



Quartalsbericht

der FV Frankfurter Vermögen AG

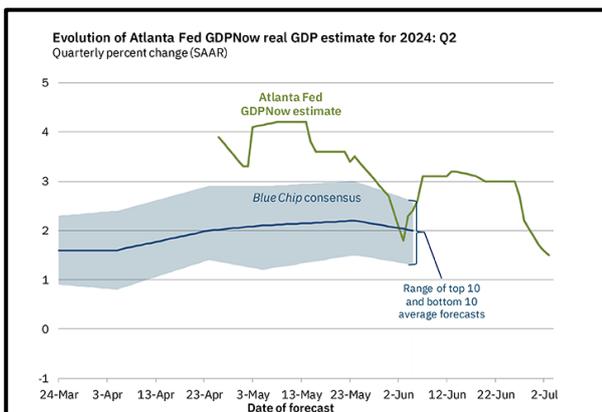
Ausgabe: Q2 2024

Vorbemerkung

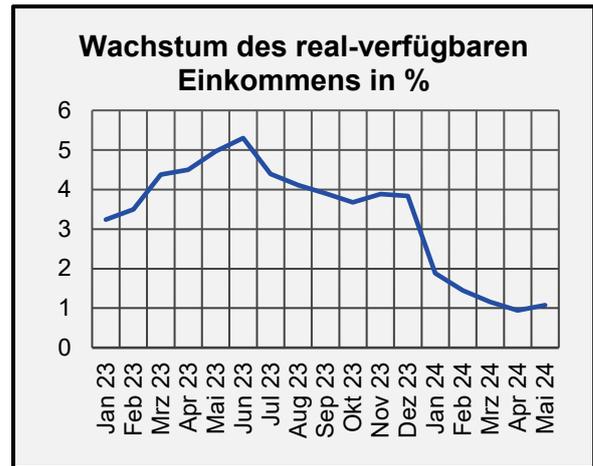
Nach dem starken Anstieg der Aktienmärkte im ersten Quartal war die Entwicklung im zweiten Quartal von stärkeren Kursschwankungen geprägt. Besonders stark konnten jedoch erneut amerikanische Technologiewerte zulegen, die von positiven Quartalsberichten profitierten und dem anhaltenden Trend zu Investitionen in Aktien, die eine Verbindung zu KI haben. Bedenken über hohe Bewertungen und möglichen wirtschaftlichen Gegenwind, insbesondere in den USA, rückten in den Hintergrund angesichts positiver Inflationserwartungen und der Aussicht auf mindestens eine Zinssenkung im Jahr 2024. Die Stärke des Marktes wurde auch durch steigende Unternehmensgewinne gestützt, die dazu beitrugen, das Vertrauen der Anleger trotz der weiterhin hohen Zinsen zu erhalten. Die Inflation in den USA bildet sich zwar nur langsam zurück, aber die Entspannung bei der Inflationsrate reichte aus, um bei den langfristigen Zinsen seit Mai einen leichten Rückgang zu bewirken.

USA

Bei dem Ausblick für das Wirtschaftswachstum in den USA gibt es nach wie vor keinen klaren Trend. Die Unsicherheit wird gut dokumentiert durch die hohe Schwankungsbreite des BIP-Indikators der lokalen Zentralbank von Atlanta. Dieser unter dem Begriff GDPNow bekannte Indikator wird wöchentlich aktualisiert und spiegelt vor dem Hintergrund der jeweils aktuellen Wirtschaftsindikatoren die Prognose der Analysten von Atlanta wider. Wie die nachstehende Grafik zeigt, schwankten die Prognosen zuletzt recht deutlich.



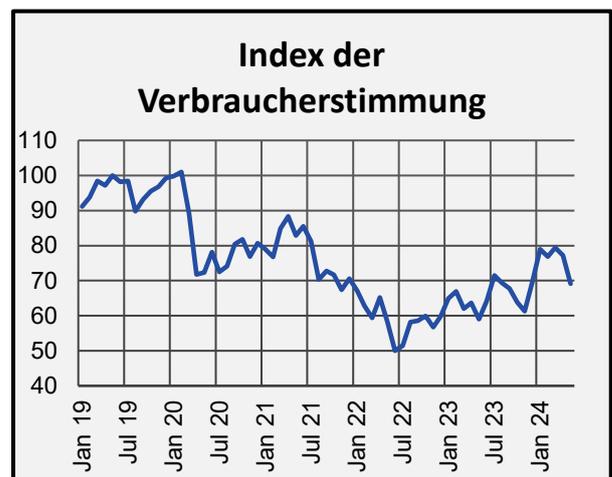
Trotz der Schwankungen in der Prognose beobachten wir jedoch eine geringere Dynamik in vielen Bereichen. Da der private Verbrauch etwa zwei Drittel der Wirtschaftsleistung ausmacht, schenken wir Indikatoren aus diesem Bereich besondere Aufmerksamkeit.



Quelle: Federal Reserve

An erster Stelle stehen hier die real verfügbaren Einkommen, die in den letzten Monaten stark an Kraft verloren haben und nur noch mit einer Rate von ca. 1 % wachsen.

Eine genauere Analyse der Quellen des Anstiegs offenbart außerdem ein weniger erfreuliches Bild, denn am stärksten stiegen nicht die produktiven Arbeitseinkommen, sondern die Einkommen von öffentlichen Bediensteten und den Beziehern von Mieteinnahmen. Auch die Sparquote stieg von 3,7 % auf 3,9 % und dieser Anstieg könnte ein Indiz dafür sein, dass die privaten Haushalte in Zukunft weniger ausgabenfreudig sein werden. Diese Einschätzung wird auch unterstützt durch den leichten Rückgang des Verbrauchervertrauens der Universität von Michigan (vgl. die nachstehende Grafik).

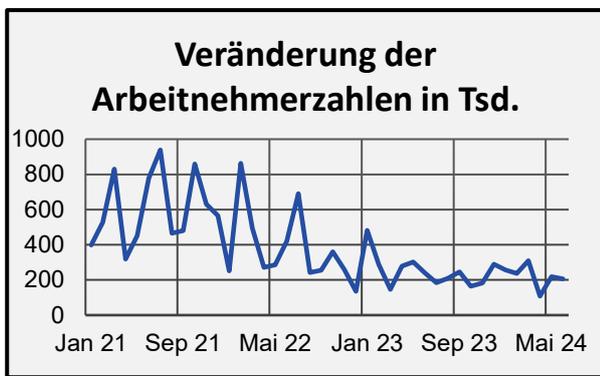


Quelle: Federal Reserve

Schwächetendenzen beobachten wir nicht nur beim privaten Verbrauch, sondern auch im verarbeitenden Gewerbe. Als vorläufiger Indikator ist hier der ISM-Index geeignet, der im Juni etwas schwächer als erwartet ausfiel: Der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe ging im Juni 2024 unerwartet auf 48,5

zurück (Mai: 48,7) und lag damit unter den Prognosen von 49,1. Das Ergebnis deutet auf einen dritten Monat in Folge mit rückläufigen Aktivitäten im verarbeitenden Gewerbe und den schwächsten Wert seit Februar hin. Positiv ist in diesem Indikator die Preiskomponente zu werten, die daraufhin deutet, dass der Preisanstieg sich erneut verlangsamt.

Der viel beachtete Arbeitsmarktbericht überraschte durch einen leichten Anstieg der Arbeitslosenrate, die auf 4,1 % stieg. Im Januar 2024 hatte sie noch bei 3,7 % gelegen. Die Anzahl der neu geschaffenen Stellen unter Berücksichtigung der Revisionen der Vormonate deutet ebenfalls eher auf eine leichte Abschwächung hin. Positiv ist die Stabilität bei der Entwicklung der Löhne und Gehälter.



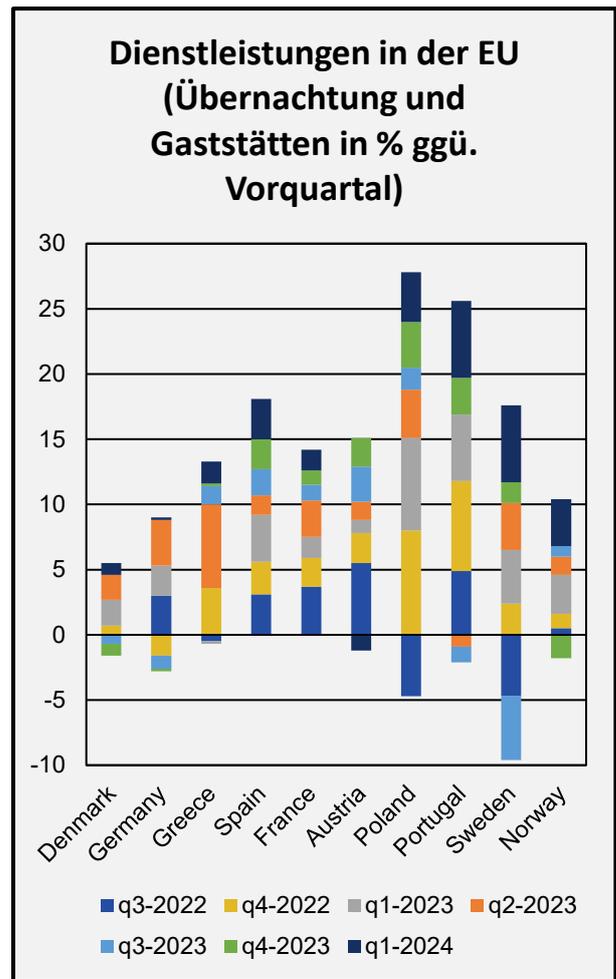
Quelle: Federal Reserve

Fazit: Auch wenn wir in der amerikanischen Wirtschaft eine abnehmende Dynamik beobachten, ist es verfrüht, von einer schärferen Korrektur auszugehen. Allein die positiven Auswirkungen des CHIPS Act sorgen für Wachstumsimpulse, die sich aufgrund der indirekten Effekte und der Stärkung der technologischen Basis noch über mehrere Jahre hinziehen werden. Sollte jedoch die neue Regierung nach den Präsidentschaftswahlen die Schuldenproblematik nicht entschieden angehen und die langfristigen Zinsen steigen, könnte die Verschlechterung der Schuldendynamik auch das Wirtschaftswachstum negativ beeinflussen. Selbst in einem ungünstigen Szenario gehen jedoch viele Analysten davon aus, dass das Wachstum noch über 2 % liegen würde. Offen ist jedoch, wie die neue Regierung mit der Migration umgehen wird, da der durch die Migration entstandene Bevölkerungsanstieg einen wesentlichen Teil des überraschend hohen Wachstums erklärt.

EU-Zone

Das Wachstum in der EU zeichnet sich weiter durch eine Divergenz in den verschiedenen Staaten der EU aus. In den Ländern Südeuropas

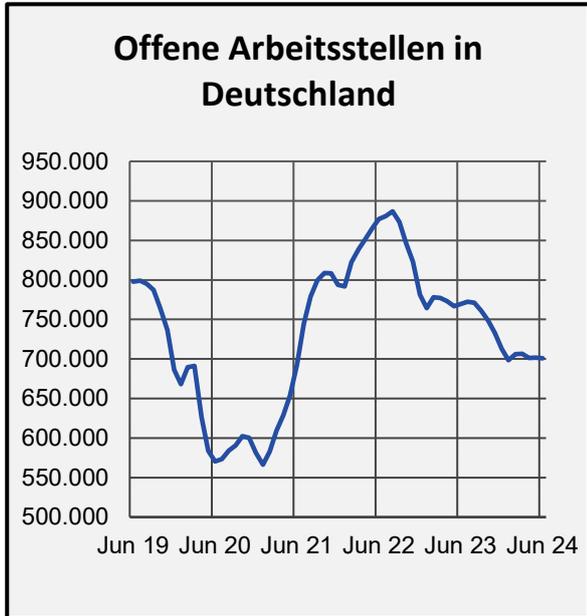
ist nicht nur der Immobilienmarkt stärker, sondern auch die Dienstleistungen haben ein robusteres Wachstum. Man erkennt die unterschiedliche Dynamik der Dienstleistungen gut an dem Indikator, der den Teil des Hotel- und Gaststättengewerbes abbildet (vgl. die nachstehende Grafik, wo das Wachstum der Quartalsdaten abgetragen ist). Auch wenn sich hier die unterschiedliche Bedeutung des Tourismussektors widerspiegelt, so sind die Daten dennoch ein Indiz für die Schwäche des privaten Verbrauchs, besonders in Deutschland.



Quelle: EZB

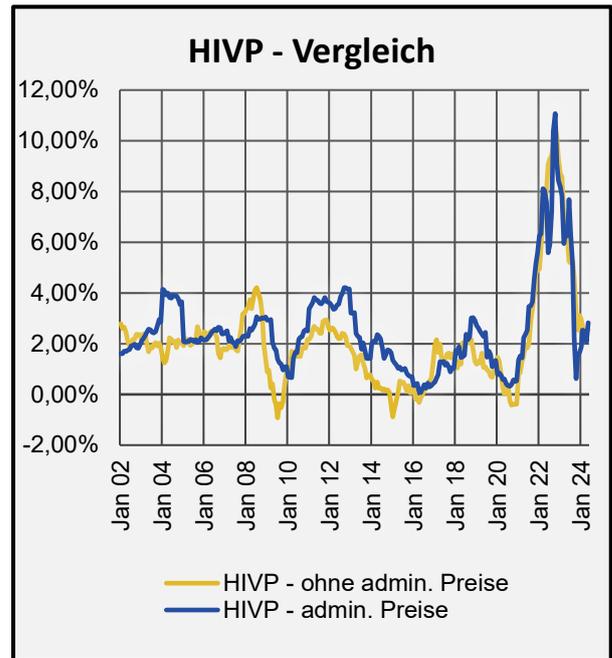
Die schwächere Wirtschaftslage in Deutschland erkennt man auch am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenzahlen sind durch die hohe Anzahl von Migranten verzerrt, aber die abnehmende Zahl der offenen Stellen und die Abnahme von Stellenausschreibungen (vgl. die nachstehende Grafik) bestätigen, dass die konjunkturelle Schwäche bereits im Arbeitsmarkt sichtbar wird. Insbesondere die starke Abhängigkeit vom Automobilsektor in Verbindung mit den hohen Energiekosten stellt Deutschland vor große Probleme. Die starke Ausrichtung auf den Automobilsektor wird besonders deutlich an dem hohen Anteil und der Konzentration von F&E in diesem Sektor, der 2021 (den letzten verfügbaren

Daten) nach Angaben des Stifterverbands 36,6 % der gesamten F&E Aufwendungen betrug. Erst weit dahinter kommen mit 11,9 % DV-Geräte und elektronische und optische Erzeugnisse. Wenn man bedenkt, dass der dritthöchste Anteil der F&E Ausgaben mit 9,5 % auf den Maschinenbau entfällt und damit indirekt auch auf den Fahrzeugsektor wird die Abhängigkeit noch deutlicher.



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Positiv zu werten ist, dass sich der Rückgang der Verbraucherpreise zwar langsam, aber kontinuierlich fortsetzt, da er der europäischen Notenbank die Möglichkeit eröffnet, die Zinsen erneut zu senken. Voraussetzung ist jedoch eine deutliche Entspannung bei der Entwicklung der Löhne & Gehälter. Der Rückgang ist auch deshalb zäh, weil ein hoher Anteil auf administrierte Preise entfällt (vgl. den nachstehenden Chart mit Jahresraten), deren Kontrolle sich der Notenbank entzieht. Obwohl die Notenbank nach ihrer letzten Sitzung ihre Prognose für die Inflation leicht erhöht hat, wird für die nächsten Jahre ein weiterer Rückgang erwartet: "Staff now see headline inflation averaging 2.5% in 2024, 2.2% in 2025 and 1.9% in 2026".

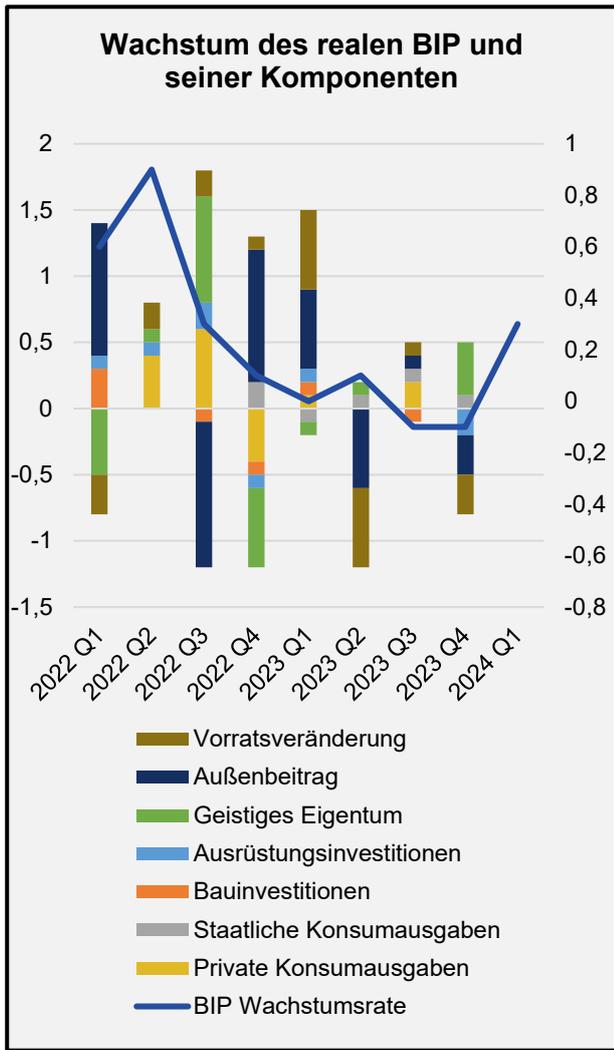


Quelle: EZB

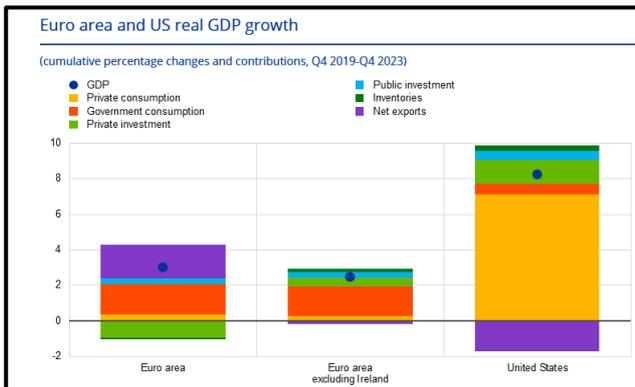
Fazit: Das Wachstum in der Eurozone erholt sich langsam, aber aufgrund u. a. geringer Produktivität wird auch für die nächsten Jahre nur ein mit ca. 1,5 % bescheidenes Wachstum erwartet. Das Wachstum war bisher weniger stark getrieben vom privaten Verbrauch (s. die nachstehende Grafik der EZB mit den Beiträgen zum Wachstum des BIP), sollte aber in Zukunft aufgrund der höheren Löhne und rückläufigen Inflationsraten stärker von Dienstleistungen getrieben werden und in diese Richtung deuten auch die PMI Daten für den Dienstleistungssektor.

In der nachstehenden Grafik zur Entwicklung des Sozialproduktes (Wachstumsraten des Sozialprodukts auf der rechten Skala, Wachstumsraten der Beiträge auf der linken Skala) und der Beiträge der Komponenten ist besonders interessant, dass die Wachstumskomponente in Verbindung mit der Digitalisierung und des Sektors Informationstechnologie „geistiges Eigentum“ kein überzeugendes Wachstum aufweist. Insgesamt verzeichnen wir in dieser Kategorie seit 2019 lediglich ein Wachstum von 9 %. Auch der private Verbrauch war keine Wachstumsquelle.

Offen ist, wie sich die politische Unsicherheit nach den Wahlen in Frankreich auf das Wachstum in Frankreich und damit auch die Eurozone auswirken wird.



Bei einem Vergleich der unterschiedlichen Wachstumsimpulse in den USA und der Eurozone seit der Pandemie fällt auf, dass trotz des Anstiegs des Haushaltsdefizits der Staatskonsum in der Eurozone deutlich größer war.

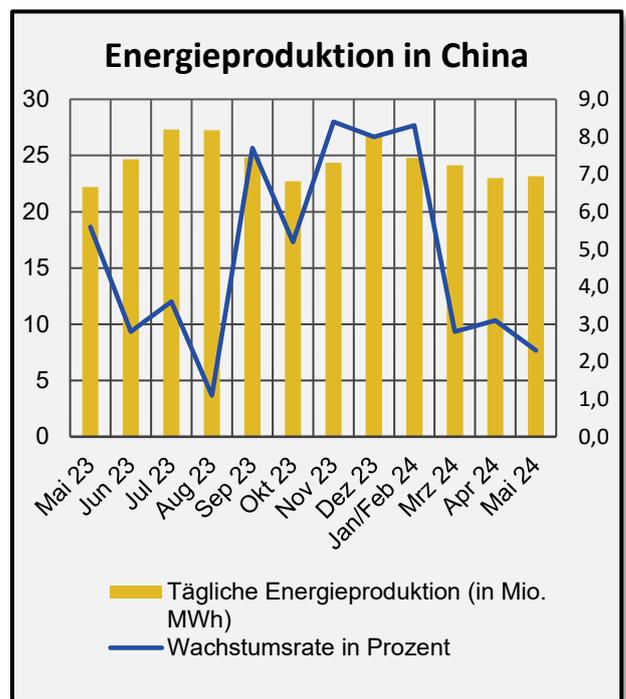


China

In China bleibt die Binnennachfrage gedämpft, obwohl das Wachstum im ersten Quartal 2024 stärker ausfiel als erwartet. Das vierteljährliche reale BIP-Wachstum stieg im ersten Quartal auf

1,6 %, gegenüber 1,2 % im Vorquartal. Darin spiegeln sich die steigenden öffentlichen Investitionen wider, die auf die fiskalischen Impulse zurückzuführen sind.

Aufgrund vieler Unklarheiten bei der Datenqualität der Daten zum BIP-Wachstum beobachten viele Analysten alternative Daten, besonders die Daten zur Elektrizitätsproduktion. Der nachstehende Chart mit Daten der nationalen Statistikbehörde zeigt, dass das Wachstum trotz der fiskalischen Impulse nach wie vor sehr verhalten ist. Der private Verbrauch wird sich vor dem Hintergrund der unsicheren Wirtschaftslage kaum nachhaltig erholen. Hierzu wären vor allem auch Reformen bei der Sozialversorgung nötig.



Fazit:

Aus China können wir für die Weltwirtschaft keine Impulse erwarten, im Gegenteil die sehr hohen Überkapazitäten in einigen Sektoren (besonders bei Solarzellen, wo weltweit nach Bloomberg bei einer Nachfrage von 585 GW Solarmodulen die Rede von einer Produktionskapazität von 1.1 TW ist) erhöhen den Druck chinesischer Hersteller, ihre Produkte im Ausland zu verkaufen. Wenn eine solche Entwicklung durch die Einführung von Zöllen erschwert wird, wird China möglicherweise einen Weg finden, ihre Produkte durch Produktionsstätten im Ausland zu verkaufen und wichtige Komponenten importieren. Besonders europäische Hersteller von hochwertigen Fahrzeugen laufen Gefahr, dass China seinerseits Zölle einführt bzw. den Verkauf in China durch andere Nicht-Zoll Barrieren hemmt. Die

sogenannten “non-tariff barriers” sind ein probates Mittel.

Das Wachstumsgefälle zwischen der EU und den USA dürfte noch lange anhalten, u. a. wegen der schwachen Produktivität in Europa, der geringen Bereitschaft für Subventionen in Wachstumssektoren und des ohnehin kleinen Technologiesektors. Negativ wirkt sich auch die wenig ausgeprägte Kultur für Risikokapital aus.

Wir bevorzugen daher bei der Anlage Investitionen in den USA – traditionelle Technologieaktien sowie Unternehmen mit einzigartigen Geschäftsmodellen, die bei Erfolg hohe Pioniergewinne erwarten lassen. Aktien dieser Unternehmen haben zuletzt aufgrund der Umschichtung von Mitteln in KI-Aktien und der immer noch hohen Zinsen gelitten. Wenn sich jedoch abzeichnet, dass die Unternehmen in die Gewinnzone kommen und/oder die Zinsen stärker sinken, sollten sich Aktien dieser Unternehmen deutlich besser als der Markt entwickeln.

Innerhalb der Eurozone wird sich ebenfalls das Wachstumsgefälle zwischen Frankreich und Deutschland sowie den Südländern und Polen weiter fortsetzen. Südeuropa profitiert von höherer politischer Stabilität, geringeren Energiekosten (höheres Solarangebot verbunden mit fallenden Modulpreisen für Solarzellen und Nutzung von Kernkraft) und dem starken Wachstumstrend Tourismus. Unklar ist, inwieweit sich aufgrund des Klimawandels eine Änderung der Touristenströme ergeben wird. Wesentlicher ist jedoch, dass unabhängig vom Klimawandel eine wachsende Mittelschicht in Asien und eine vermögende Mittel- und Oberschicht in den USA zunehmend europäische Ziele auswählen. In der Eurozone vermeiden wir daher Aktien von Unternehmen, die von den Überkapazitäten chinesischer Hersteller betroffen sein könnten. Wir bevorzugen Unternehmen mit einer globalen Aufstellung und einzigartigen Geschäftsmodellen sowie moderaten Bewertungen. Je nach Sektor achten wir auch auf die Dividendenrendite.

Trotz geopolitischer Unsicherheiten, einer unklaren Wirtschaftslage in den USA und der zunehmenden Schuldenproblematik besonders in den USA sehen wir für die Aktienmärkte eher die positiven Aspekte. Die generative KI ist ein Beispiel für einen Technologiesprung wie er jederzeit auch bei anderen Technologien möglich ist. Viele Entwicklungen dauern länger – so beispielsweise die Entwicklung der Lithium-Ionen Batterie und der OLEDs – aber wenn sie marktreif sind, ermöglichen sie vollkommen neue Anwendungen. Kandidaten für eine ähnliche Entwicklung sind der Quantencomputer, das neuromorphic Computing und die Natrium-Ionen Batterie. Erst vor wenigen

Tagen hat China berichtet, dass in Qianjiang, der Provinz Hubei, ein Energiespeichersystem auf der Basis von Natrium-Ionen Batterien an das Energienetz angeschlossen wurde.

Im Juli 2024

Jürgen Brückner

Willi Ufer