzahl der offenen Stellen lange Zeit angestiegen war und sich auch die letzten Monate auf einem hohen Niveau hielt, überraschte die letzte Publikation jedoch mit einem starken Rückgang (s. nachstehenden Chart). Wenn sich diese Entwicklung auch bei der Anzahl der neu geschaffenen Stellen fortsetzt, werden die Märkte vermehrt die Frage stellen, ob der amerikanischen Notenbank ein „soft landing“ gelingt, d.h. eine Abschwächung der Inflation bei einer nur milden Rezession. Nach dem starken Arbeitsmarktbericht, d.h. einem relativ starken Anstieg der neu geschaffenen Stellen ist es jedoch verfrüht, bereits von einer nachhaltigen Schwächung zu sprechen. Allerdings ist zu beachten, dass der Arbeitsmarkt ein nachlaufender Indikator ist.

Die Anzeichen, dass ein „soft landing“ gelingt stehen für die USA nicht schlecht, da eine Rezession, wenn sie eintritt, nur auf Überhitzungserscheinungen beruht und nicht auf strukturellen Problemen. Die überhöhte Nachfrage kann die Notenbank jedoch mit ihren klassischen Mitteln bekämpfen, bei strukturellen Problemen wäre es deutlich schwieriger. Die USA verfügen außerdem neben den niedrigen Energiekosten und technologischen Überlegenheit über viele wirtschaftliche Standortvorteile, die ihnen im weltweiten Vergleich einen Vorsprung einräumen und eine schnelle Erholung ermöglichen sollten.

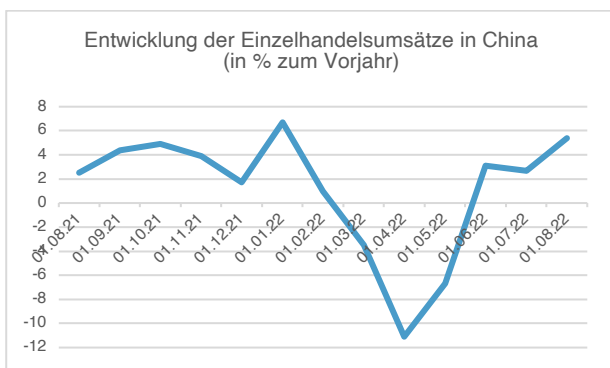
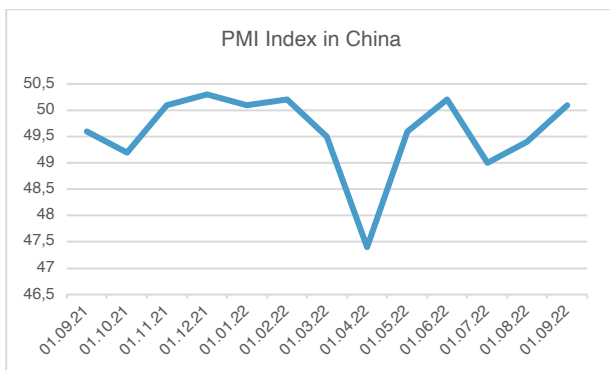


Bei der Bekämpfung der Inflation könnte der amerikanische Notenbank auch der Rückgang der Rohstoffpreise zu Hilfe kommen. Hier gab es bereits eine Entspannung, denn die Märkte erwarten aufgrund der Eintrübung des weltweiten Wirtschaftswachstums eine geringere Nachfrage nach Rohstoffen (vgl. den nachstehenden Chart des anerkannten Rohstoffindex S&P GSCI).



China

Trotz des angeschlagenen Immobilienmarktes scheint sich in China die Stimmung etwas zu bessern, zumindest, wenn man den Stimmungsindikator PMI betrachtet sowie die Einzelhandelsumsätze, die beide zuletzt wieder einen Anstieg aufwiesen.

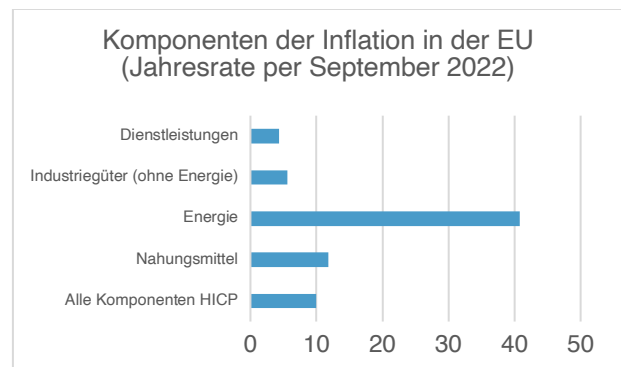


Schwellenländer

Für die Schwellenländer bedeutet der starke Anstieg des US-Dollars eine unerwünschte Entwicklung, da sie zum Schutz ihrer eigenen Währung selbst bei moderateren heimischen Inflationsraten die Zinsen erhöhen müssen. Relativ besser entwickeln sich insbesondere die Währungen derjenigen Länder, die zur Bekämpfung des starken US-Dollars auf hohe Währungsreserven zurückgreifen können und/oder, die über ein geringes Defizit in der Leistungsbilanz verfügen. Hier handelt es sich oft um Länder, die über wichtige Rohstoffe verfügen. Vor diesem Hintergrund haben insbesondere Brasilien und Mexiko wirtschaftliche Vorteile. Indonesien ist ein Sonderfall, da das Land außer Rohstoffen (z.B. Nickel für den Automobilsektor) auch von langer politischer Stabilität profitiert. Unklar ist jedoch, wie und ob das Land den Wechsel der Hauptstadt Djakarta auf eine andere Inselgruppe bewerkstelligen kann.

Europa

Die OECD erwartet aufgrund der verschiedenen Belastungsfaktoren auch für viele Länder in Europa für das Gesamtjahr 2023 eine negative Wirtschaftsleistung, besonders Deutschland, wo die Organisation von einem Rückgang um 0,7% ausgeht. Analysten erwarten jedoch teilweise einen noch stärkeren Rückgang. Belastend wirkt in Europa u.a. die hohe Inflationsrate, die im September einen Anstieg von 10% verzeichnete. Auf europäischer Ebene gibt es jedoch deutliche Unterschiede: Unter den größeren Industrieländern der EU ragen besonders die Niederlande mit einem starken Anstieg von 17,1% heraus, aber auch die anderen Industrieländer weisen zweistellige Raten auf. Eine Ausnahme bildet Frankreich, das mit einem Anstieg von 6,2% die geringste Rate in der EU aufweist. Im Gegensatz zu den USA ist der Treiber der Inflation in der EU nicht eine überhöhte Nachfrage, sondern vor allem der starke Anstieg der Energiepreise, wie man an der nachstehenden Tabelle erkennt.



Allein aufgrund des Basiseffektes wird sich die Inflationsrate im nächsten Jahr wieder von dem derzeitigen Rekordhoch abschwächen. Andererseits ist davon auszugehen, dass durch höhere Lohnforderungen auch Druck auf die Inflation ausgeübt wird. Auch der Anstieg des Mindestlohns in Deutschland wird dazu beitragen, denn Unternehmen mit starker Preismacht werden versuchen, diesen Anstieg an die Kunden weiterzugeben. In Europa müssen wir daher weiter von steigenden Zinsen ausgehen.

Das Zusammenwirken von steigenden Zinsen und steigenden Energiekosten bei tendenziell rückläufigen Umsätzen in einigen Sektoren wird auch dazu führen, dass die Insolvenzen zunehmen. Analysten erwarten für Europa einen Anstieg der Insolvenzraten. Bisher haben Unternehmen den Anstieg der Energiepreise teilweise durch Absicherungen abfedern können. Wenn diese Absicherung ausläuft entsteht Druck auf die Unternehmensergebnisse. Der Finanzsektor wird daher bei der Kreditvergabe vorsichtiger werden und damit den Rückgang der Wirtschaftsdynamik möglicherweise beschleunigen.

Fazit

Eine Entspannung für die Aktienmärkte können wir erst erwarten, wenn deutlich wird, dass die Wirtschaft in den USA sich deutlicher abschwächt und im Gefolge dieser Abschwächung auch die Inflationsrate rückläufig ist. Selbst bei dieser Entwicklung wäre jedoch unklar, ob es nicht aufgrund der hohen Energiekosten zu unerwünschten Sekundäreffekten kommt. So ist es denkbar, dass Unternehmensinsolvenzen zunehmen und damit eine schnelle Erholung der Wirtschaft verhindert wird. Eine Lockerung der Geldpolitik bedeutet daher nicht, dass die Wirtschaft unmittelbar danach auf einen neuen Wachstumspfad einschwenkt. Früher galt daher nach einer Bereitstellung von mehr Liquidität durch die Notenbanken das Motto, „die Pferde gehen zur Tränke, aber sie saufen nicht“. Unabhängig von der Inflations- und Wirtschaftsentwicklung werden die Märkte auch aufgrund der unsicheren geopolitischen Lage anfällig für Kursrückgänge bleiben. Sollte sich jedoch herausstellen, dass der amerikanischen Notenbank eine sanfte Ladung gelingt, so könnten die Märkte sehr schnell einen starken Anstieg erleben.