



Quartalsbericht der FV Frankfurter Vermögen AG

Ausgabe: Q4 2022

Vorbemerkung

Das vergangene Jahr hat erneut in der Welt für viele Überraschungen gesorgt. Und es würde überraschen, wenn wir nicht auch in 2023 neue Überraschungen erleben. Zu hoffen ist allerdings, dass es sich um angenehme Überraschungen handelt, auch wenn derzeit dafür wenig Anzeichen erkennbar sind. Was die Finanzmärkte angeht, so sind sich die Analysten einig, dass es ein schwieriges Jahr sein wird mit einer hohen Volatilität. Mit dieser Einschätzung endet aber bereits die Einigkeit, denn im Hinblick auf die Entwicklung und den Stand der Aktienmärkte zum Jahresende gibt es durchaus unterschiedliche Meinungen. Wir folgen daher auch dieses Jahr wieder unserer Tradition keinerlei Vorhersagen zu machen.

Zu den Überraschungen des Jahres 2022 zählt auch die Entwicklung des Gaspreises. Entgegen den Annahmen, dass sich der Gaspreis nach der weitgehenden Einstellung russischer Erdgaslieferungen auf einem hohen Niveau halten wird, ist der Preis (gemessen an den Futures) bis Januar 2023 sogar unter das Niveau vor Kriegsausbruch gefallen (s. nachstehenden Chart) zu senken.



Ob die Ereignisse seit Beginn der Pandemie wirklich den Begriff einer Zeitenwende rechtfertigen, bleibt abzuwarten, denn trotz der Umwälzungen bei der Energieversorgung in Europa und der kriegerischen Ereignisse in der Ukraine sowie der wirtschaftlichen Schwäche in China vollzieht sich das Leben der meisten Bürger in den alten Bahnen. Das gilt besonders für die USA, die von keinem der Ereignisse betroffen sind. Trotzdem hat das Wort „Zeitenwende“ sogar in die spanische Sprache Einzug gehalten, denn die Zeitung El País sprach neulich vom „Año del Zeitenwende“. Sicher ist nur, dass die beschriebenen Ereignisse zu einer Schwächung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit Europas führen, denn die höheren Energiekosten und zusätzlichen Militärausgaben führen zu einer Umlenkung der Ressourcen in weniger produktive Sektoren. Konkret leidet besonders Europa unter den drei D, Demografie, Dekarbonisierung und Deglobalisierung. Anstatt diesen drei D ein viertes D entgegenzusetzen – Digitalisierung – und mit einer Erhöhung der damit verbundenen Produktivität die Wachstumskräfte zu stärken, setzen die Politiker in vielen Ländern auf Umverteilung und eine stärkere Regulierung und Besteuerung.

Von einer wirklichen Zeitenwende könnten wir erst sprechen, wenn wir erneut technologische Umbrüche erfahren, wie z.B. die Einführung des Internets oder die Durchdringung der künstlichen Intelligenz seit 2012. Derzeit sind zwar viele neue technologische Ansätze in Forschung und Entwicklung, aber es ist noch zu früh hier den Beginn einer Zeitenwende zu erkennen. Der Quantencomputer wird bis zu seinem kommerziellen Einsatz noch einige Jahre brauchen und auch alle anderen Schlüsseltechnologien führen zwar zu einer Verbesserung der Leistungsfähigkeit vieler Produkte, aber vollkommen neue Anwendungen sind noch nicht in Sicht. Am ehesten könnten wir von einer Zeitenwende sprechen, wenn die Leistungsfähigkeit der heutigen Roboter so gesteigert wird, dass sie sich selbst bauen können. Wer hieran Zweifel hat, möge sich nur einmal die Möglichkeiten zum selbstständigen Schreiben von Texten ansehen, die GPT bereits jetzt jedermann ermöglicht. Die neue Version ChatGPT schreibt übrigens auch Programme und bietet daher dem weniger geübten Nutzer ungeahnte Möglichkeiten. GPT machte bereits Ende 2021 Schlagzeilen, aber stand bis dahin nur einem eingeschränkten Nutzerkreis zur Verfügung. Was ist GPT? GPT gibt hierauf selbst folgende Antwort: GPT (kurz für "Generative Pre-training Transformer") ist ein Typ von Natursprachverarbeitungsmodell (NLP), der von OpenAI entwickelt wurde. Es ist darauf ausgelegt, menschenähnlichen Text zu generieren und kann für eine Vielzahl von NLP-Aufgaben verwendet werden, einschließlich Sprachübersetzung, Textzusammenfassung und Sprachenerzeugung. Mit den Methoden der KI und neuen Algorithmen wird es daher nur eine Frage der Zeit sein, bis wir sich selbst bauende Roboter erleben, ähnlich wie wir jetzt mit GPT erleben, wie ein neuer Text generiert wird.

GPT ist ein gutes Beispiel dafür, dass Technologie ständig in breitere Bereiche des täglichen Lebens Einzug hält. In einer immer komplexeren Welt mit schnellen Veränderungen ist die starke Durchdringung neuer Technologien eine Konstante in dieser Welt.

USA

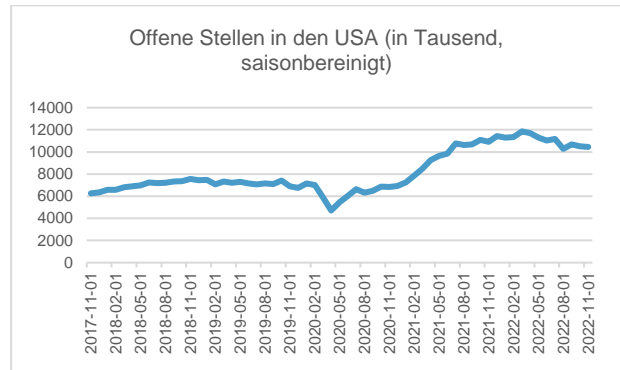
Wie erwähnt sind die USA von den Ereignissen in Europa und China als relativ geschlossene Wirtschaft weniger stark berührt. Der starke Anstieg der Inflationsrate war stärker den starken Ausgabenprogrammen und Problemen der Lieferkette als dem Anstieg der Energiepreise geschuldet. Nachdem der Nachfrageimpuls ausgelaufen ist hat sich auch die Inflationsrate abgeschwächt, begünstigt auch durch die gesunkenen Energie- und Rohstoffpreise sowie die Entspannung der Lieferkette. Trotzdem ist die amerikanische Notenbank wahrscheinlich gut beraten zunächst aufgrund der robusten Wirtschaft weiter an einer restriktiven Geldpolitik festzuhalten. Aus

heutiger Sicht ist es unklar, ob es der Notenbank gelingt, die Inflation ausreichend abzukühlen, ohne gleichzeitig die Wirtschaft zu einer härteren Landung zu bringen.

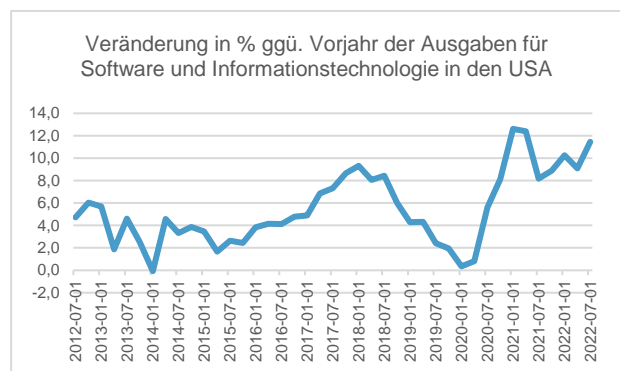
Analysten weisen auch zu Beginn dieses Jahr darauf hin, dass die amerikanischen Aktienmärkte höher bewertet sind als die europäischen Märkte. Dabei darf jedoch nicht übersehen werden, dass die USA gegenüber Europa über entscheidende Standortvorteile verfügen, nicht zuletzt die deutlich geringeren Energiekosten. Der Inflation Reduction Act, dessen Name etwas irreführend ist, denn er zielt auf den Ausbau der erneuerbaren Energien ab, wird aufgrund der geplanten hohen Subventionen diesen Standortvorteil noch verstärken.

Auch die technologische Vorherrschaft spielt eine wichtige Rolle, eine Rolle, die auch China den USA bis heute trotz des Einsatzes enormer Ressourcen nicht streitig macht. China verdankt seinen Erfolg bei KI weniger der Entwicklung von Algorithmen, sondern vielmehr der großzügigen Bereitstellung von Daten, die dank des Fehlens von Datenschutz für die Entwicklung von KI zur Verfügung stehen. Für den weiteren Erfolg der KI sind jedoch neben Daten auch kreative Algorithmen und hochkomplexe Chips notwendig. Gerade bei der Entwicklung dieser Chips gerät China jedoch trotz hoher Priorität weiter ins Hintertreffen. Trotz hoher Subventionen ist die Branche weiter hinter den Erwartungen geblieben. Zuletzt wurden im Zusammenhang mit den Subventionen verschiedene Korruptionsfälle bekannt, die die Bereitschaft der Regierung für den weiteren Ausbau hemmen können. Bei dem Aufbau des strategisch wichtigen Chipsektors kommt es nicht nur auf den Ausbau der Produktionsstätten an, sondern vor allem auch auf Entwicklung und Design. Gerade dieser komplexe Schritt in der Wertschöpfungskette liegt jedoch nach wie vor in Händen der drei amerikanischen Unternehmen Synopsys, Cadence und Merter (Tochtergesellschaft von Siemens), denen China nichts Vergleichbares entgegensetzen hat.

Einer der Indikatoren zur Verdeutlichung der Robustheit der amerikanischen Wirtschaft ist die Zahl offener Stellen. Wie die nachstehende Grafik zeigt, ist die Anzahl offener Stellen zwar in 2022 gesunken, liegt jedoch deutlich über dem Stand vor der Pandemie.



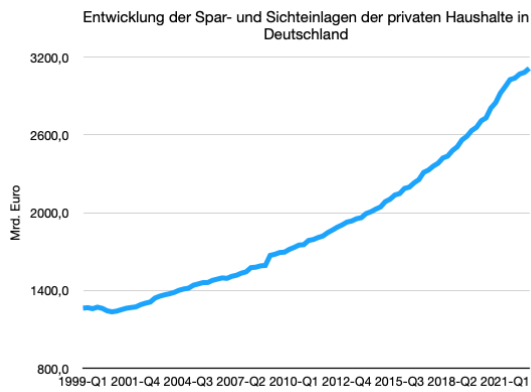
Der starke Bezug zu Technologie lässt sich auch gut illustrieren an den Investitionen in Software und Informationstechnologie, die seit der Pandemie mit einer zweistelligen Wachstumsrate wachsen.



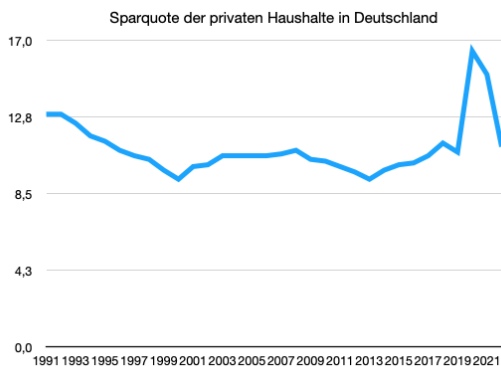
Eurozone

Die Befürchtungen eines Rückgangs der Wirtschaftsleistung in der Eurozone haben sich bisher nicht bewahrheitet. Die bessere Stimmung erkennt man deutlich am Anstieg des PMI, der zum dritten Monat in Folge eine Verbesserung anzeigt. Zu dieser Verbesserung haben nicht nur die Ausgabenprogramme der Regierungen beigetragen, sondern auch der Rückgang der Energiepreise sowie die Entspannung bei den Lieferketten. Trotz der Verbesserung ist zu beachten, dass der Index sich unter dem Wert von 50 befindet, der eine Kontraktion anzeigt. Es ist allerdings noch zu früh, Entwarnung anzusagen, da gerade die wichtige Schlüsselbranche Bau durch die gestiegenen Zinsen und Rohmaterialpreise belastet wird und sich diese Effekte auch auf andere Sektoren ausbreiten. Der Verbraucher wird zwar durch die verschiedenen Unterstützungsprogramme entlastet, aufgrund des Einbruchs der realen verfügbaren Einkommen wird er jedoch seine Ausgaben einschränken (müssen).

Vor dem Hintergrund des hohen liquiden Geldvermögens (s. nachstehende Grafik) und des robusten Arbeitsmarktes ist in Deutschland nach der aktuellen Datenlage wahrscheinlich trotz der Belastungsfaktoren kein stärkerer Einbruch der Wirtschaftsleistung zu erwarten.



Die gesunkenen Realeinkommen werden daher eher zu einem weiteren Rückgang der Sparquote führen, die sich im ersten Halbjahr 2022 bereits stark zurückgebildet hatte (s. nachstehende Grafik).



China

Es ist unklar, ob und wie schnell China die Pandemie bewältigen kann. Klar ist hingegen, dass die chinesische Wirtschaftsleistung stark eingebrochen ist und insbesondere die Schlüsselbranche Bau weiter unter fallenden Preisen leidet. Im Dezember wurde vom statistischen Amt in China veröffentlicht, dass 68 von 100 Städten einen Rückgang verzeichneten und die Preise zum sechsten Monat in Folge fielen. Der Einkaufsmanagerindex Caixin verzeichnete ebenfalls einen Wert unter 50 und zeigt daher eine Kontraktion an.

Die Lockerung der Covid-Kontrollen zeigt, dass China der Wirtschaft wieder stärkere Bedeutung schenkt. Es bleibt abzuwarten, ob die Politik der Lockerung bei einem starken Anstieg der Covid-Erkrankungen weiter beibehalten werden kann. Ein Wachstum von ca. 5 % für 2023, wie es Analysten erwarten, wäre für die Weltwirtschaft vor dem Hintergrund der rezessiven Tendenzen in anderen Regionen der Welt ein positives Signal.

Der bereits angesprochene Chipsektor leidet unter den Ausfuhrkontrollen, die die USA am 7. Oktober 2022 einführten. Im Dezember 2022 haben die USA auch Yangtze Memory Technologies (YMTC), den größten chinesischen Hersteller von 3D-NAND-Halbleitern, auf ihre Entity-Liste gesetzt, was das Unternehmen daran hindert, in Zukunft bestimmte Chipkomponenten aus den USA zu beziehen.

Schwellenländer

Den Schwellenländern brachte zuletzt der wieder etwas schwächere US-Dollar etwas Erleichterung. Insbesondere die beiden großen Länder Indien und China verzeichneten außerdem einen deutlichen Rückgang der Inflationsrate (s. nachstehende Charts). Nachdem sowohl die indische als auch die indonesische Rupie fast im gesamten Jahr 2022 an Wert verloren hatten, konnten sie sich im letzten Quartal auch vor dem Hintergrund der besseren Inflationsdaten stabilisieren.

Indien



Brasilien



Fazit

Die Aktienmärkte werden noch für einige Zeit unter dem Banner der Zinsentwicklung in den USA stehen. Der starke Arbeitsmarkt spricht dafür, dass die amerikanische Notenbank ihre Arbeit noch nicht beendet hat. Möglicherweise bedarf es zu einer nachhaltigen Eindämmung der Inflation einer stärkeren Abkühlung der Wirtschaft. Eine solche Entwicklung würde auch die Gewinnmargen der Unternehmen

belasten. Aufgrund des starken Einbruchs der Märkte im letzten Jahr ist allerdings anzunehmen, dass die Märkte aufgrund der Anpassung der Bewertungen die schwächere Wirtschaftstendenz zumindest zu einem Teil bereits vorweggenommen haben.

In Europa bleibt abzuwarten, ob die derzeitige Stimmungsverbesserung bei Verbrauchern und Wirtschaft dauerhaft ist. Während die Welt in den letzten Jahrzehnten von einem hohen chinesischen Wachstum, den Vorteilen der Globalisierung und der Friedensdividende nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion profitiert hat, kehren sich diese positiven Effekte jetzt um. Die Belastung durch die Pandemie und der Krieg in der Ukraine wurde auf zweifache Weise einerseits durch die hohe Inflation unter der gegenwärtigen Generation umverteilt (Sparer sind Verlierer, Schuldner Gewinner, Arbeitnehmer werden durch die kalte Progression unterschiedlich belastet), andererseits findet durch die hohen Schulden eine intertemporale Umverteilung innerhalb der Generationen statt. Da dem jetzigen Schuldenanstieg keine Investitionen mit zukünftigen Erträgen gegenüberstehen, werden zukünftige Generationen einen geringeren Spielraum für Ausgaben haben. Außerdem werden die Mittel für produktive Investitionen geringer sein, da freie Gelder in die Energieversorgung und den Rüstungssektor fließen werden. Die Aktienmärkte dürfte das unterschiedlich berühren, da auch es auch in einem negativen Wirtschaftsumfeld Unternehmen mit aussichtsreichen Geschäftsmodellen geben wird. Der Fokus wird daher noch stärker auf dem „stock picking“ liegen.

Die Aktienmärkte in den USA könnten bei einer nachhaltigen Abschwächung der Inflation und rückläufigen Zinsen in den USA später im Jahr Auftrieb bekommen. Eine solche Entwicklung würde dann auch auf die Aktienmärkte weltweit ausstrahlen. Ob und wann diese Situation eintritt, darüber sind sich die Analysten nicht einig. Auch eine technologiebedingte Zeitenwende wird noch nicht so bald eintreten. Ohne eine solche Zeitenwende werden die eingangs genannten Belastungsfaktoren in den nächsten Jahren allerdings zu geringerem Wachstum und Wohlstand führen. Damit kommt der Vermögensbildung durch Investitionen in Produktivkapital verstärkt Bedeutung zu. Der sehr hohe Anteil gerade in Deutschland an Spar- und Sichteinlagen (ca. 40 % des gesamten Geldvermögens) spricht dafür, dass die Anleger sich nach einem Abebben der derzeitigen Unsicherheit wieder verstärkt dem Thema Aktie zuwenden (müssen).

Im Januar 2023

Will Ufer

Jürgen Brückner