



Quartalsbericht

der FV Frankfurter Vermögen AG

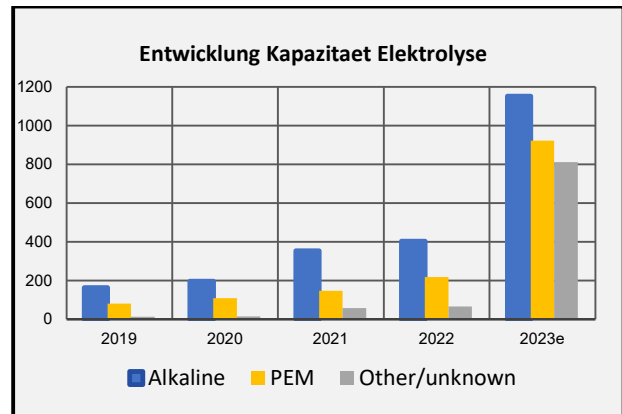
Ausgabe: Q4 2023

Vorbemerkung

Die Finanzmärkte hatten nach dem starken Anstieg im November im Dezember ihre Rally fortgesetzt. Ursächlich für die gute Marktentwicklung war wiederum die Entwicklung der Inflationsraten und die Zinsentwicklung: Die 10-Jahreszinsen amerikanischer Staatsanleihen fielen im Gefolge guter Inflationsdaten von 4,35 % zu Monatsbeginn auf zeitweilig bis unter 3,80%. Die Initialzündung für die gute Entwicklung der Finanzmärkte waren jedoch Kommentare vom Präsidenten der amerikanischen Notenbank James Powell, dass er in 2024 mehrere Zinsrückgänge erwartet. Der Markt hatte zwar bereits Zinsrückgänge diskontiert, in dieser Deutlichkeit waren jedoch die Kommentare des Notenbankpräsidenten eine Überraschung, so dass die Märkte mit einem sehr starken Anstieg reagierten. Die guten Inflationsdaten fielen zusammen mit ebenfalls guten Wirtschaftsdaten, so dass die Märkte zunehmend davon ausgingen, dass der amerikanischen Wirtschaft eine sanfte Landung gelänge.

Im Rückblick war das Jahr 2023 ein sehr erfolgreiches Börsenjahr, obwohl es zunächst gar nicht danach aussah: Eine Zunahme geopolitischer Krisen, das Risiko einer Rezession in den USA, die zunehmende Verschuldung und die zunächst stark gestiegenen Zinsen sorgten für Verunsicherung. Krisen sind nicht neu, aber in der Häufung wie im vergangenen Jahr kommen sie selten vor. Aber gerade vor dem Hintergrund der Vielzahl der Krisen bewahrheitet sich unser Ansatz bei der Anlageentscheidung auf die Grundlagen des Wirtschaftens zu setzen: Der Mensch und die Unternehmen streben auch in Krisen nach Fortschritt und der zunehmende Fortschritt ist eine wichtige Konstante, die letztendlich über eine Steigerung der Produktivität einen Wohlstandsgewinn ermöglicht. Gerade in 2023 wurde das eindrucksvoll durch ChatGPT bestätigt. Von diesem bahnbrechenden Erfolg profitierten auch viele unserer Technologieaktien, die innerhalb der gesamten Wertschöpfungskette eine dominierende Stellung einnehmen.

Enttäuschend war im vergangenen Jahr besonders die Entwicklung der Aktien der erneuerbaren Energien und des Wasserstoffsektors. Die Überflutung chinesischer Solarzellen führte zu einem Einbruch der Preise für Solarmodule und die hohen Zinsen verbunden mit einer schwer skalierbaren komplexen Elektrolyse setzte den Wasserstoffunternehmen zu. Obwohl die Entwicklung der Aktienkurse enttäuschend war, schreitet die Entwicklung des Aufbaus der Elektrolysekapazitäten schnell voran (s. die nachstehende Grafik für einen Vergleich der Entwicklung der verschiedenen Technologien).

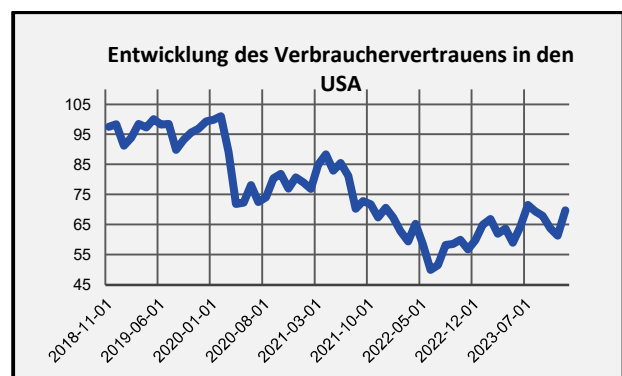


Quelle: International Energy Agency

Per Ende 2023 werden trotzdem nur etwa 3 GW installierte Kapazität erwartet. Bei erfolgreicher Umsetzung aller geplanten Projekte könnte die Kapazität bis 2030 zwischen 170 und 365 GW liegen. Europa und Australien führen mit der Hälfte der Kapazität, gefolgt von Lateinamerika. Herausforderungen bestehen in Unsicherheiten zur zukünftigen Nachfrage, regulatorischer Klärung, Zertifizierung, Infrastruktur und begrenztem Zugang zu Finanzierungsmitteln. Um das Netto-Null-Emissions-Szenario zu erreichen, müsste die Projektpipeline jedoch schneller skalieren und bis 2030 über 550 GW an Elektrolyseuren weltweit installieren.

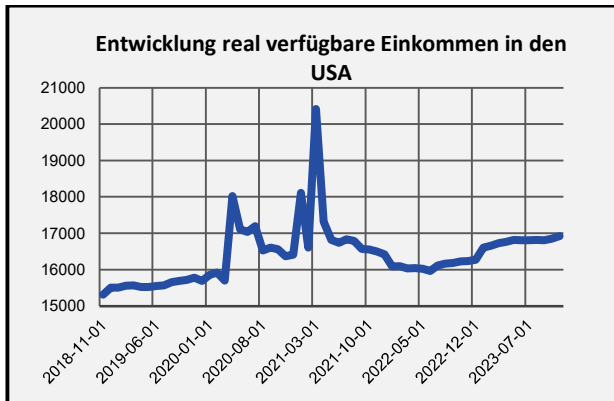
USA

Die amerikanische Wirtschaft wird vom privaten Verbrauch dominiert, der etwa zwei Drittel der Wirtschaftsleistung erklärt. Um daher den Puls der Wirtschaft zu fühlen, lohnt sich ein Blick auf einige Daten zum amerikanischen Verbraucher. Trotz aller gegenteiligen und guten Argumenten für eine Abschwächung der Kaufkraft des Verbrauchers überrascht die Stärke des Verbrauchers: Ein eindrucksvoller Beweis ist der starke Anstieg des Verbrauchervertrauens Mitte Dezember der University of Michigan.



Quelle: Federal Reserve

Einer der Gründe ist sicherlich in der Stärke des Arbeitsmarktes zu sehen, aber auch dem leichten Anstieg der real verfügbaren Einkommen (vgl. den nachstehenden Chart).

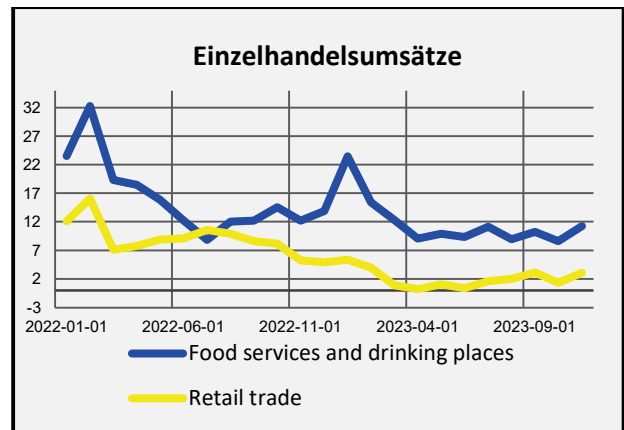


Der Arbeitsmarkt hat zu Beginn des Jahres erneut überrascht, denn es wurden deutlich mehr neue Stellen geschaffen als erwartet. Analysten hatten hier eine stärkere Beruhigung erwartet und verwiesen auf den beständigen Rückgang der Anzahl der offenen Stellen (vgl. den nachstehenden Chart). Einige Kommentatoren verweisen auch auf den Rückgang der durchschnittlichen Anzahl gearbeiteter Stunden von 0,2% im Dezember. Im Vormonat gab es jedoch einen Anstieg von 0,4%. Da beide Zahlen nur Schätzwerte sind können wir dem Rückgang noch keine entscheidende Bedeutung beimessen.

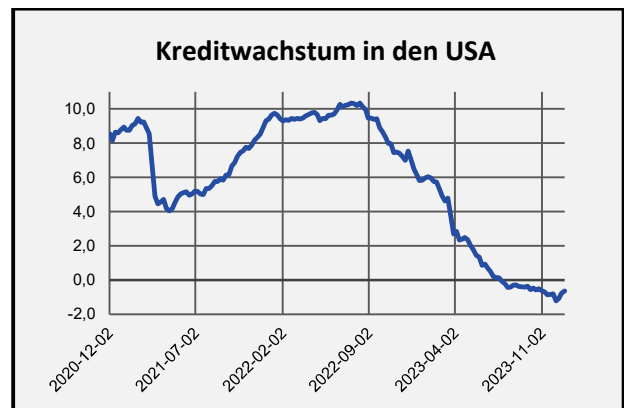


Die weitgehend ungetrübte Kauflaune des amerikanischen Verbrauchers kann man recht gut an einem kleinen Detail der Einzelhandelsumsätze erkennen: Gerade die Ausgaben für Getränke und Lebensmittel wiesen überdurchschnittlich hohe Wachstumsraten auf. Mit 13 % machen sie zwar nur einen kleinen Teil der gesamten Einzelhandelsumsätze aus, aber mit einer jährlichen Wachstumsrate von zuletzt 11 % sind sie ein gutes Indiz für das Wohlbefinden der Verbraucher. Die nachstehende Grafik dokumentiert, dass die Wachstumsraten in diesem Segment

deutlich höher sind als der Durchschnitt der Einzelhandelsumsätze.



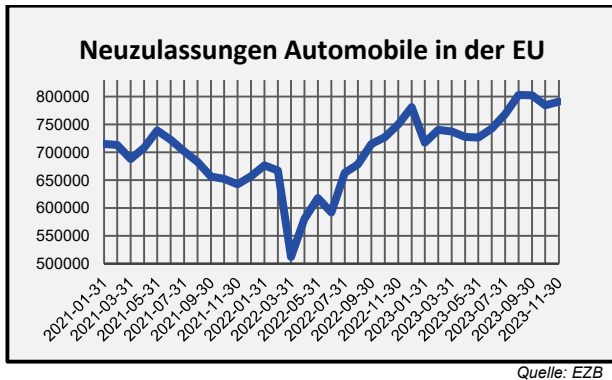
Bei der Analyse der zunächst guten Wirtschaftsdaten müssen wir beachten, dass sie vor dem Hintergrund eines starken Fiskalimpulses entstanden, der in diesem Ausmaß schwer wiederholbar ist. Der bereits jetzt hohe Schuldenstand schränkt den Spielraum für weitere Ausgabenprogramme ein. Auch das rückläufige Kreditwachstum (vgl. den nachstehenden Chart) und die abnehmende Geldmenge M2 wirken sich tendenziell negativ auf die Wachstumsdynamik aus.



Eurozone

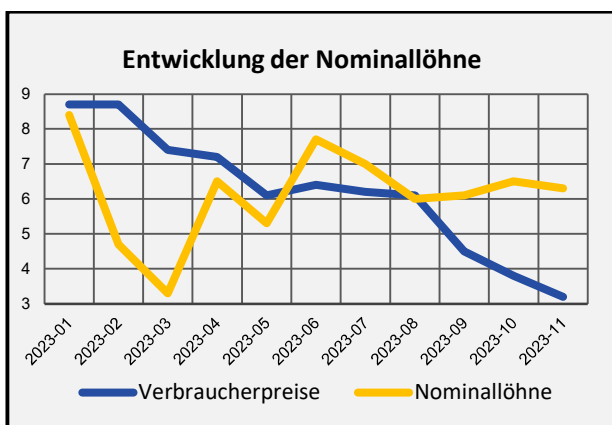
Die Wirtschaftslage in vielen Ländern der EU ist dadurch charakterisiert, dass die Inflationsrate beständig sinkt und die Nominallöhne teilweise schneller als die Inflationsrate steigen. Ein weiteres Charakteristikum ist besonders in den nördlichen Ländern der starke Einbruch des Immobiliensektors.

Neben dem Baugewerbe war die Aktivität auch im Industriesektor bei Vorleistungsgütern und langlebigen Konsumgütern weiterhin schwach oder rückläufig, da die Verbraucher reale Einkommenseinbußen erlitten. Trotz dieser Einkommenseinbußen haben die europäischen Verbraucher zumindest im wichtigen Schlüsselsektor Automobile keine Zurückhaltung gezeigt, wie die leichte Zunahme der Neuzulassungen verdeutlicht (vgl. den nachstehenden Chart).



In Deutschland war das Wachstum der realen verfügbaren Einkommen in den letzten drei Jahren negativ. Erst in diesem Jahr wird erwartet, dass die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dank kräftiger Lohnsteigerungen und nachlassender Inflation deutlich steigen werden. Die Nominallöhne stiegen bereits im November 2023 im ersten Quintil um 15,1% nach zuvor 13,2% im Oktober. Die Bundesbank erwartet in ihrem jüngsten Bericht vor dem Hintergrund des stabilen Arbeitsmarktes auch in den nächsten Jahren weiter über der Inflationsrate steigende Nominallöhne. Der private Konsum dürfte daher bereits im laufenden Quartal wieder leicht zulegen.

Die Erwartung sinkender Zinsen könnte sich jedoch als verfrüht herausstellen. Besonders in Deutschland steigen die Nominallöhne seit einigen Monaten auf breiter Ebene deutlich stärker als die Verbraucherpreise (vgl. den nachstehenden Chart).

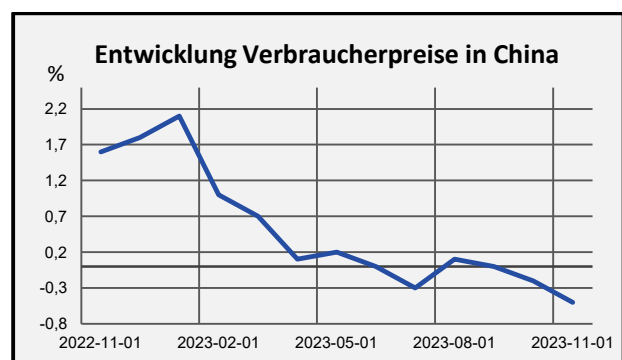


Trotz der steigenden Realeinkommen ist die Konsumneigung in Deutschland noch gedämpft. Dazu dürften Vorsichtsmotive eine Rolle spielen und der erwartete Anstieg der Preise für Energie und Strom. Die verhaltene Entwicklung der Auftragseingänge und der Rückgang der Industrieproduktion (vgl. den nachstehenden Chat) in Deutschland verdeutlicht, dass auch in 2024 das Risiko einer leichten Rezession besteht.



China

Eine der wichtigen Wirtschaftsindikatoren, die im Dezember überrascht haben, war die negative Inflationsrate. Allerdings ist die Entwicklung nicht überzubewerten, da sie zu einem Teil auf die um 31% gefallen Preise für Schweinefleisch zurückgeht. Andere Komponenten wie beispielsweise die Preise für Tourismus stiegen um ca. 6%. Es ist daher unklar, ob von dieser Entwicklung eine dämpfende Inflationsentwicklung für den Rest der Welt ausgeht. Bemerkenswert ist jedoch auch der Rückgang der Preise für Automobile um 5%.



Japan

Die japanische Wirtschaft schrumpfte im dritten Quartal 2023 um 0,7% gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit einer Vorausschätzung von 0,5% und nach einem nach unten korrigierten Wachstum von 0,9% im zweiten Quartal. Es war die erste BIP-Schrumpfung seit Q3 2022, inmitten eines erhöhten Kostendrucks und zunehmenden globalen Gegenwinds. Es gab Rückgänge sowohl beim privaten Konsum (-0,2%, verglichen mit einer Stagnation in den vorläufigen Daten und einem Rückgang von 0,6% im 2. Quartal) als auch bei den Investitionsausgaben (-0,4%). Vor dem Hintergrund dieser schwachen Wirtschaftsleistung besteht wenig Risiko, dass die Zentralbank von ihrer lockeren Geldpolitik abbrückt.

Schwellenländer

Die beiden großen Volkswirtschaften in Lateinamerika Brasilien und Mexiko zeigen weiter stabile Wirtschaftsdaten auf. In Brasilien lag die Arbeitslosenquote in den drei Monaten bis November 2023 bei 7,5 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit fast neun Jahren. Dies deckt sich mit anderen Wirtschaftsdaten, die auf eine robuste Wirtschaft hindeuten, und verschafft der Zentralbank zusätzlichen Spielraum, um das Tempo ihrer Zinssenkungskampagne zu drosseln, da die Inflation Anzeichen von Beständigkeit zeigt.

Die brasilianische Wirtschaft wuchs im dritten Quartal 2023 im Jahresvergleich um 2 %, so wenig wie seit dem ersten Quartal 2022 nicht mehr, übertraf aber die Prognosen eines Wachstums von 1,9 %. Dies folgt auf einen nach oben korrigierten Anstieg von 3,5 % im vorangegangenen Zeitraum.

In beiden Ländern entwickelt sich die Inflationsrate ebenfalls positiv. Obwohl die Gesamtinflation in Mexiko mit 4,66% über den Schätzungen lag und damit die erwarteten 4,55% übertraf, blieb die genau beobachtete Kerninflation mit 5,09% hinter den Schätzungen zurück. Unter Ausschluss volatiler Posten wie Lebensmittel, die aufgrund ungünstiger Witterungsbedingungen erheblich anstiegen, verzeichnete die Kerninflation den niedrigsten Wert seit September 2021. Dennoch behielt die mexikanische Währung ihre Stärke, da die jüngsten Wirtschaftsdaten auf eine widerstandsfähige mexikanische Wirtschaft hindeuteten: Das Vertrauen der Unternehmen ist auf dem höchsten Stand seit zehn Jahren und die Arbeitslosigkeit bleibt auf dem niedrigsten Stand seit über zwanzig Jahren.

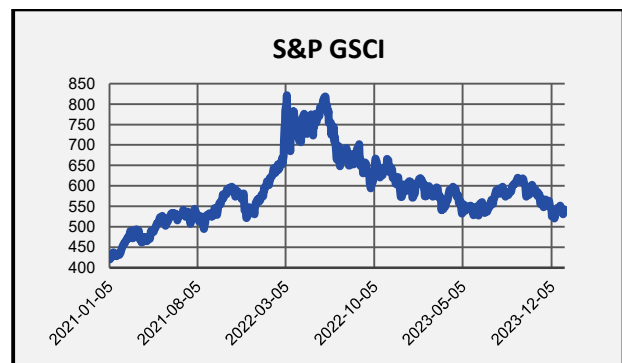
In Indien war die Entwicklung der Inflationsrate wetterbedingt weniger günstig als in Lateinamerika: Die Inflation stieg im November 2023 auf 5,55%, der erste Anstieg seit vier Monaten, gegenüber 4,87% im Oktober. Die Lebensmittelinflation stieg von

6,61% im Oktober auf 8,7%, den höchsten Wert seit drei Monaten. Die Niederschlagsmenge des Monsun in Indien erreicht 2023 aufgrund von El Niño ein Fünfjahrestief, was die landwirtschaftliche Produktion beeinträchtigt hat. Obwohl das Leistungsdefizit mit 5,92% hoch ist, verzeichnet Indien einen stetigen Rückgang des Defizits seit den letzten drei Jahren, als es während der Pandemie 9,17% erreichte.

Indonesien zeichnet sich nach wie vor durch gute Wirtschaftsdaten aus: Das BIP-Wachstum wird für dieses Jahr mit 5,1% erwartet und die Leistungsbilanz verzeichnet sogar mit 1% einen kleinen Überschuss.

Fazit

Die Märkte haben möglicherweise auf die Erwartung mehrerer Zinssenkungen in 2024 und die entsprechende Ankündigung des amerikanischen Notenbankpräsidenten überreagiert. Die amerikanische Wirtschaft ist nach wie vor von einer überraschenden Stärke gekennzeichnet und vor diesem Hintergrund besteht das Risiko, dass die Inflation bei schnellen und starken Zinssenkungen wiederauflebt. Die deflationären Tendenzen in China scheinen sich eher auf die heimische Wirtschaft zu begrenzen und sorgen nicht weltweit für Entspannung. Wenn wir davon ausgehen, dass die wirtschaftliche Dynamik weltweit in 2024 schwächer sein wird, so sollten auch die Rohstoffpreise weiter unter Kontrolle bleiben (vgl. den nachstehenden Chart für die Entwicklung der letzten drei Jahre). Temporäre Ausschläge im Zuge einer möglichen Verschärfung des Nahost-Konfliktes sind möglich, sie sollten aber zeitlich begrenzt bleiben.



Ein Umfeld sinkender Zinsen – auch wenn es nicht in dem schnellen Ausmaß wie von den Märkten erwartet eintritt – ist besonders für Technologieaktien vorteilhaft.

Die in diesen Tagen stattfindende bedeutende Elektronikmesse CES in Las Vegas unterstreicht die

wachsende Bedeutung und Durchdringung von Technologie in allen Lebensbereichen. Oder um es mit den Worten des CEO von Siemens bei seiner Eröffnungsrede auf der CES zu sagen: *Technology is the most powerful tool humanity has!* In diesem Sinne behalten wir eine Übergewichtung von Technologieaktien bei.

Im Januar 2024

Willi Ufer

Jürgen Brückner