



# Quartalsbericht

## der FV Frankfurter Vermögen AG

Ausgabe: Q1 2022

Autor: Jürgen Brückner

## Vorbemerkung

Die Finanzmärkte sind immer von hoher Unsicherheit geprägt, aber die Investoren haben gelernt mit dieser Unsicherheit zu leben, zumal die Märkte sich selbst nach starken Kurseinbrüchen oftmals schnell wieder erholt haben. Dieses Jahr hat die Unsicherheit jedoch einen qualitativ vollkommen neuen Grad erreicht, denn kriegerische Ereignisse sind im Hinblick auf ihre Auswirkungen vollkommen anders zu bewerten als die durch wirtschaftliche Entwicklungen ausgelöste Unsicherheit. Die Pandemie hat bereits gezeigt, dass sich viele gewohnte Strukturen verändert haben. Wir erleben mit der russischen Invasion in der Ukraine eine geopolitische Zeitenwende, die enorme wirtschaftliche Konsequenzen haben wird. Die Ereignisse in der Ukraine werden jedoch besonders Europa vor große Herausforderungen stellen, die uns die nächsten Jahre begleiten werden. Die Welt teilt sich gleichsam auf in einen regelbasierten Block und einen machtbasierten Block. Die daraus resultierende De-Globalisierung führt zu einem Rückgang der Handelsbeziehungen, der sich in einem Wohlstandsverlust äußert, da der Wegfall von komparativen Vorteilen die Kosten erhöht. Der daraus resultierende potentielle Anstieg der Inflation erhält noch zusätzlichen Auftrieb durch die strukturelle Erhöhung der Energiekosten. Im Zuge des verstärkten Einsatzes von erneuerbaren Energien und dem Bezug von teurerem LNG werden die Energiekosten noch für einige Jahre weiter steigen. Wir stehen daher auch vor einer energiepolitischen Zeitenwende.

Einzig der Anstieg der Lebensmittelpreise hat keinen strukturellen Charakter und könnte sich nach dem Ende des Krieges in der Ukraine beruhigen. Eine weitere strukturelle Komponente, die den Preisauftrieb beschleunigt ist die weltweite Aufrüstung. Nachdem Deutschland offenbar in Europa eine Vorreiterrolle eingenommen hat, werden auch andere europäische Staaten nachfolgen. Ressourcen, die in diesen Sektor fließen stehen nicht für Investitionen in produktive Tätigkeiten zur Verfügung und schmälern daher die Wirtschaftskraft der Nationen.

Vor dem Hintergrund des Anstiegs der Verbraucherpreise ist davon auszugehen, dass die Gewerkschaften sich nicht länger in Lohnzurückhaltung üben können. Auch die Zentralbanken werden nur sehr schwer weiter auf den „temporären“ Charakter des Anstiegs der Verbraucherpreise hinweisen können. Die amerikanische Notenbank hat hier bereits vor einigen Wochen eine deutliche Kehrwende vollzogen.

Die durch den Anstieg der Verbraucherpreise geschmälerte Kaufkraft der Verbraucher wird zunächst auch das Wirtschaftswachstum eintrüben. Es mehrten sich daher die Anzeichen, dass Europa in ein

klassisches Stagflations-Szenario gerät. In den USA wird von den Marktteilnehmern für 2023 bereits die Möglichkeit einer Rezession diskutiert. Als Indikator wird auf die Inversion der Zinskurve hingewiesen, die oftmals ein Vorbote für eine Rezession war. Die amerikanische Notenbank steht daher vor der großen Herausforderung einerseits eine Rezession zu vermeiden, andererseits ein Überschießen der Inflationsrate zu verhindern. In jedem Fall müssen wir zunächst von weiter steigenden Zinsen in allen Laufzeitbereichen ausgehen.

Aber auch in einem solchen Szenario wird es an den Börsen Gewinner geben. Zu den Gewinnern zählen zunächst die Unternehmen mit Preiserhöhungsmacht, die in einem Wachstumssektor angehört sind und in der Lage sind ihre gestiegenen Kosten weitergeben zu können. Zu den Verlierern zählen vor allem energieintensive Unternehmen. Offensichtlich ist, dass zu den Gewinnern auch die Unternehmen im Sektor der erneuerbaren Energien und die Rüstungsfirmen gehören. Weniger offensichtlich ist, dass auch diejenigen Unternehmen profitieren, die Schlüsseltechnologien für die schnell wachsenden Sektoren herstellen.

Die mit der Umstellung auf erneuerbare Energien verbundene Strukturänderung des Energiesektors wird zunächst mit höheren Kosten verbunden sein. Sehr bald sollten hierdurch jedoch auch neue Wachstumsimpulse entstehen.

Auch auf der Ebene der Staaten wird es Gewinner und Verlierer geben. Zu den Gewinnern gehören Staaten mit hohen Rohstoffvorkommen wie z.B. Brasilien, Mexiko, Kanada, Norwegen und einige asiatische Staaten. Verlierer werden diejenigen Staaten sein, die autoritäre Regime haben und deren Handel mit der westlichen Staatengemeinschaft tendenziell rückläufig sein wird. Das Fehlen eines Rechtsstaats und die Neigung zu Kontrolle und einengenden Vorschriften schränken letztendlich die Kreativität von Wissenschaft und Forschung dieser Regime ein. Die Unmöglichkeit der chinesischen Regierung die Verbreitung des Coronavirus einzudämmen und die Bevölkerung durch einen wirksamen Impfstoff zu schützen sind ein Beleg dafür, dass ein solches Regime letztendlich auch wirtschaftlichen Schaden erleidet.

Für die Einschätzung der Entwicklung der Aktienmärkte müssen wir noch einen weiteren Aspekt beachten: Wir stehen nicht nur vor einer geopolitischen und energiepolitischen Zeitenwende, sondern auch vor einer technologischen Zeitenwende. Nachdem die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz (KI) viele Anwendungen beflügelt hat, wird in wenigen Jahren die kommerzielle Nutzung des Quantencomputers in Verbindung mit der KI insbesondere in der Medizintechnik und Medikamentenentwicklung vollkom-

men neue Möglichkeiten eröffnen. Eine technologische Umwälzung bedeutet auch der Einzug einer vollkommen neuen Generation von Chips, den sogenannten neuromorphen Chips, deren Arbeitsweise vom menschlichen Gehirn inspiriert ist und die u.a. gegenüber herkömmlichen Chips eine signifikante Energieersparnis ermöglichen.

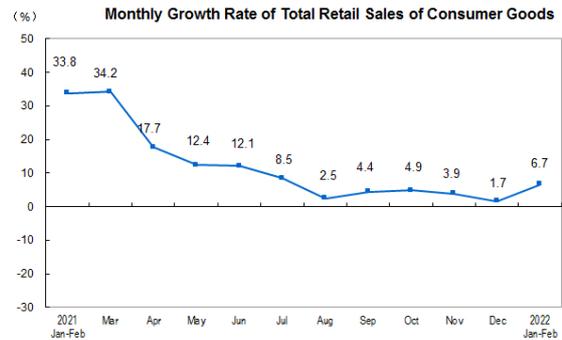
Das Metaverse wird in die Gesellschaft wie zuvor die Spielewelt Einzug halten und die Nutzung von AR und VR beflügeln. Signifikante Fortschritte können wir auch in der Robotics erwarten. Wer einmal die humanoiden Roboter von Boston Dynamics gesehen hat, wird diese These unterstützen. In dem Maße wie neue umwälzende Technologien Einzug in Gesellschaft und Wirtschaft halten, sollte auch die Produktivität gesteigert werden. Idealerweise wird dann der Roboter in der Lage sein, sich selbst zu bauen. Ein durch neue Technologien ausgelöster Produktivitätsanstieg würde letztendlich auch dem wirtschaftlichen Potential neue Wachstumsperspektiven eröffnen.

Nach diesen allgemeinen Bemerkungen möchten wir anschließend einen Blick auf einige aktuelle Wirtschaftsdaten in China und den USA richten, um den aktuellen Stand der Wirtschaftslage in den beiden führenden Volkswirtschaften der Welt zu dokumentieren.

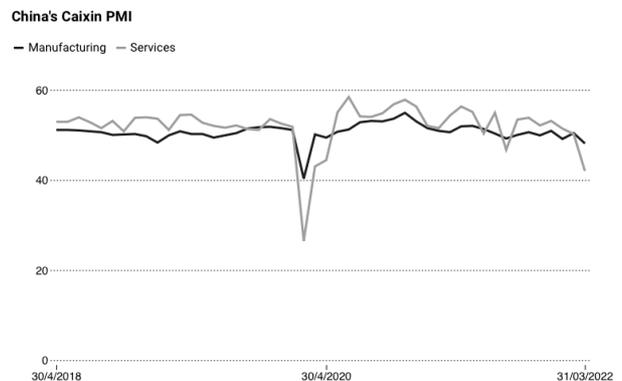
## China

Auch China kann sich von den Ereignissen in der Ukraine nicht lösen und Analysten erwarten für 2022 ein Wachstum von maximal 5 %. Wenn China weiterhin an der Null-Covid-Politik festhält und nach Shanghai möglicherweise noch weitere Städte in einen Lockdown gehen, könnte sich das Wirtschaftswachstum noch weiter abschwächen. China verfügt jedoch über Möglichkeiten durch monetäre und fiskalische Impulse einem starken Abschwung entgegenzuwirken.

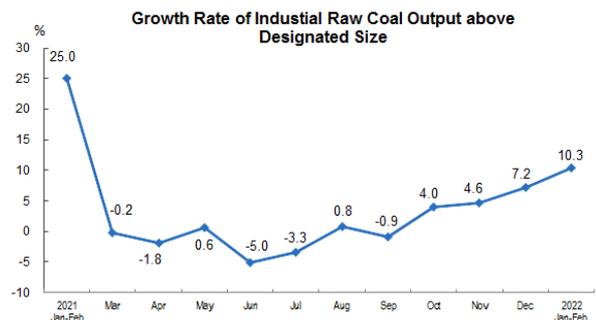
Die geringere Dynamik der chinesischen Wirtschaft wird gut dokumentiert durch die Umsätze im Einzelhandel, die seit Monaten eher verhalten sind (s. nachstehenden Chart) und den scharfen Rückgang der Dienstleistungen.



Analysten betrachten als Indikator für die Stärke des Dienstleistungssektors den Caixin PMI Index. Der starke Einbruch dieses Index dokumentiert die Auswirkungen der Null-Covid-Politik auf die Wirtschaft (vgl. den nachstehenden Chart).



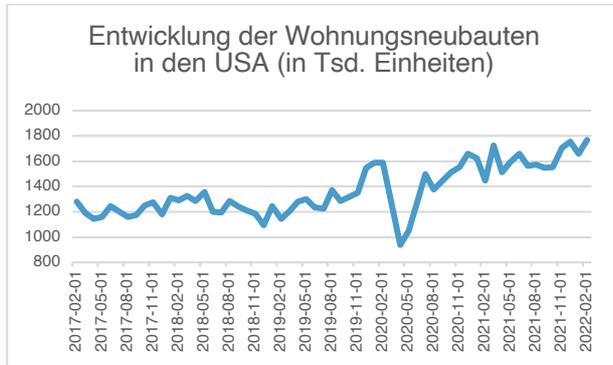
Besorgniserregend für das weltweite Klima ist der sehr starke Anstieg der Kohleproduktion (s. nachstehende Grafik) um die Stromproduktion nicht zu gefährden.



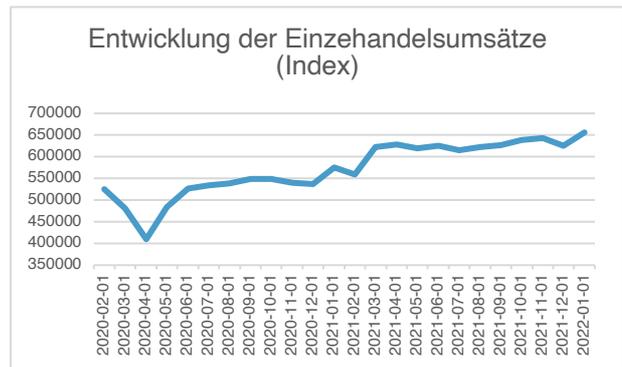
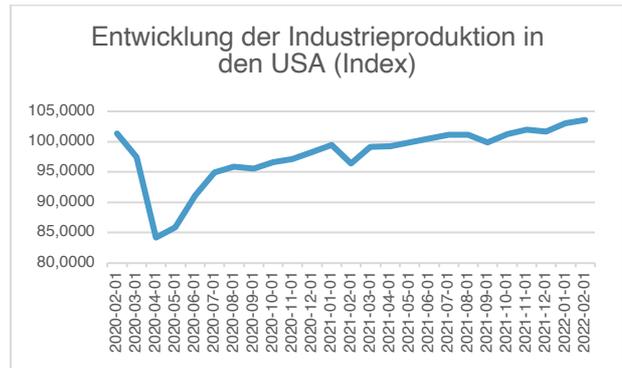
## USA

Die gute Börsenentwicklung im März der amerikanischen Märkte erklärt sich zum Teil mit der besser als erwarteten Wirtschaftsentwicklung. Trotz der mit knapp 8 % sehr hohen Inflation ist die amerikanische

Wirtschaft weiterhin sehr robust. Diese Robustheit zeigt sich an vielen Indikatoren, so zum Beispiel dem Wohnungsbau und dem Arbeitsmarkt. Bei letzterem überrascht nach wie vor die hohe Anzahl offener Stellen.



Im Gegensatz zu Europa erklärt sich die hohe Inflationsrate weniger aus den gestiegenen Energiepreisen („cost-push“), sondern vielmehr aus der angespannten Nachfrage und Angebotssituation. Sie äußert sich in einem Anstieg der Kerninflationsrate von 4,3%. Den Druck auf die Ressourcen erkennt man besonders an der unterschiedlichen Dynamik der Industrieproduktion und der Einzelhandelsumsätze. Während seit Beginn der Pandemie die Industrieproduktion nur um 2,2% angestiegen ist, sind die Einzelhandelsumsätze um 25% angestiegen (vgl. die nachstehenden Grafiken). Nach Auslaufen der starken Fiskalimpulse ist hier zwar eine Entspannung zu erwarten, die Notenbank bleibt aber sehr wachsam, da die Gefahr besteht, dass sich aufgrund der hohen Inflationsrate die Inflationserwartungen verfestigen.



### Schwellenländer

Die Entwicklung der Währungen der Schwellenländer war im vergangenen Quartal unterschiedlich. Die Währungen von Ländern, die über Rohstoffe verfügen neigten generell zur Stärke. Hierzu zählten insbesondere Brasilien und Mexiko. Zur Schwäche gegenüber dem US-Dollar neigte vor allem die indische Rupie, da Indien sowohl von höheren Ölpreisen als auch höheren Zinsen getroffen wird. Die indonesische Rupie verhält sich aufgrund guter Wirtschaftsdaten und einigen Rohstoffen relativ stabil. Der Rubel kam zunächst bei Einführung der Sanktionen unter starken Druck, konnte sich aber später stark erholen. Da die russische Zentralbank die Exporteure verpflichtet 80% ihrer Einnahmen in Rubel zu konvertieren und Importe kaum möglich sind, entfällt Druck auf den Rubel. Die Erholung ist jedoch technischer Natur, da bei der Inflationsrate von über 15% der Rubel überbewertet ist.

### Fazit

Geht man davon aus, dass der Konflikt in der Ukraine und die Probleme in China mit dem Coronavirus noch längere Zeit anhalten, so werden wir auf absehbare Zeit höhere Inflationsraten und ein niedrigeres Wachstum sehen. Dabei dürfen wir auch nicht übersehen, dass Russland gerade für viele deutsche Unternehmen ein wichtiger Absatzmarkt ist, der jetzt vollständig wegfällt. Ob es zu einer Rezession in Europa kommt, hängt auch davon ab, ob Europa schärfere Sanktionen gegenüber Russland verhängt wie z.B. ein Ölembargo.

Bei aller Unsicherheit besteht jedoch Einigkeit darüber, dass es vor allem in Europa einen enormen Schub hin zu erneuerbaren Energien geben wird. Bei stark steigenden Energiekosten werden energieintensive Unternehmen Länder mit hohen Kosten verlassen und die Ansiedelung in Ländern mit niedrigeren Kosten ins Auge fassen. Vor diesem Hintergrund ist Deutschland sehr schlecht aufgestellt, während Südeuropa profitiert.

Die Umstrukturierung der Wirtschaft ist zwar mit Kosten verbunden, aber bei schneller Umsetzung wird es mittelfristig nicht nur für das Klima Vorteile geben. Bei der Anlage kommt es daher darauf an, diejenigen Sektoren und Unternehmen zu identifizieren, die sich in dem neuen Umfeld am besten behaupten. Gerade in einem Umfeld hoher Inflationsraten ist die Investition in Sachanlagen – zu denen auch Aktien gehören – die beste Anlagealternative.