



Quartalsbericht

der FV Frankfurter Vermögen AG

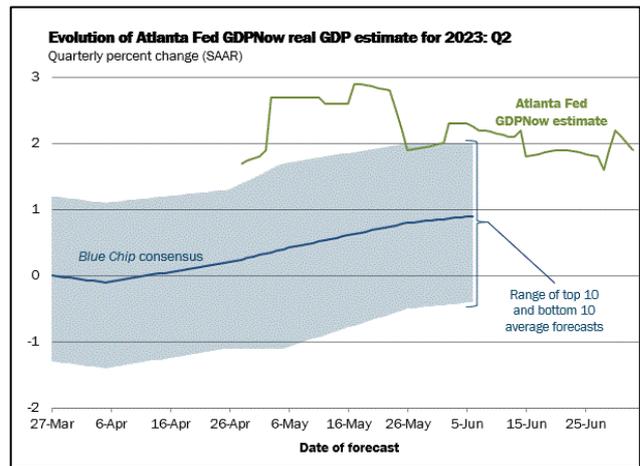
Ausgabe: Q2 2023

Vorbemerkung

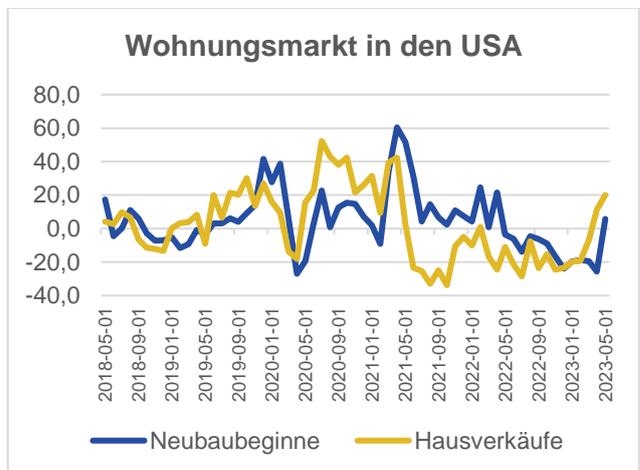
Da die amerikanische Wirtschaft die größte Volkswirtschaft der Welt ist, richtet sich das Augenmerk der Finanzmärkte vor allem auf die wirtschaftliche Entwicklung in den USA. Im Juni wurden die Schlagzeilen jedoch kurzfristig von zwei anderen Ländern dominiert, die Bedeutung über das jeweilige Land hinaus haben: Die kanadische Notenbank erhöhte überraschend den Leitzins Anfang Juni und im Vereinigten Königreich überraschte die Inflation mit einem stärkeren Anstieg auf 8,7%. Für Besorgnis sorgte vor allem der Anstieg der Kernrate auf 7,1%, u.a. angetrieben durch einen Anstieg der Preise für Flugtickets. Obwohl sich die Inflationsrate in den USA weiter rückläufig entwickelte, ist es auch hier noch zu früh Entwarnung zu geben im Hinblick auf eine nachhaltige Eindämmung der Inflation. Die Unsicherheit wird gut dokumentiert durch die unterschiedliche Zinseinschätzung der Mitglieder des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank, die teilweise noch eine Erhöhung der Leitzinsen erwarten. Die Revision der annualisierten Wachstumsrate des Sozialprodukts von 1,3% auf 2% zeigt an, dass die amerikanische Wirtschaft nach wie vor trotz Bankenkrise, höheren Zinsen, rückläufiger Kreditnachfrage und abnehmender Geldmenge sehr robust ist. Die Finanzmärkte haben auf die stärkeren Wirtschaftsdaten mit einem Sprung von 3,71% auf 3,88% bei 10-jährigen Staatsanleihen reagiert. Überraschenderweise haben die Märkte der Nachricht, dass die Unternehmensgewinne im ersten Quartal um 4,1% gesunken sind (Vorquartal – 2%) keine Bedeutung geschenkt.

USA

Nach den stärkeren Wirtschaftsdaten in den Vereinigten Staaten geht das Rätselraten weiter, ob, wie lange und wie tief eine Rezession sein wird. Sicher scheint nur zu sein, dass der Zeitpunkt immer weiter nach hinten geschoben werden muss, denn auch für das zweite Quartal wird noch ein robustes Wachstum von ca. 2% erwartet. Für eine Einschätzung bietet die Prognose der Zentralbank von Atlanta eine seriöse Quelle (vgl. den nachstehenden Chart vom 3. Juli 2023).



Die Befürworter einer robusten Wirtschaft ohne Rezessionsgefahren verweisen auch auf den stärkeren Wohnungsmarkt. Wie die nachstehende Grafik zeigt, sind sowohl die Neubauverkäufe als auch die Verkäufe bestehender Häuser zuletzt wieder angestiegen. Eine überraschende Entwicklung, da die Erschwinglichkeit bei einem Zins von rund 7 % für 30-jährige Hypotheken schwierig ist.



Überrascht hat die Analysten auch der Anstieg der Immobilienpreise. Auch der neben dem Immobilienmarkt ähnlich wichtige Schlüsselsektor Automobile zeigt keine Anzeichen von Ermüdung.

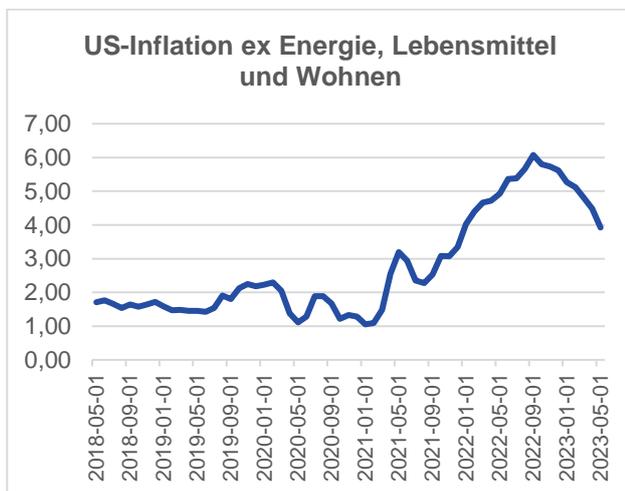
Trotz dieser besseren Daten bleiben Zweifel an der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung. Betrachten wir zunächst das Wirtschaftswachstum. Die Revision der annualisierten Zahl von 1,2% auf 2% erscheint zwar zunächst sehr hoch (und löste daher einen deutlichen Zinsanstieg aus), aber wenn man bedenkt, dass es eine annualisierte Rate ist, fällt der wirkliche Unterschied nicht sehr hoch aus und bleibt im Rahmen der statistischen Ungenauigkeit. Zu dieser Ungenauigkeit gehört auch, dass jede Münze zwei Seiten hat, die Berechnung des Sozialprodukts hat sogar drei Seiten. Konkret: Es ist üblicher Gebrauch, dass man bei den Daten zur Entwicklung des Sozialproduktes auf

das Bruttosozialprodukt in der Verwendung zurückgreift. Das Bruttosozialprodukt lässt sich jedoch auch berechnen, indem man auf die Entstehung bzw. Verteilung abstellt. Alle drei Berechnungsweisen führen theoretisch zu demselben Ergebnis. Der einzige Grund bei den publizierten Daten auf das Sozialprodukt in der Verwendung zurückzugreifen ist die schnellere und verlässlichere Verfügbarkeit der Daten.

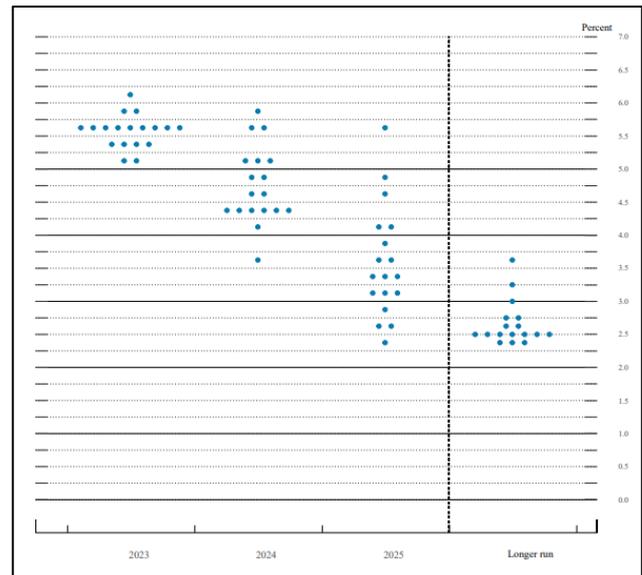
Eine kurze Erklärung: Das Bruttosozialprodukt in der Verwendung betrachtet die Verwendung von Waren und Dienstleistungen durch die Endnachfrage, wie Konsum, Investitionen, staatliche Ausgaben und Nettoexporte. Das Bruttosozialprodukt in der Entstehung hingegen betrachtet die Wertschöpfung in den verschiedenen Sektoren der Wirtschaft, wie Landwirtschaft, Industrie und Dienstleistungen. Das Bruttosozialprodukt in der Verteilung wiederum betrachtet die Einkommensverteilung in der Gesellschaft.

In den USA gibt es besonders im Winter oftmals größere Abweichungen zwischen den verschiedenen Berechnungsarten, aber auch in letzten zwei Quartalen trat eine Kluft auf (vgl. die nachstehende Grafik). Nach diesen Daten kann man mit der gleichen Berechtigung sowohl von einer robusten Wirtschaft wie von einer Wirtschaft in einer technischen Rezession sprechen.

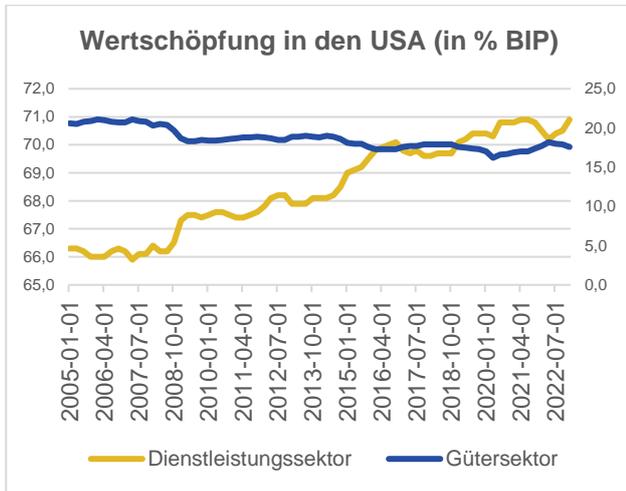
Auch bei der Inflationsrate lohnt ein Blick auf einige Details, die in den Medien weniger Beachtung finden. Die Kernrate der Inflation in den USA befand sich lange Zeit auf einem sehr hohen Niveau, da das Preisniveau für „Wohnen“ mit einem Gewicht von ca. 30 % deutlich stärker wuchs als die anderen Komponenten. Nutzt man daher als Maßstab für die Kernrate einen Preisindex, der sowohl die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise herausrechnet als auch die Preise für „Wohnen“, so ergibt sich das Bild einer kontinuierlich fallenden Inflationsrate (vgl. den nachstehenden Chart). Mit rund 4 % ist sie aber immer noch deutlich höher als die von der Notenbank angestrebte Inflationsrate von 2%.



Es ist daher noch verfrüht von einer endgültigen Eindämmung der Verbraucherpreise zu sprechen und der in der Zinskurve eingepreiste Rückgang der Renditen könnte sich als unzutreffend erweisen. Auch einige Mitglieder des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank, die die Zinspolitik in den USA bestimmen, erwarten noch eine weitere Zinserhöhung. Die Erwartung der Mitglieder der Notenbank wird im Protokoll in Form eines Charts gezeigt, der üblicherweise als dot plot bezeichnet wird. Das nachfolgende Bild ist dem Protokoll entnommen und zeigt die Erwartungen der Teilnehmer des Ausschusses für die Federal Funds Rate. Ein schnellerer Rückgang der Zinsen wäre wahrscheinlich nur bei dem Eintreten einer Rezession möglich.



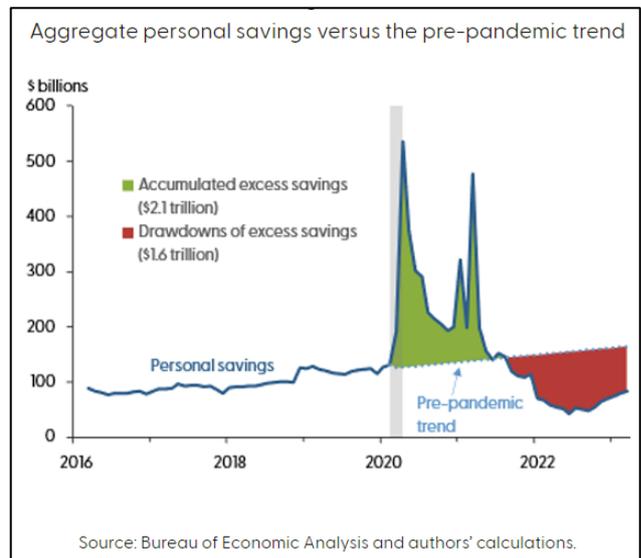
Die Stärke der amerikanischen Wirtschaft trotz einer Fülle von Belastungsfaktoren erklärt sich offenbar zu einem großen Teil (s. a. die weiteren Erklärungen im Fazit in diesem Artikel) daraus, dass insbesondere der Dienstleistungsbereich der Volkswirtschaft stark ist, der Güterbereich der Wirtschaft hingegen die Belastungsfaktoren spürt. Sowohl die Daten des Sozialprodukts als auch die Komponenten der Einzelhandelsumsätze bekräftigen das Bild einer stärker zu Dienstleistungen ausgerichteten Wirtschaft. Die nachstehende Grafik veranschaulicht die Stärke der Sektoren für die Gesamtwirtschaft (linke Skala Dienstleistungssektor).



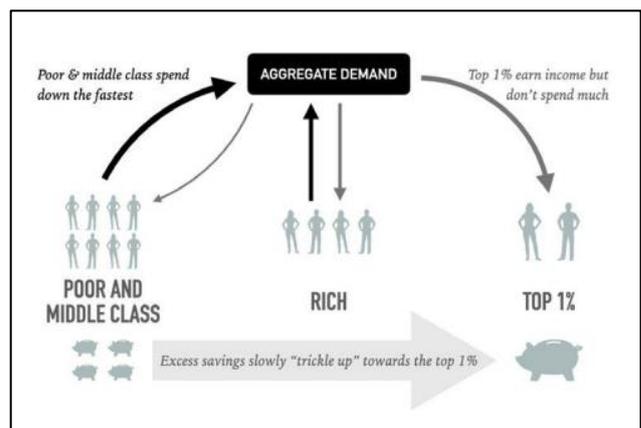
Der ISM Index, ein vielbeachteter Indikator für das verarbeitende Gewerbe, ist letzte Woche zum achten Mal in Folge gefallen. Dabei muss auch bedacht werden, dass die Produktion von langlebigen Rüstungsgütern im ersten Quartal um 3,25% gestiegen ist. Unglücklich ist auch, dass die Investitionen von IT stark gefallen sind. Auch der Subsektor der Auftragseingänge ging im Juni den 10. Monat in Folge zurück. Von den sechs größten Sektoren des verarbeitenden Gewerbes meldete nur einer (Fahrzeugbau) einen Anstieg der Auftragseingänge.

Selbst wenn der Dienstleistungssektor lange Zeit ein wichtiger Treiber der Wirtschaft war, so bringt diese Entwicklung auch Gefahren mit sich. Wenn im eigenen Land keine Waren mehr produziert werden, wächst die Abhängigkeit vom Ausland. In der Regel wird im güterproduzierenden Sektor außerdem die höhere Wertschöpfung erzielt und es werden daher die höheren Löhne und Gehälter gezahlt. Es gibt daher wenig Gründe die stärkere Ausrichtung auf Dienstleistungen als Erfolg zu feiern.

Für die USA hat die Zentralbank von San Francisco in einer Studie (Economic Letter vom 8. Mai 2023 „The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings“) ebenfalls die Wirkung der Überersparnisse untersucht. Die nachfolgende Grafik aus der Studie veranschaulicht den Aufbau und nachfolgenden Abbau der Überersparnisse und belegt ihn mit Zahlen. Die Autoren weisen darauf hin, dass auch nach dem Abbau noch US-Dollar 500 Mrd. der Überersparnis in der Wirtschaft verbleiben und erwarten daher, dass der Impuls erst im vierten Quartal 2023 ausläuft.

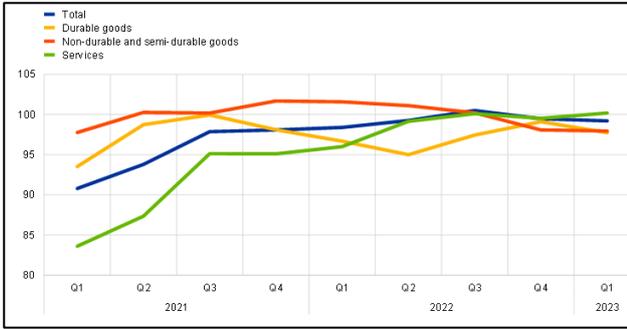


Neben dem direkten Effekt aus dem abnehmenden Betrag aus der Überersparnis ist auch die Verteilung auf die verschiedenen Einkommensgruppen zu beachten. Verschiedene Autoren stellen die These auf, dass im Laufe der Zeit überschüssige Ersparnisse langsam nach oben in der Vermögensverteilung „tröpfeln“, bis die oberen Einkommensschichten alle Vermögenswerte besitzen. Da diese Einkommensgruppe eine geringere Konsumneigung hat, würde auch der Impuls aus den Überersparnissen abnehmen (die nachstehende Grafik veranschaulicht diesen Prozess).

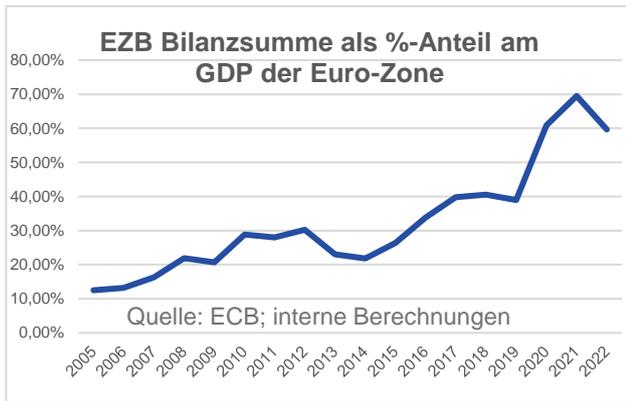


Eurozone

Auch in der Eurozone war Treiber der Wirtschaft vor allem der Dienstleistungssektor (s. Chart aus dem jüngsten Monatsbericht der EZB, der die Komponenten des privaten Verbrauchs aufzeigt).

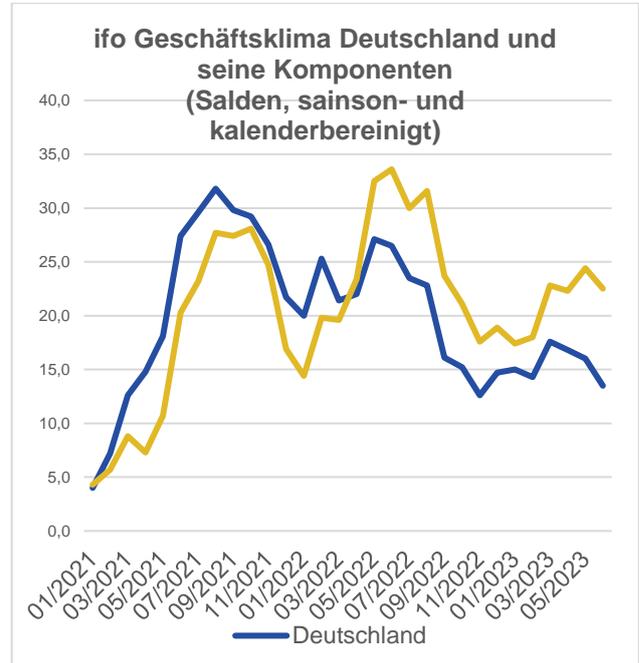


Die Aussichten für eine positive Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone werden wie in den USA ebenfalls durch einen Rückgang der Kreditnachfrage und der Geldmenge eingetrübt. Bereits jetzt hat sich die Geldmenge in Relation zum Sozialprodukt rückläufig entwickelt und Analysten erwarten weiter einen ausgeprägten Rückgang (vgl. den nachstehenden Chart).

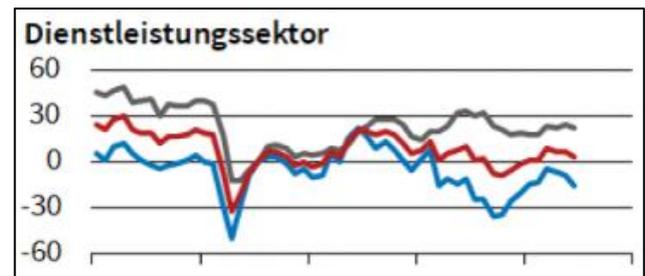


Bemerkenswert ist, dass das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal in der Eurozone sehr unterschiedlich war. Während die beiden größten Länder der Eurozone Deutschland und Frankreich ein sehr schwaches Wachstum aufwiesen (Deutschland sogar rückläufig), zeigte sich für Länder in Südeuropa (Spanien, Portugal und Italien), Österreich und die Niederlande ein deutlich besseres Bild. Hier wirkte sich die stärkere Ausrichtung auf Dienstleistungen aus sowie ein stärkerer Rückgang der Energiepreise und damit der Inflationsrate.

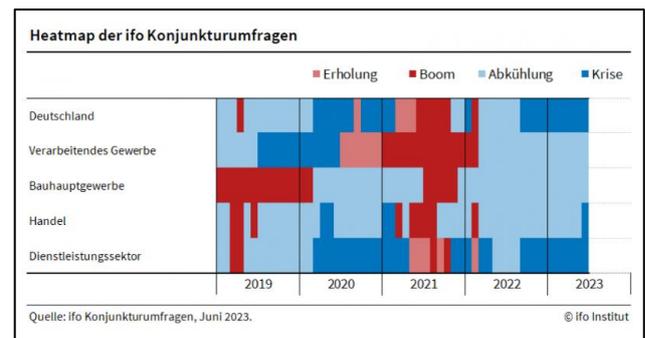
Folgt man den Angaben des im jüngsten Monatsbericht der Bundesbank abgebildeten Charts des Ifo-Instituts so war auch in Deutschland der Dienstleistungssektor eine Stütze der Wirtschaft (vgl. den nachstehenden Chart des Berichts).



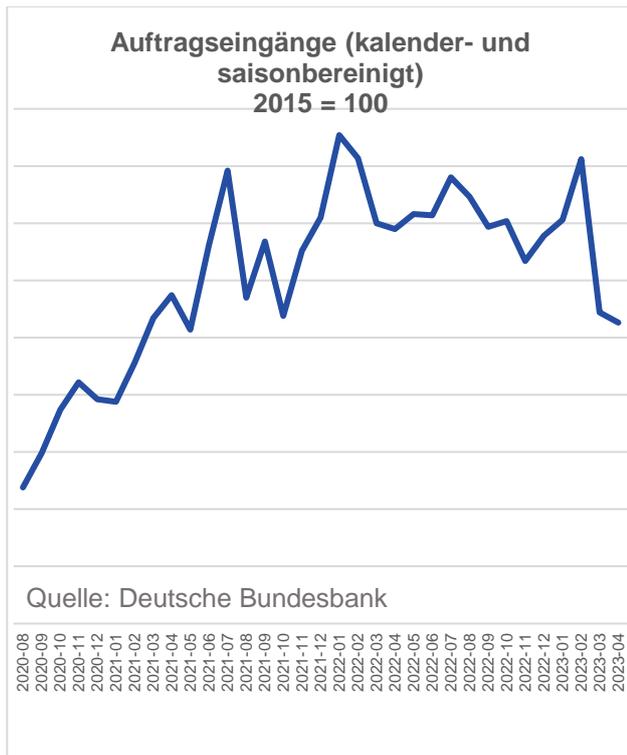
Die Bundesbank konnte in ihrem Bericht allerdings noch nicht den aktuellen Bericht des Ifo-Instituts berücksichtigen, der selbst im Dienstleistungssektor bei den Erwartungen einen scharfen Rückgang aufzeigt (vgl. den nachstehenden Chart des Ifo-Instituts, wo die blaue Linie die Erwartungen zeigt). Hier sind insbesondere Transport und Logistik von der negativen Entwicklung in der Industrie betroffen.



Aufschlussreich ist auch die sogenannte Heat Map des Ifo-Instituts, die im Gegensatz zum optimistischen Ton des Bundesbank-Berichts ein ganz anderes Bild zeigt:



Auch die harten Zahlen der Auftragseingänge für Deutschland – einem vorgelagerten Wirtschaftsindikator – unterstützen das Bild des Ifo-Instituts.

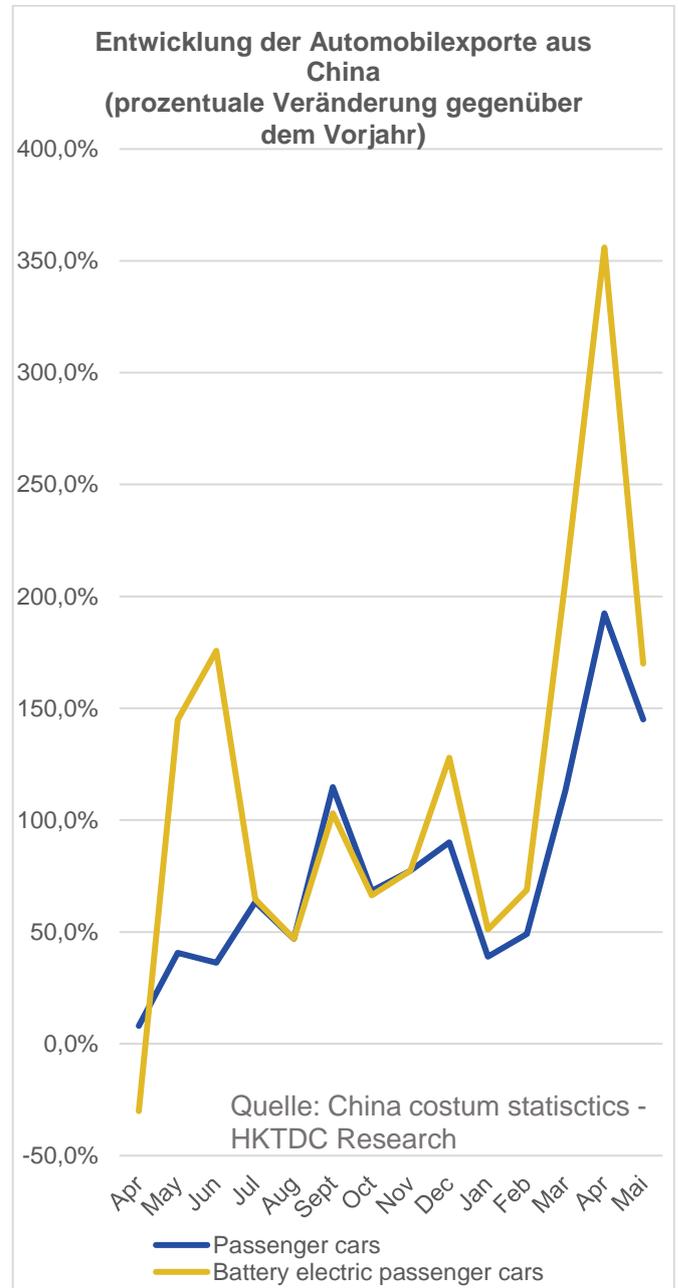


China

Die Immobilienkrise und die mit 20,4% (Vorjahr: 16,7%) sehr hohe Jugendarbeitslosigkeit (Personen zwischen 16 und 24 Jahren) haben in China die Bereitschaft für eine Ausweitung ihrer Verbraucherausgaben deutlich gesenkt. Diejenigen, die Arbeit haben arbeiten nach den Angaben der statistischen Behörde im Schnitt 48,8 Stunden (Vorjahr: 47,9) wöchentlich. Beide Werte haben sich auch im Vergleich zu 2021 verschlechtert und dokumentieren besser als andere Wirtschaftsdaten die Krise der chinesischen Gesellschaft. Aber selbst der offizielle Durchschnitt von 48,8 Stunden dürfte die tatsächliche Arbeitszeit deutlich unterzeichnen, denn viele Unternehmen in China praktizieren das sogenannte 996 Wochenstunden-System, d.h. von 9 h bis 21 h sechs Tage die Woche, also 72 Stunden. Die Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung äußert sich auch in einer Erhöhung der Spareinlagen der privaten Haushalte, die 2022 um 17,3% anstiegen.

Wenn das Wachstumsziel der Regierung für 2023 in Gefahr gerät, wird die Regierung doch zu Fiskalimpulsen greifen müssen. Allerdings wird sie nicht wie in früheren Krisen hierfür auf den Bausektor zurückgreifen können. Für die Weltwirtschaft wird China daher kaum als Wachstumsmotor in Frage kommen. Allerdings wird China mit aller Kraft den Export von Produkten forcieren, wo sie aus verschiedenen Gründen

(Kosten, Materialien, Technologie) einen komparativen Vorteil haben. Das gilt besonders für den Automobilsektor, wo bereits seit mehr als einem Jahr eine sehr hohe Dynamik bei Elektromobilen zu verzeichnen ist (s. nachstehende Grafik). Europäische Automobilhersteller geraten hier ins Hintertreffen. Eine Abschottung des Marktes wird kaum möglich sein, da China dann den Marktzugang europäischer Hersteller erschweren wird.



Schwellenländer

Die Währungen vieler Schwellenländer profitierten im zweiten Quartal 2023 generell von einem Rückgang der Inflationsraten. Besonders fest waren die Währungen von Brasilien und Mexiko, die gegenüber dem US-Dollar um rund 5 % zulegten. Der US-Dollar war gegenüber dem Euro im zweiten Quartal fast unverändert. Brasilien profitierte von einem Leistungsbilanzüberschuss von 0,65 Mrd. USD, der zwar unter den Marktprognosen von 1,50 Mrd. USD lag, aber deutlich besser als das Vorjahr mit einem Defizit von 4,63 Mrd. USD. Es handelte sich um den größten monatlichen Leistungsbilanzüberschuss seit Juni 2021.

Die Inflationsrate in Brasilien entwickelte sich ebenfalls positiv und sank im Mai 2023 von 4,18 % im Vormonat auf 3,94 %, den niedrigsten Wert seit Oktober 2020 und unter den Marktprognosen von 4,04 %. Es war der dritte Monat in Folge, in dem Brasilien eine Inflationsrate unter dem oberen Zielwert der Zentralbank von 4,75 % verzeichnete. Vor dem Hintergrund der guten Wirtschaftsdaten sank auch die Rendite 10-jähriger brasilianischer Staatsanleihen auf rund 10,67 % und damit auf den niedrigsten Stand seit Dezember 2021, da eine weitere Lockerung der Geldpolitik erwartet wird. Brasilien hat damit die höchsten Realzinsen weltweit.

In Mexiko ging im vierten Monat in Folge die Inflationsrate zurück und erreichte im Mai 2023 mit 5,84 % den niedrigsten Stand seit August 2021. Allerdings fiel das Leistungsbilanzdefizit höher als erwartet aus.

Indien verzeichnete in den ersten drei Monaten des Jahres 2023 ein Leistungsbilanzdefizit von 1,3 Mrd. US-Dollar (0,2 % des BIP), dass damit schlechter als die Markterwartungen eines Überschusses von 3,3 Mrd. US-Dollar ausfiel. Es handelt sich jedoch um das niedrigste Defizit seit fast zwei Jahren, was vor allem auf ein geringeres Handelsdefizit aufgrund niedrigerer Rohstoffpreise und eines Anstiegs der Dienstleistungsexporte zurückzuführen ist.

Die indische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal 2023 im Jahresvergleich um 6,1 % und lag damit über den Marktprognosen von 5 %.

Auch in Indien sank die Inflationsrate im Mai 2023 von 4,7% im Vormonat auf 4,25% und damit auf den niedrigsten Stand seit April 2021.

Fazit

Den Wirtschaftsdaten in den USA und Europa ist gemeinsam, dass Treiber der Wirtschaft der Dienstleistungssektor war. Hier wirkte sich auch aus, dass nach der Pandemie die Bürger wieder verstärkt Restau-

rants besuchten und die Reisetätigkeit zunahm. Bei den Regionen ist auch gemeinsam, dass das Wachstum durch die Verwendung der in der Pandemie aufgebauten Überersparnisse getrieben wurde. In beiden Regionen bauen sich die Überersparnisse jedoch langsam ab, so dass der abnehmende Impuls die Verbrauchernachfrage beeinflussen wird.

Wir beobachten daher in den wichtigen Regionen der Welt eine Abnahme der Wachstumsdynamik, die auch aufgrund verschiedener struktureller Probleme noch längere Zeit anhalten kann. Eine solche Entwicklung wird sich negativ auf die Unternehmensgewinne auswirken. Dabei müssen wir auch beachten, dass die Gewinne teilweise während der Pandemie einen Zusatzimpuls erfahren hatten, der in Zeiten einer geringeren Wachstumsdynamik nicht wiederholbar ist. Wir bevorzugen daher bei der Aktienquote eine vorsichtigeren Haltung.

Im Juli 2023

Willi Ufer

Jürgen Brückner