



Quartalsbericht

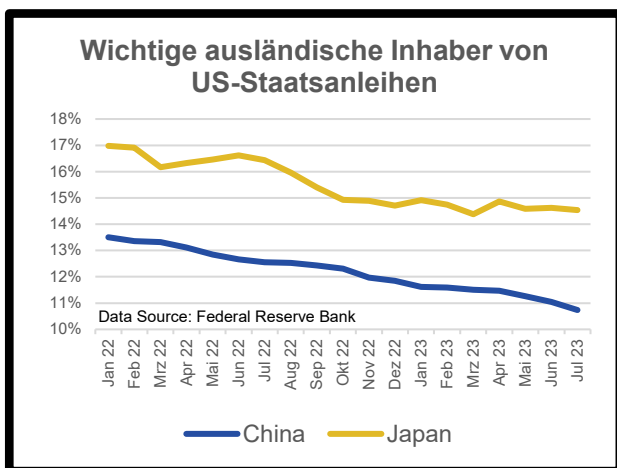
der FV Frankfurter Vermögen AG

Ausgabe: Q3 2023

Vorbemerkung

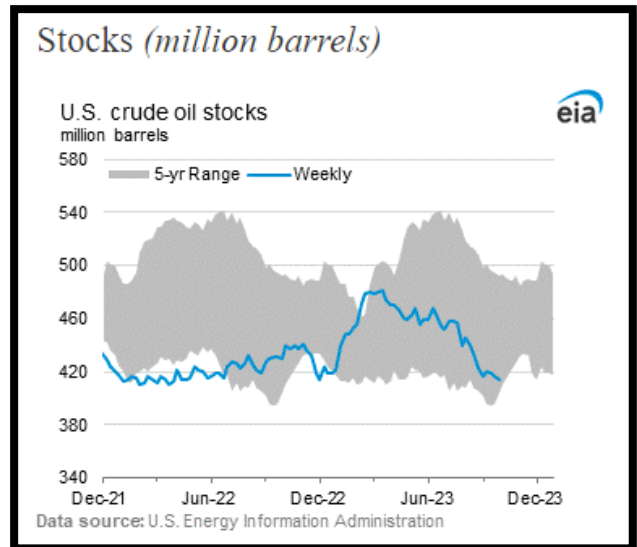
Die Finanzmärkte standen im dritten Quartal unter dem Einfluss der steigenden Zinsen in den USA, wo die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen den höchsten Stand seit 15 Jahren erreichten. Die Hauptursache für den starken Zinsanstieg war nach Aussagen der amerikanischen Notenbank die Einschätzung der Marktteilnehmer, dass die Zentralbankzinsen noch für längere Zeit auf hohem Niveau verharren würden, um die Inflation nachhaltig einzudämmen. Diese Einschätzung wurde durch einige stärker als erwartet ausgefallene Wirtschaftsdaten verstärkt. Obwohl sich der Anstieg der Inflationsrate weiter abschwächte, wurde der Inflationsausblick durch den stark gestiegenen Ölpreis getrübt.

Trotz der derzeitigen Stärke der amerikanischen Wirtschaft gibt es Argumente, dass der amerikanische Verbraucher in den nächsten Monaten weniger ausgabenfreudig sein wird. Ein erstes Anzeichen war der starke Fall des Index des Verbrauchervertrauens des Conference Boards im September. Der Anstieg der langfristigen Zinsen beruht jedoch auch auf der Erwartung einer Ausweitung der Staatsschulden und damit des Angebots von amerikanischen Staatsanleihen. Auch die Abnahme amerikanischen Staatsanleihen im Bestand der Notenbank übt weiter Druck auf die Zinsen aus. Ein weiterer Grund für den Anstieg der amerikanischen Zinsen dürfte in der geringeren Bereitschaft von Japan und China zu sehen sein, amerikanische Staatsanleihen zu halten. Die nachstehende Grafik illustriert, dass die Bestände dieser beiden Länder sich im vergangenen Jahr stark reduziert haben.



Für Verunsicherung der Finanzmärkte sorgte auch der plötzliche Anstieg des Ölpreises, der sich jedoch inzwischen wegen Zweifeln an der Nachhaltigkeit der Nachfrage wieder stark abgeschwächt hat. Ein Hauptgrund war die Verknappung des Angebots

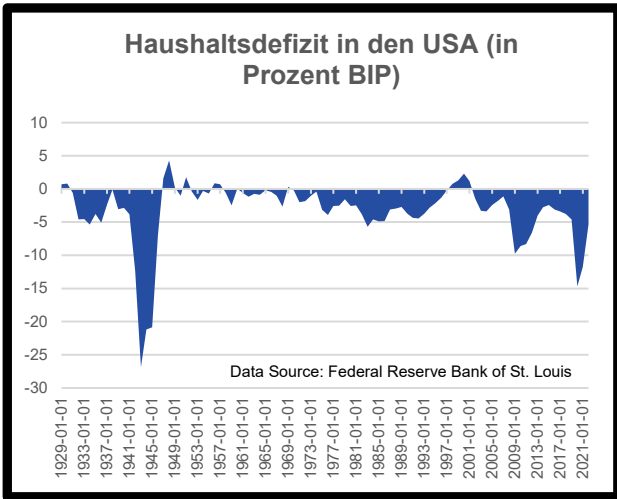
durch Saudi-Arabien, aber ein Auslöser waren auch die geringen Rohölvorräte in den USA, die sich im 5-Jahresvergleich auf einem Minimum befinden (s. die nachstehende Grafik der Energy Information Agency):



USA

Die Wirtschaftslage in den USA ist entscheidend geprägt von dem Fiskalimpuls und der anhaltend starken Verbrauchernachfrage. Der starke Fiskalimpuls vor dem Hintergrund eines sehr starken Arbeitsmarktes ist auch historisch beispiellos. Gut veranschaulicht wird der Fiskalimpuls durch das hohe Haushaltsdefizit, welches für 2023 auf 6% geschätzt wird. Für 2024 wird sogar eine weitere Ausweitung auf 6,8% erwartet. Zum Defizit trägt auch der CHIPS Act bei, allerdings ist die Bedeutung nicht signifikant: Das Haushaltsdefizit hat sich in der letzten Fiskalperiode um 578 Mrd. USD erhöht. Dem stehen Ausgaben für den CHIPS Act von 280 Mrd. USD gegenüber, die jedoch über die nächsten 10 Jahre verteilt werden.

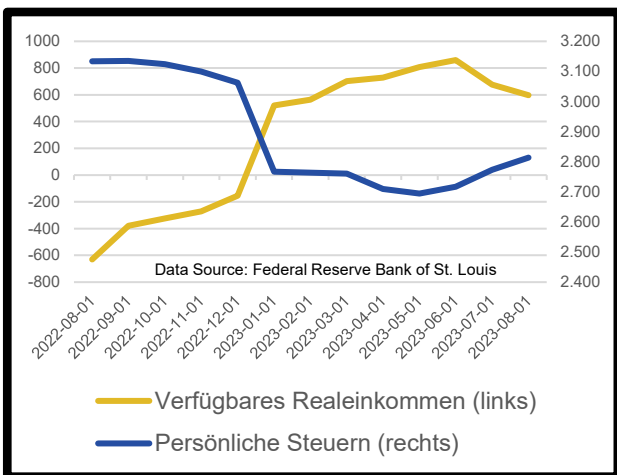
In einer historischen Betrachtung gab es zwar in den USA Zeiten mit einem höheren Defizit (2. Weltkrieg), aber in früheren Phasen dauerten die Perioden eines hohen Haushaltsdefizits nur wenige Jahre (vgl. den nachstehenden Chart). In der derzeitigen Phase zieht sich jedoch das hohe Defizit bereits über mehrere Jahre hin, so dass der Schuldenstand ein hohes Niveau erreicht hat. Als Konsequenz entfällt ein immer größerer Anteil der Staatseinnahmen auf die Schuldentilgung.



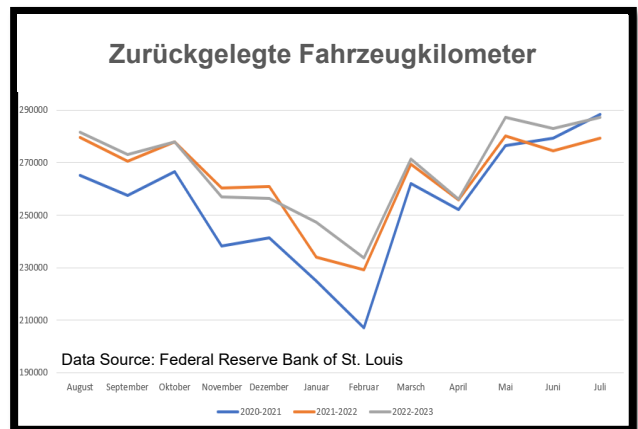
Der Schlüssel für die weitere Entwicklung der amerikanischen Volkswirtschaft liegt jedoch beim amerikanischen Verbraucher, da der Konsum in den USA etwa zwei Drittel des Sozialprodukts erklärt. Die Verbraucherausgaben sind nach wie vor sehr hoch. Zu der Stärke des Konsums tragen zwei Faktoren bei:

- Die während der Pandemie aufgebauten Überersparnisse („excess savings“)
- Die real mit einer Rate von ca. 4 % steigenden verfügbaren Einkommen

In beiden Fällen handelt es sich um Sonderfaktoren, deren Wirkung bereits in naher Zukunft nachlassen wird. Nach einer Studie der Zentralbank von San Francisco wurden die Überersparnisse der Verbraucher bereits im dritten Quartal dieses Jahres aufgebraucht (zuvor hatte die Bank geschätzt, dass der Aufbrauch sich bis ins vierte Quartal ziehen würde). Das starke Wachstum der real verfügbaren Einkommen beruht weniger auf dem Anstieg der Nominallöhne als vielmehr der Senkung von Steuern in vielen Bundesstaaten zu Beginn des Jahres 2023. Die nachstehende Grafik veranschaulicht eindrucksvoll den Effekt der Steuersenkung.



Die Ausgabenfreude der Amerikaner wird auch durch die Wiederaufnahme der Studentendarlehen ab Anfang Oktober 2023 gesenkt werden. An den harten Zahlen ist eine Einschränkung des Konsums zwar noch nicht festzustellen, der Index des Verbrauchervertrauens des Conference Board verzeichnete im September jedoch bereits einen deutlichen Rückgang. Auch die Sparquote hat sich von der Spitze von 5,2% im April 2023 auf zuletzt 3,9% reduziert. Die bisherige Stärke speziell des Dienstleistungssektors (der die treibende Kraft bei den Verbraucherausgaben darstellt) wird durch den leichten Anstieg des Index der Einkaufsmanager für Dienstleistungen veranschaulicht, der im September mit einem Wert von 53,6 deutlich über der Schwelle von 50 liegt. Erst deren Unterschreiten würde eine Kontraktion anzeigen. Ein weiteres Indiz, welches die immer noch anhaltende Ausgabenfreude der Amerikaner dokumentiert ist die Entwicklung der gefahrenen Meilen (s. nachstehende Grafik), wo noch keine Änderung des Fahrverhaltens festzustellen ist.



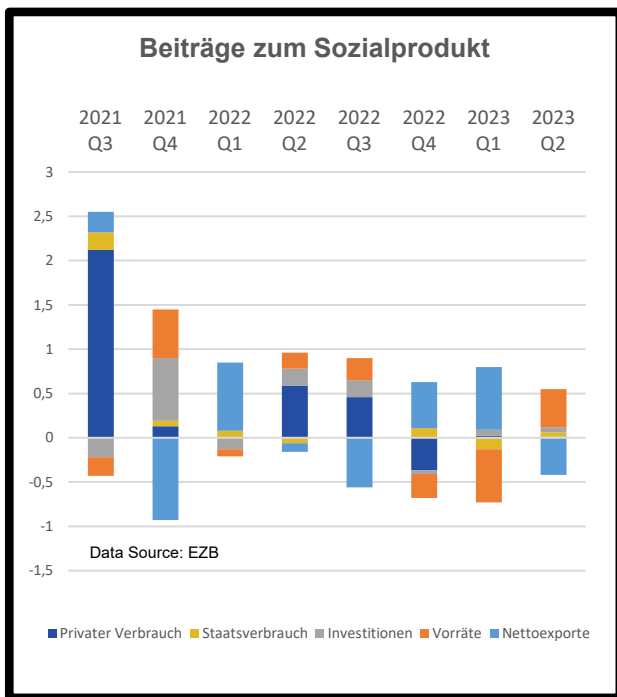
Auch die Wirkung der Zinserhöhungen ist nicht zu unterschätzen. Die Kreditvergabe ist bereits rückläufig und zumindest bei der Altersgruppe der Studenten wird bei den Kreditkartenausfällen bereits ein leichter Anstieg verzeichnet.

Unterdessen liegt die Inflation in den USA nach wie vor weit über dem Zielwert der Notenbank. Die Notenbank wird daher die Zinsen trotz der Abschwächung der Inflationsrate noch länger auf einem hohen Niveau belassen (müssen), es sei denn, dass mehr Daten auf eine Rezession hindeuten.

Eurozone

In der Eurozone wurde im zweiten Quartal zwar ein leichter Anstieg verzeichnet, aber bei näherer Betrachtung der Details des Sozialprodukts sind Zweifel an der Nachhaltigkeit angebracht. Bemerkenswert ist auch die hohe Divergenz zwischen den positiven Wachstumsraten in einigen südeuropäischen Ländern und nordischen Ländern. Während beispielsweise Portugal und Spanien ein deutlich höheres Wachstum aufwiesen als der EU-Durchschnitt von 0,5% ggü. Vorjahresquartal, verzeichneten einige Länder Nordeuropas einen Rückgang auf (Deutschland, Schweden, Lettland und Österreich).

Ein tieferer Blick in die Wachstumsbeiträge des Sozialprodukts in der Eurozone legt zutage, dass einer der Haupttreiber des ohnehin geringen Wachstums der Aufbau der Vorräte war (vgl. die nachstehende Grafik aus einem Bericht der EZB). In den beiden Vorquartalen wurden Vorräte aufgezehrt, es ist daher möglich, dass in Q3 2023 die Vorräte wieder aufgebaut wurden. Geht man jedoch davon aus, dass die Unternehmen die Vorräte nicht in Erwartung einer zunehmenden Nachfrage wieder aufgebaut haben, sondern der Vorratsaufbau eher Ausdruck einer schwachen Nachfrage war (denn der private Verbrauch verzeichnete keinerlei Wachstum), so ist für die Folgequartale keine Belebung zu erwarten. In dieses Bild passt auch die Entwicklung der in den Medien kaum kommentierten Einzelhandelsumsätze, die in Mengeneinheiten im August 2023 einen Rückgang in der Eurozone von 2,1% verzeichneten.

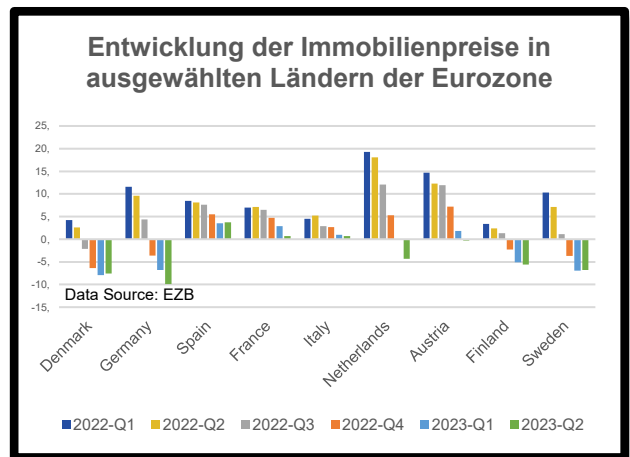


Auffällig ist auch, dass wie in den Vormonaten das Wachstum insbesondere von den Dienstleistungen

getrieben wird, während der Gütersektor ein rückläufiges Wachstum verzeichnet. Der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone veranschaulicht diese Entwicklung (s. nachstehenden Chart).



Auch die Entwicklung der Immobilienpreise gibt wenig Anlass zu Optimismus und auch hier fällt auf, dass insbesondere die Länder Nordeuropas einen Rückgang verzeichneten. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Zinsen ist davon auszugehen, dass sich der Preisrückgang fortsetzen wird und auch den Bausektor weiter in Mitleidenschaft zieht. Erst wenn die Zinsen wieder sinken und die Nominallöhne weitere Zuwächse erfahren, ist von einer Stabilisierung auszugehen.



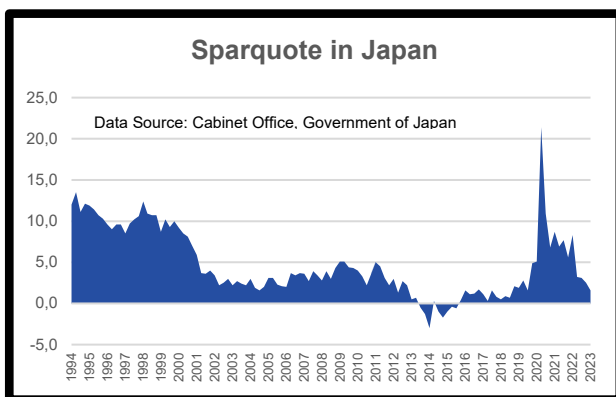
China

China erwartet zwar für 2023 ein mit ca. 5 % deutlich besseres Wachstum als viele andere Industrienationen, aber es ist unklar, ob man diesen Daten viel Vertrauen schenken kann, da allein der Bausektor ca. 20% - 25 % ausmacht und in diesem Sektor kaum Wachstum zu verzeichnen sein dürfte. Wir schauen uns daher neben den offiziellen Daten zum Sozialprodukt auch eine Reihe anderer Wirtschaftsindikatoren an. Eine hohe Aussagekraft haben die Einkaufsmanagerindizes und sie geben ein

gemischtes Bild ab: Während der Index für das verarbeitende Gewerbe sich leicht negativ entwickelt hat, legte der Index für Dienstleistungen leicht zu und beide Indizes sind noch knapp über der Schwelle von 50, jedoch mit einer negativen Tendenz. Andere Daten zu Elektrizitätsverbrauch und Automobilverkäufen geben kein klares Bild. Bisher hat die Regierung vor allem mit der Lockerung von monetären Maßnahmen reagiert. Ohne tiefgreifende Reformen wird die Regierung jedoch kein Vertrauen bei der Bevölkerung gewinnen und der chinesische Verbraucher wird weiterhin dazu neigen eine hohe Sparquote beizubehalten (im internationalen Vergleich hat China eine der höchsten Sparquoten der Welt – nach den letzten veröffentlichten Daten lag sie 2016 bei 36 %). Die hohe Sparquote ist auch die Ursache für viele wirtschaftliche Ungleichgewichte und die Fehlallokation der Ressourcen.

Japan

Die Entwicklung der japanischen Wirtschaft ist im letzten Quartal erstmals nach vielen Jahren wieder verstärkt ins Visier der Analysten geraten, da eine Abkehr von der bisher verfolgten „yield curve control“-Politik der Notenbank (d.h. das Festhalten an einer bestimmten Rendite für die 10-jährigen Zinsen für Staatsanleihen) als Risiko für die Entwicklung auch der anderen Anleihemärkte der Welt gesehen wird. Eine Lockerung der bisherigen Politik wird umso wahrscheinlicher, wie die japanische Wirtschaft an Stärke gewinnt. Ein wichtiger Indikator für die Einschätzung der Wirtschaftslage ist der vierteljährlich veröffentlichte sogenannte TANKAN-Bericht (ähnlich dem deutschen Ifo-Bericht). Im September zeigte der Bericht eine deutliche Verbesserung an. Das Wachstum ist in einigen Sektoren jedoch vor allem durch den schwachen Yen getrieben. Da die Löhne noch weniger stark wachsen (+1,1% im August) als die Inflationsrate (Kernrate 3,1%) ist der private Verbrauch noch verhalten. Für eine entschiedene Abkehr von der bisherigen lockeren Geldpolitik bedarf es daher noch einer Verbesserung der Binnenwirtschaft. Die nachstehende Grafik der Entwicklung der Sparquote in Japan (in Q1 2023 1,6%)



belegt eindrucksvoll, dass der japanische Verbraucher in naher Zukunft kaum zu großer Ausgabenfreude neigen wird (der starke Anstieg während der Pandemie geht auf Sonderzahlungen zurück).

Schwellenländer

Die Entwicklung der Währungen der Schwellenländer war im dritten Quartal 2023 vor allem von dem starken Anstieg der amerikanischen Zinsen sowie dem starken US-Dollar geprägt. Besonders hohe Verluste mussten der brasilianische Real und der mexikanische Peso hinnehmen, die jedoch zuvor stark gestiegen waren. Die mexikanische Wirtschaft hängt zu einem großen Teil von der US-Wirtschaft ab (80% der Exporte gehen in die USA) und dem Ölpreis (30 % der Haushaltseinnahmen).

Unter den asiatischen Währungen konnte sich die indische Rupie relativ zu anderen Währungen gut entwickeln. Die Wirtschaftsdaten in Indien sind relativ solide. Ein Indiz für die als gut angesehenen Wirtschaftslage sind Daten über das Verbrauchervertrauen sowie der Anstieg der Autoverkäufe, die im Juli und August insgesamt um 15 % angestiegen sind. Die indonesische Währung hat im letzten Quartal ebenfalls leicht an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren. Trotz solider Wirtschaftsdaten wird die Abhängigkeit von Exporten nach China kritisch gesehen, besonders in einem Umfeld einer geringeren wirtschaftlichen Dynamik in China. Die Präsidentschaftswahlen im Februar 2024 könnten zu größerer politischer Unsicherheit führen.

Fazit

Die Märkte werden noch weiter zur Schwäche neigen, solange nicht der Zinstrend in den USA eine Kehrtwende macht. Hierzu bedarf es sicherer Anzeichen, dass die Inflation nachhaltig unter Kontrolle ist. Ein Anzeichen wäre der Beginn einer Rezession, der breite Kreise der Wirtschaft in Mitleidenschaft zieht und nicht nur den Gütersektor. Mitglieder der amerikanischen Notenbank haben bereits deutlich gemacht, dass das Risiko einer Rezession geringer ist als ein Wiederaufleben der Inflation bei einer verfrühten Lockerung der Geldpolitik. Die Notenbank dürfte bei einer Einschätzung der Inflationsproblematik auch den Streik der UAW beobachten. Zumindest verfolgt sie aufmerksam, dass die amerikanischen Arbeitnehmer in jüngster Zeit relativ zu den Unternehmensgewinnen verloren haben und möglicherweise Nachholbedarf gelten machen. Dies wird deutlich an folgendem Zitat des Vice Chair der Notenbank Lael Brainard vom 19. Januar dieses Jahres:

“Overall, the labor share of income has declined over the past two years and appears to be at or below pre-pandemic levels, while corporate profits as a share of GDP remain near postwar highs.”

Die hohe Anzahl neu geschaffener Stellen im September deutet darauf hin, dass die Wirtschaft bisher die Zinserhöhungen noch gut verkraftet hat und die Notenbank noch keine Entspannungssignale geben kann.

In Europa befindet sich die größte Volkswirtschaft Deutschland bereits in einer Rezession, aber es ist unklar, wie tief und wie lange sie dauern wird. Die abnehmende Kreditnachfrage und abnehmende Geldmenge in der Eurozone deuten darauf hin, dass auch andere Länder in eine Rezession geraten können. Der deutliche Rückgang der Einzelhandelsumsätze in fast der gesamten Eurozone spricht auf für eine geringere Wirtschaftsdynamik.

Auch in der Eurozone verzeichneten die Unternehmensgewinne einen Aufwärtstrend. Bei weiter steigenden Löhnen könnte jedoch Druck auf die Unternehmensgewinne ausgeübt werden. Ähnlich sieht es auch die EZB, wie aus folgendem Zitat eines Berichtes hervorgeht:

“Looking ahead, the unwinding of pent-up pandemic-related demand, the easing of supply bottlenecks and the dampening impact of monetary policy tightening should mean that firms are under more pressure to absorb strong wage growth and the ensuing growth in unit labour costs using unit profits.”¹

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Wirtschaftslage und auch eines möglichen Drucks auf die Unternehmensgewinne bevorzugen wir eine vorsichtige Haltung bei der Aktienquote. Bei einem weiteren Rückgang der Märkte werden wir jedoch starke Rückgänge in Einzelaktien dazu nutzen interessante Werte mit einem guten Geschäftsmodell aufzubauen oder neu in das Portfolio aufzunehmen.

Technologiewerte haben in dem Marktumfeld der steigenden Zinsen stärker verloren als Substanzwerte der Stilrichtung „Qualität“. Wir setzen daher aufgrund der Erwartung noch länger hoher Zinsen weiterhin auf „Qualität“, sind aber bereit wieder verstärkt in Technologie zu investieren, wenn sich abzeichnet, dass die Inflation nachhaltig eingedämmt ist und die Notenbank die Zinsen wieder senken kann.

Im Oktober 2023

Willi Ufer

Jürgen Brückner

¹ Elke Hahn: How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures?