



Quartalsbericht

der FV Frankfurter Vermögen AG

Ausgabe: Q4 2021

Autor: Jürgen Brückner

Vorbemerkung

Alle Jahre wieder, so beginnt nicht nur ein berühmtes Weihnachtslied, sondern alle Jahre wieder bemühen sich ganze Heerscharen von verschiedenen Berufsgruppen für unterschiedliche Bereiche der Lebenswirklichkeit Prognosen für das kommende Jahr zu machen. Insbesondere bei den Finanzmärkten ist die Treffsicherheit dieser Prognosen jedoch im Regelfall beeindruckend niedrig, so dass wir auch in diesem Jahr nicht den Anspruch erheben, Vorhersagen über ein so komplexes System wie Finanzdaten machen zu können. Trotzdem müssen wir Überlegungen anstellen, wie sich die relevanten Parameter der Aktienmärkte voraussichtlich entwickeln, denn daran richtet sich unsere Anlagestrategie aus. Ein wichtiger Parameter, den in 2022 die Finanzmärkte erneut im Blick haben werden, ist die Inflation. Zu Jahresbeginn konnte jeder Bürger, der einen Besuch beim Bäcker oder der Tankstelle machte, erleben, dass der Preisanstieg bei diesen Produkten durchaus von handfester Qualität ist. Es scheint daher nur eine Frage der Zeit, bis der Anstieg der Verbraucherpreise auch Niederschlag in den Lohnforderungen findet. Es könnte dann zu der befürchteten Lohn-Preis-Spirale kommen, die die jüngere Generation nur aus Lehrbüchern kennt. Die Zentralbanken können zwar den Anstieg der Rohstoffpreise mit der Geldpolitik nicht bekämpfen, aber sie können mit einer restriktiveren Geldpolitik dafür sorgen, dass sich Inflationserwartungen nicht in Wirtschaft und Gesellschaft verfestigen. Auch wenn sich aufgrund des Basiseffektes und einer möglichen Entspannung der Lieferketten (keineswegs eine gesicherte Annahme) die Inflationsdynamik abnehmen könnte, so überwiegt die Sorge, dass der bereits in Gang gesetzte Anstieg auf der Ebene der Erzeugerpreise sich auf die Verbraucherpreise fortsetzt. In den USA gesellt sich zu der „cost-push Inflation“ noch die „demand-pull Inflation“, da die hohen Ausgabenprogramme die Ressourcen in hohem Maße beanspruchen. In Europa besteht diese Gefahr weniger, aber in Europa und speziell in Deutschland wirkt der Klimawandel als zusätzlicher Preistreiber. Die Ursache liegt einerseits in der durch die CO₂-Regulierung steigenden Energiepreise, andererseits in dem als „greenflation“ bekannten Phänomen. Hier geht es darum, dass aufgrund der Klimapolitik die Investitionen in fossile Brennstoffe abgenommen haben und aufgrund der Unterinvestition die Preise für diese Rohstoffe ansteigen. Gleichzeitig nimmt die Nachfrage nach „grünen“ Metallen wie Kupfer und Aluminium (und auch Silber) zu, da diese Metalle in vielen „grünen“ Produkten enthalten sind.

Letztendlich vermindert ein Anstieg der Verbraucherpreise auch die Kaufkraft der Bürger und könnte damit das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen. Da jedoch aufgrund der Pandemie die Sparquote in vie-

len Ländern stark angestiegen ist, ist eher zu vermuten, dass die Bürger ihre hohen Ersparnisse bei steigenden Inflationserwartungen für Käufe vorziehen und damit der Inflation zusätzlich Auftrieb geben. Als Ergebnis einer wahrscheinlich weiter hohen Inflationsdynamik werden die Notenbanken auf einen restriktiveren Kurs einschwenken mit der Folge zumindest moderat steigender Zinsen.

Was aber bedeuten steigende Zinsen für die Aktienmärkte? Sofern die Zinsen nur moderat steigen und das Wirtschaftswachstum dadurch nicht beeinträchtigt wird, sollte sich die Belastung für die Aktienmärkte in Grenzen halten. Die Bewertung des Aktienmarktes wird zwar relativ durch steigende Zinsen verschlechtert, aber aufgrund der fehlenden Alternativen strömt zunehmend mehr Geld in die Aktienmärkte. Die Bevölkerung scheint zu verstehen, dass ihre Ersparnisse nur real gesichert werden können, wenn sie sich an Anlagen beteiligen, die eine hohe Wertschöpfung erzeugen. Hierzu gehören Aktien, da sie das Eigentum an Unternehmen verbriefen, also denjenigen Wirtschaftssubjekten, die durch ihre Innovationskraft den Wohlstand einer Volkswirtschaft sichern. Anlagen in Kryptowährungen, Rohstoffen, Edelmetalle, etc. mögen von Zeit zu Zeit höhere Erträge als Aktien abwerfen, aber diese Erträge sind nicht nachhaltig, da sie keine Erträge erwirtschaften und ihr Preis nur davon abhängt, dass ein anderer Käufer einen höheren Preis bereit ist zu zahlen. Es fehlt ein Maßstab für den fairen Wert. Während die Entscheidung für die Anlageform „Aktien“ daher leicht fallen sollte, stellt die konkrete Entscheidung in welche Einzelaktie, welches Land und welchen Sektor investiert wird den Anleger vor große Herausforderungen. Als Leitgedanke für die Anlageentscheidung orientieren sich viele private und professionelle Anleger an den Megatrends ..., autonomes Fahren, Big Data, KI, Elektromobilität, alternde Bevölkerung, etc.. Der dahinterstehende Grundgedanke ist zwar nachvollziehbar, aber wer konsequent über Fonds oder ETFs diese Themen abbilden möchte, sollte bedenken, dass viele Fonds mit unterschiedlichen Themen oftmals in dieselben Aktien investieren. Die Aktie von Alphabet findet sich z.B. in Fonds mit Bezug zu fast allen Themen, da das Unternehmen in sehr vielen Bereichen tätig ist. Unser Ansatz verfolgt daher den Weg der Identifikation von Zukunftsthemen, die oftmals noch Pioniercharakter haben. Beispiele sind nicht-volatile Speichertechnologien und das neuromorphe Computing. Letztendlich geht es darum, in Unternehmen zu investieren, die über Schlüsseltechnologien und Schlüsselkompetenzen verfügen, die allen Themen gemeinsam sind und in vielen Produkten Anwendung finden. Diese Firmen zeichnen sich durch eine hohe Markteintrittsbarriere aus und verfügen daher über eine hohe Umsatzrendite und hohe Wachstumsraten.

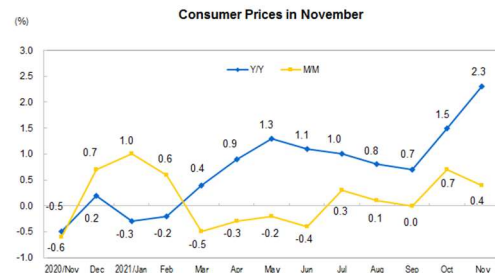
Während die Themen Zins und Inflation für die Finanzmärkte in 2022 und später zwar eine wichtige Rolle spielen, so wird das langfristige Wirtschaftsgeschehen jedoch von anderen Trends überlagert. Volkswirte benutzen zur Bestimmung des Wachstumspotentials einer Volkswirtschaft die berühmte Cobb-Douglas-Formel. In dieser Formel wird das Wachstum einfach durch die drei Produktionsfaktoren Arbeit, Kapital und technologischer Fortschritt erklärt. In diesem Zusammenhang ist ein Megatrend auch die Schrumpfung der Geburtenrate. 51 Länder verzeichnen inzwischen einen Rückgang der arbeitenden Bevölkerung. 2000 waren es nur 17 Länder. Dieser Produktionsfaktor übt daher eine dämpfende Wirkung auf das Produktionspotential aus. Der Schlüssel für das Wirtschaftswachstum liegt daher immer stärker auf dem technologischen Fortschritt. Gerade auf diesem Gebiet sehen wir eine starke Beschleunigung. Sie wird einerseits durch die Grundlagenforschung und neue Entdeckungen angetrieben, andererseits wird die Forschung selbst auch durch die neuen Anwendungen angetrieben. Die technologische Entwicklung vollzieht sich nicht linear, sondern erfolgt oft in Sprüngen. Die Entwicklung von KI vollzog sich über mehrere Jahrzehnte bei mäßigem Wachstum, der Durchbruch entstand aber erst 2012 als an der Universität Toronto ein Team von Wissenschaftlern mit Hilfe der Chips von NVIDIA bei einem Wettbewerb von Bilderkennungsverfahren deutlich bessere Ergebnisse erzielte als die bisherigen Methoden.

Nach diesen allgemeinen Bemerkungen möchten wir anschließend einen Blick auf einige aktuelle Wirtschaftsdaten richten, um den aktuellen Stand der Wirtschaftslage in den beiden führenden Volkswirtschaften der Welt zu dokumentieren. Europa leidet unter einer Vielzahl von Problemen, angefangen vom Kampf gegen den Klimawandel, der steigenden Migration bis hin zu einer überbordenden Bürokratie, die die Wachstumskräfte hemmt. Nicht nur, aber besonders in Deutschland, hemmt der Datenschutz die Entwicklung von KI und der digitalen Transformation.

China

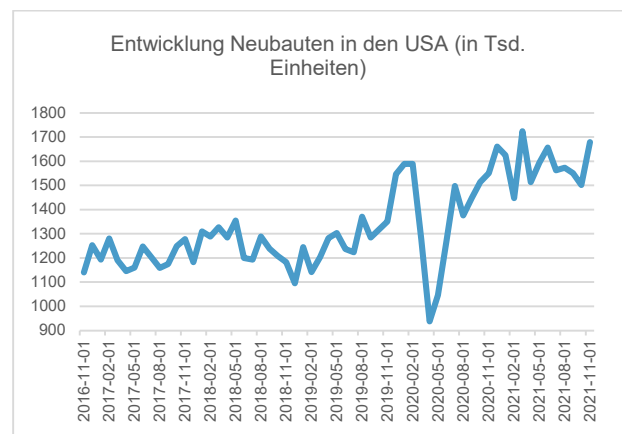
Eines der relevanten Wirtschaftsthemen für 2022 und später wird die zunehmend nach innen gerichtete chinesische Wirtschaft sein. Die mit der Nullcorona-Politik verbunden häufigen Schließungen von Häfen und anderen Transporteinrichtungen dämpfen den Handel und China muss sich daher zur Aufrechterhaltung stärker auf seine Stärken im Inland konzentrieren. Hierzu zählt vor allem der IT-Sektor, der seit Jahren mit zweistelligen Wachstumsraten wächst und inzwischen rund 4% der Wirtschaft ausmacht. Trotzdem lässt sich vor dem Hintergrund der Strukturprobleme im Immobilienmarkt und der alternden Bevölkerung eine Verringerung

der wirtschaftlichen Dynamik nicht vermeiden lassen. China wird daher in Zukunft für die Weltwirtschaft eine geringere Rolle spielen. Auch die früher dämpfenden Effekte auf die weltweite Inflationsrate werden wegfallen, da in China die Verbraucher- und Erzeugerpreise ebenfalls ansteigen.

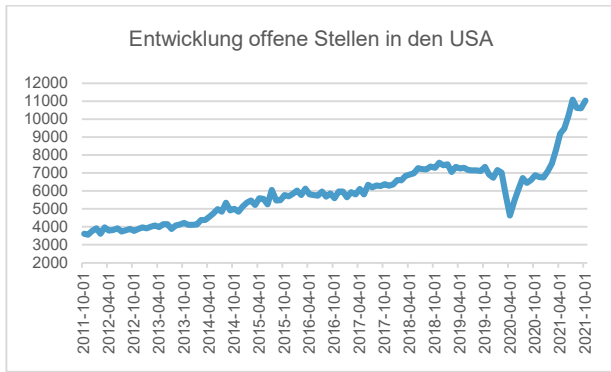


USA

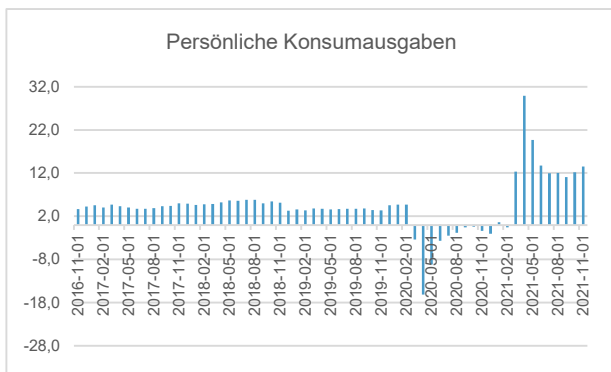
Um sich abseits von den Themen Corona, Inflation und Geopolitik ein Bild über den Stand der Wirtschaft zu machen ist vor allem ein Blick auf die USA als stärkste Volkswirtschaft der Welt zu richten. In den USA hat die Wirtschaft durch die Ausgabenprogramme eine starke Dynamik entfaltet. Auch wenn in diesem Jahr die Wirkung der Programme langsam abnimmt, so zeigt die Entwicklung des Schlüssel-sektors Wohnungsbau einen gesunden Verlauf.



Eine Stärke der US-Wirtschaft erkennt man auch an der hohen Anzahl offener Stellen (s. nachstehenden Chart).



Die privaten Verbraucherausgaben profitierten zuletzt vor allem von einem Anstieg der Löhne und staatlichen Transferzahlungen.



Der private Verbrauch in den USA sollte auch in Zukunft durch den Anstieg der Beschäftigung, steigende Löhne eine hohe Dynamik aufweisen. Die steigende Inflation dämpft zwar die Kaufkraft der Verbraucher, wir erwarten jedoch hieraus keinen nachhaltigen Einfluss auf das Ausgabenverhalten. Im Gegenteil, die hohe aufgestaute Ersparnis in Verbindung mit dem stabilen Arbeitsmarkt sollte nach einem Abebben der Coronakrise wieder in den Konsum fließen und so eine Stütze für den privaten Verbrauch bieten.

Schwellenländer

Die Entwicklung der Währungen der Schwellenländer war im vergangenen Quartal unterschiedlich. Zur Schwäche gegenüber dem US-Dollar neigten besonders der brasilianische Real und der Rubel, wo hingegen die asiatischen Währungen stabil waren. Der im Vorquartal unter Druck gekommene mexikanische Peso konnte sogar gegenüber dem US-Dollar leicht zulegen. Da der US-Dollar im Quartal sich um ca. 2,5% gegenüber dem Euro aufwertete, wiesen die meisten Währungen in Euro gerechnet eine stabile bis positive Tendenz auf.

Generell leiden besonders die Währungen derjenigen Schwellenländer unter einer steigenden Inflationsrate, die ein hohes Haushaltsdefizit und/oder einen hohen Schuldenstand aufweisen.

In diesem Zusammenhang weist **Brasilien** gegenüber anderen Schwellenländern ungünstigere Daten auf (vgl. die nachstehende Tabelle). Der Real würde daher von einer Verschärfung der amerikanischen Zinspolitik stärker in Mitleidenschaft gezogen.

FIGURE 5

Brazil's inflation and debt levels don't compare well with some emerging market peers

	Brazil	India	Indonesia	Mexico	South Africa
Real GDP growth as percentage (2021 forecasts)	5.2	9.5	3.2	6.2	5.0
Current account balance as a percentage of GDP (2021 forecasts)	-0.5	-1.0	-0.3	0.0	2.9
General government gross debt as a percentage of GDP (2021 forecasts)	90.6	90.6	41.4	59.8	68.8
10-year government bond yield as percentage (Nov. 2021)	11.0	6.3	6.3	7.5	8.9
Inflation in year-over-year as a percentage (Oct. 2021)	10.7	4.5	1.7	6.2	5.1
Percentage of change in currency (Dec. 2020-Nov. 2021)	-8.1	-2.4	-1.9	-4.4	-9.8
Foreign reserves in US\$ billion (Oct. 2021)	368	642	145	212	58

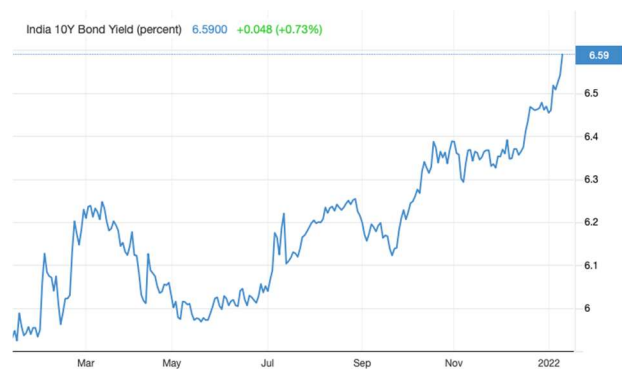
Notes:

1. The forecasts for real GDP growth, current account, and general government gross debt are from the International Monetary Fund (IMF). We have used the IMF series to ensure comparability across countries.
2. For bond yields, the data for South Africa is for October 2021; for the remaining countries, the data is for November 2021.
3. For inflation, the data for Indonesia is for November 2021; for the remaining countries, the data is for October 2021.
4. For currency, the data for India is for October 2021; for the remaining countries, the data is for November 2021.
5. The foreign exchange data for Brazil is for November 2021, while for the remaining countries, the figures are for October 2021. The data for Mexico represents net international assets.

Sources: International Monetary Fund; Haver Analytics; Deloitte analysis.

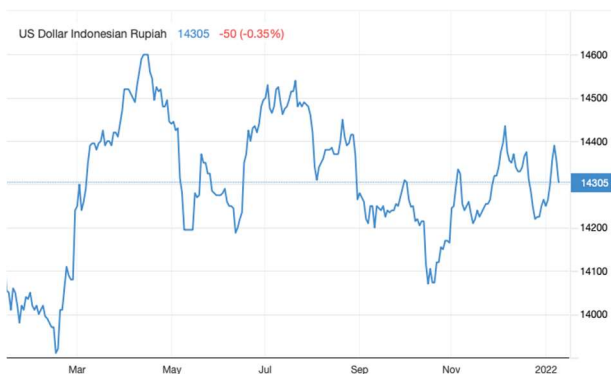
Deloitte Insights | deloitte.com/insights

Trotz einer nur moderat steigenden Inflationsrate sind die 10-Jahreszinsen in **Indien** für Staatsanleihen gerade im vierten Quartal stark gestiegen (s. nachstehenden Chart). Ähnlich wie in Europa und den USA besteht jedoch auch in Indien die Befürchtung, dass die Preise weiter steigen werden, da eine erhöhte Nachfrage auf das durch die gestörten Lieferketten nicht schnell genug wachsende Angebot stößt.



In **Indonesien** hat die Inflationsrate im Gegensatz zu anderen Ländern nur marginal zugelegt und ist mit 1,9% auf einem vergleichsweise geringen Niveau. Trotz des geringen Preisdrucks haben die Zinsen einen leichten Anstieg verzeichnet (s. nachstehenden Chart) und liegen deutlich über der Inflationsrate. Das Haushaltsdefizit hat zwar mit 4,7% in

2021 einen historischen Höchststand erreicht, der Wert fiel jedoch aufgrund höherer Einnahmen besser als erwartet aus (5,7%) und auch dieses Jahr wird eine weitere Verbesserung erwartet. Vor diesem Hintergrund hat sich auch die Währung stabil bis positiv entwickelt.



Mexiko leidet ebenso wie andere Schwellenländer und die entwickelten Länder unter einem starken Anstieg der Inflationsrate, die zuletzt mit 7,36 % den höchsten Stand seit 2001 erreichte. Vor diesem Hintergrund hat die Zentralbank die Zinsen erneut angehoben um die Inflation zu bekämpfen. Die Renditen für 10-Jahresanleihen erreichten mit 7,8% ebenfalls einen Höchststand. Die Währung konnte allerdings zuletzt davon profitieren, dass die Zentralbank einen entschiedenen Kurs zur Inflationsbekämpfung verfolgt

Die **russische** Währung wurde vor allem durch den Konflikt mit der Ukraine in Mitleidenschaft gezogen. Die mit 7,8% stark gestiegene Inflationsrate hat die Zentralbank mehrmals veranlasst die Zinsen anzuheben. Aufgrund der sogenannten „carry trades“ (d.h. das Ausnutzen von Zinsvorteilen gegenüber dem Euro und US-Dollar) konnte sich die Währung nach einer ausgeprägten Schwächephase daher zuletzt jedoch wieder deutlich erholen.

Zu den Ländern mit einer sehr stabilen Währung zählt **China**, wo die Währungsentwicklung teilweise durch die Zentralbank kontrolliert wird.

Fazit

Wenn man die Entwicklung bei der Pandemie, der Inflation, dem Klimawandel, Lieferengpässe und der geopolitischen Lage in der Ukraine und Taiwan und anderen Ländern betrachtet, liegt die Versuchung nahe aufgrund der vielfältigen Unsicherheiten einen sehr vorsichtigen Investmentansatz zu verfolgen. Allerdings ist Unsicherheit ein Wesenselement der Finanzmärkte und keineswegs ein ungewöhnliches Phänomen. Es gab jedoch auch schon Zeiten, wo es einen klareren Trend gab bzw. geringere Volatilität als heute. Entscheidend ist jedoch, ob der Investor für die Hinnahme der Unsicherheit bzw. des Risikos ausreichend entlohnt wird. Geht man davon aus, dass die Zinsen weiterhin auf einem sehr niedrigem Niveau verharren werden – wenn auch auf einem höheren Niveau als heute – so gilt für den Gesamtmarkt, dass er nicht zu hoch bewertet ist. Zu hoch bewertet sind vor allem einige Technologiewerte, da hier der Aktienkurs sich oftmals nicht mehr an den traditionellen Bewertungsmaßstäben orientiert, sondern Preise festgesetzt werden in Abhängigkeit der Beliebtheit des Produktes. Das gilt besonders für Unternehmen, die in absehbarer Zeit keine positiven Erträge erwirtschaften können und deren Bewertung daher oftmals kaum nachvollziehbar ist. Viele andere Technologieunternehmen mit einem Alleinstellungsmerkmal und hoher Markteintrittsbarriere, die über ein hohes Ertragswachstum verfügen sind zwar hoch bewertet, aber die Bewertung ist nicht unbedingt überzogen. Bei steigenden Zinsen können auch sie zeitweilig in Mitleidenschaft gezogen werden.

Insgesamt gilt aber für die Marktentwicklung, dass gerade in diesem Jahr viele neue Anwendungen vor der Markteinführung stehen. Es würde zu weit führen, hier alle neuen Produkte zu nennen. Beispielhaft seien auf der Anwenderseite das Flugtaxi, das autonome Fahren (zunächst Level 3) und die stärkere Durchdringung der Elektromobilität erwähnt. Auch der Klimawandel wird bewältigt werden, wenn auch nicht in 2022, so ist doch absehbar, dass neue Technologien bzw. die Steigerung der Effizienz bekannter Technologien hier Lösungsansätze bieten. Die von Repsol in einer Pilotanlage angewandte Elektrochemokatalyse, bei der Wasser direkt durch Sonnenlicht in Wasserstoff aufgespalten wird zeigt vollkommen neue technologische Möglichkeiten auf.

Ebenfalls auf der technologischen Ebene wird sich das neuromorphe Computing erste Einsatzgebiete erobern und die Verbindungshalbleiter Galliumnitrid

(GaN) und Siliziumcarbid (SiC) werden auch für neue Anwendungen (z.B. kabelloses Laden) und eine Energieeinsparung (z.B. bei Datenzentren) sorgen. Der Quantencomputer wird seinen Siegeszug fortsetzen, auch wenn kommerzielle Anwendungen in diesem Jahr noch nicht zu erwarten sind. In der Medizintechnik werden neue Produkte eingesetzt werden (Wearables) und die Grenze zwischen Medizin- und „Hobbyprodukten“ wird verschwimmen. In der Medikamentenentwicklung wird zunehmend der Computer zur Simulation eingesetzt werden, so dass nicht nur die Kosten sinken, sondern auch die Entwicklung schneller vonstatten geht. Gerade vor dem Hintergrund dieser Pandemie und möglicher neuer Gefahren von Viren ist diese Entwicklung von essentieller Bedeutung. Über allem steht die Nutzung, Speicherung und Weiterverarbeitung von Daten, so dass auch in diesem Jahr denjenigen Unternehmen Bedeutung zukommt, die auf dem Gebiet der Daten eine führende Rolle spielen.

Wir sehen aufgrund dieser Tendenzen weiter wachsende Unternehmensgewinne und gehen mit Optimismus in das neue Jahr.