



## FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 3/2023 vom 11.07.2023

### **Es bleibt dabei: Aktieninvestments sollten weiter an erster Stelle stehen**

#### **Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG**

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1990
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap

- Trotz schwieriger Rahmenbedingungen: Aktien verzeichneten Kursgewinne
- Rezession läuft schon seit Quartalen, häppchenweise
- Die vorsichtige Stimmung reduziert die Risiken
- Stabile Aktienmärkte sprechen angesichts des Umfelds für tiefe Bewertungen
- Unterschiedliche Aspekte belegen die Attraktivität der Aktien

1

Das erste Halbjahr 2023 brachte auf Indexebene mehr oder weniger deutliche Kursgewinne, die breit gestreut über fast alle Branchen zu verzeichnen waren. Allerdings war die Streuung in der Performance erheblich. Am ehesten könnte man zum Ergebnis kommen, dass die großkapitalisierten Titel vorne lagen. Allerdings ist diese Aussage zwar einerseits richtig, andererseits wenig erhellend. Aus unserer Sicht kann man am ehesten einen Zusammenhang zwischen dem Überbieten und dem Verfehlen von Erwartungen sehen, wie üblich, allerdings in einem Ausmaß, das deutlich über die Abweichungen von den Erwartungen hinausgeht. Hilfreich und in positiver Hinsicht performanceverstärkend waren niedrige Bewertungen, von denen es nach wie vor auf dem Kurszettel nur so wimmelt.

#### **Trotz schwieriger Rahmenbedingungen: Aktien verzeichneten Kursgewinne**

Angesichts der Konjunkturschwäche, die über das erste Halbjahr hinausgehen wird, ist es auf den ersten Blick erstaunlich, dass die stabilen Aktien nicht besser abgeschnitten haben als der breite Markt. Dazu dürften zwei Faktoren im Wesentlichen beigetragen haben: Einerseits die hohen Bewertungen in dieser Gruppe von Aktien, andererseits die weiterhin – trotz der Konjunkturschwäche – auf gestiegenem Niveau stagnierenden Zinsen. Diese sind im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren weiter hoch, und in diesem Zeitraum wurden bekanntermaßen die Bewertungen stabiler und qualitativ überdurchschnittlicher Unternehmen durch die Zinsen auf unbekannte Höhen getrieben. Historisch gesehen und vor allem angesichts der Inflationsraten befinden sich die langfristigen Zinsen aber auf einem ziemlich normalen Niveau.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Das gilt mit dem Blick auch nach vorne nicht für die aktuellen Inflationsraten. Diese sind weiterhin deutlich zu hoch um akzeptabel zu sein, und dies bedingt dann auch vergleichsweise hohe kurzfristige Zinsen sowie eine massive inverse Zinsstruktur, dem verlässlichen Vorboten einer Rezession.

Wie soll man mit der Lage umgehen? Alles in Deckung in Erwartung der Rezession, die kurzfristig hohen Zinsen nutzen, stabile Aktien kaufen? Das sehen wir alles weiterhin nicht so.

Die Ursache der Inflation liegt diesmal in der Verknappung der Angebote durch den Ukrainekrieg sowie durch die Pandemie, aber auch in staatlichen Transfers, die oft weit über das erforderliche Maß hinausgingen (hinterher weiß man es halt immer besser). Garniert wurde dies mit einer extrem expansiven Geldpolitik. Gleichzeitig haben Unternehmen wie Private Vorräte zur Sicherheit aufgebaut, die deutlich über den jeweiligen Bedarf hinausgingen. All dies wird zur Zeit wieder auf ein normales Maß zurückgeführt: Transfers werden beendet, das Geld ist immer noch nachfragewirksam, aber in einem abnehmenden Umfang, die Angebotsseite hat sich neu sortiert, so dass die Preise wieder deutlich reduziert wurden, und die Notenbank ist restriktiv geworden.

### **Rezession läuft schon seit Quartalen, häppchenweise**

In unseren Augen ist es so, dass wir eine rollierende Rezession erleben: Einige Branchen sehen, dass ihre Kunden nicht nur die zuvor zu hohen Vorräte reduzieren, sondern sich gleichzeitig auf eine Abschwächung der Endnachfrage einstellen. An erster Stelle betrifft dies Grundstoffindustrien wie die Chemie, die sich seit fast einem Jahr in einer Rezession befindet. Alles, was auch während der Pandemie machbar war,

wie z. B. die Renovierung von Wohnungen, normalisiert sich nun. Dagegen erleben Branchen, die während Corona nicht gefragt oder nicht lieferfähig waren, eine sehr solide Nachfrage, wie die nach vielen Dienstleistungen, aber auch (noch) die Autoindustrie. In diesen Branchen dürfte der Nachholeffekt in den nächsten Monaten auslaufen, während sich die Unternehmen, die diese Normalisierung sowie die Antizipation einer Rezession bereits hinter sich haben, wieder stabilisieren sollten.

Gleichzeitig sollten die Inflationsraten deutlich sinken, solange die Notenbanken restriktiv bleiben, was sie aus unserer Sicht sind. Die Auslöser der Inflation haben schon wieder deutlich fallende Preise verzeichnen dürfen. Die hohen Inflationsraten, die heute sichtbar sind, stammen aus den Nachholeffekten, z. B. bei Löhnen, oder eben aus Preiserhöhungen, die auf die Explosion der Grundstoffpreise zurückzuführen sind, aber diesen nicht zugerechnet werden. Beispielhaft sind hier die Gemüsepreise zu nennen, nachdem sich der Anbau von Gemüse in Gewächshäusern angesichts der extrem hohen Gaspreise oft nicht mehr gelohnt hat. Das dürfte sich nun wieder ändern, und das gilt für vieles, was der Kerninflationsrate zugerechnet wird, ebenfalls.

Alles in allem ein sehr solider nominaler Gegenwind, aber gestreckt über einen längeren Zeitraum, bei einer gleichzeitig weiter sehr niedrigen Arbeitslosigkeit. Diese ist zwar ein Nachläufer. Allerdings wurde aufgrund der Knappheit von Arbeit vieles nicht umgesetzt, was nun vielleicht nachholbar ist. Vielleicht sind sogar Handwerker wieder einmal erreichbar.

### **Die vorsichtige Stimmung reduziert die Risiken**

Für den Aktienmarkt bedeutet dies aus unserer Sicht folgendes: Zum einen ist die Rezession seit Quartalen in aller Munde. Mithin wird sie nicht aus

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



heiterem Himmel zuschlagen. Da Unternehmen, aber auch die meisten Investoren in diese Richtung gedacht haben, dürften die unangenehmsten Effekte wie Überproduktion, die mit großen Rabatten verkauft werden muss, Überkapazitäten, die langsam abgebaut werden müssen und über Restrukturierungsmaßnahmen viel Geld kosten, aber auch der Stress auf der Finanzierungsseite eher handhabbar sein als dies in der Vergangenheit üblich war. Einschränkend ist hinzuzufügen, dass die Lage in China sehr undurchsichtig erscheint und hier möglicherweise das größte Problem liegen könnte. Vielleicht aber auch nicht.

Insofern dürfte die Rezession weitgehend eingepreist sein, auch wenn man kurzfristige Volatilität nie ausschließen kann. Die Investoren sind vorsichtig positioniert. Der Bondmarkt ist weiterhin so bewertet, dass Geld verdienen, real gerechnet, praktisch ausgeschlossen ist, wie auch schon in den letzten zehn Jahren. Am Aktienmarkt hingegen bekommt man die Inflation in Form des nominalen Wachstums praktischerweise kompensiert, da letzteres dank der gestiegenen Inflation eben höher ausfällt als in Zeiten einer niedrigen Inflation. Dieser Zusammenhang wird übrigens praktisch nie berücksichtigt, wenn man die Gewinnrenditen von Aktien und die Zinsen von Anleihen miteinander vergleicht: Schlauer wäre es, die realen Zinsen von Anleihen als Maßstab zu nehmen. Was die Gewinnschätzungen der Aktien angeht, dürften diese den schlimmsten Fall sicher noch nicht berücksichtigt haben. Ganz sicher aber ist auch eine halbwegs normale Gewinnsituation vieler Unternehmen nicht eingepreist.

Kurstreibend sind generell gesprochen immer Aspekte, die noch nicht berücksichtigt wurden, da sie nicht bekannt waren. „Schwarze Schwäne“ sind das beste Beispiel dafür. Am Aktienmarkt gehen die negativen Überraschungspotentiale

langsam zur Neige, sofern man keine blühende Phantasie hat. Durch die Pandemie, den Krieg in Europa, die diplomatischen Spannungen mit China und vielen anderen Staaten und zu guter Letzt die Klimakrise sind auf der negativen Seite viele Dinge zu verzeichnen, die der Markt mittlerweile berücksichtigt haben sollte, insbesondere, da sie nicht mehr „new news“ sind. Demzufolge liegt die Bewertung vieler Unternehmen auf einem niedrigen Niveau, das außerhalb von Krisensituationen (die dann aber eben auch überraschend auftraten) selten erreicht wurde. Dies gilt nicht für alle Unternehmen, und Maßstab ist nicht immer der Gewinn, sondern gelegentlich auch die Substanz eines Unternehmens. In Summe sehen wir somit aber, auch und insbesondere angesichts der schleichenden Rezession, den deutschen Aktienmarkt als ziemlich aussichtsreich an, insbesondere im Vergleich zu anderen Anlageklassen.

### **Stabile Aktienmärkte sprechen angesichts des Umfelds für tiefe Bewertungen**

Man sollte sich zudem vor Augen halten, dass auch abseits der großen politischen Bühne die Rahmenbedingungen in den letzten 18 Monaten alles andere als einfach waren. Dass die Konjunktur sich abschwächt und die Wirtschaft sich mehr oder weniger in einer Rezession befindet ist der eine Aspekt. Gleichzeitig fand an den Bondmärkten ein Debakel statt, das fast zu einer Bankenkrise in den USA geführt hätte und die Gewinne einschließlich der Zinsen aus den letzten zehn Jahren vernichtete. An den Immobilienmärkten und auch den vormals noch als sicherer Hafen angesehenen Private Equity- und Venture Capital-Märkten häufen sich die Einschlüge, Finanzierungen stehen immer öfter auf der Kippe. Dies hätte in normalen Zeiten den Marktbeobachter erwarten lassen, dass sich der Aktienmarkt zumindest nicht zwangsläufig in der



Nähe des Rekordhochs befindet. Das tut er auch nicht, wenn man die Entwicklung allein auf die Kurse ohne Dividendenzahlungen bezieht, zumindest in Deutschland. Was man aber über den Markt sagen kann: Er ist, gemessen an historischen Erfahrungen, sehr stabil, die Volatilität liegt auf einem sehr niedrigen Niveau. Was für die Belastbarkeit des Kursniveaus spricht, die wiederum auf einer niedrigen Bewertung beruht.

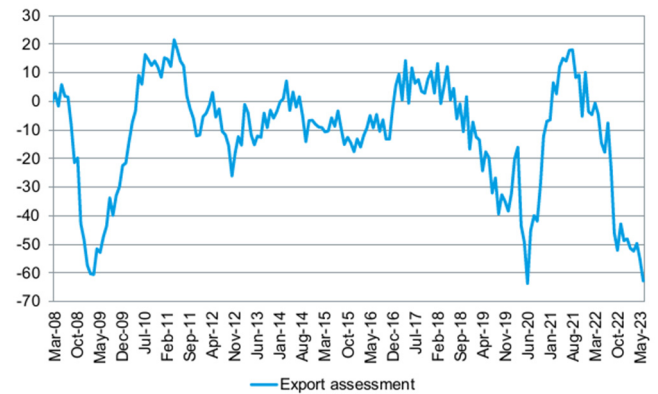
### Unterschiedliche Aspekte belegen die Attraktivität der Aktien

Ebenfalls ein Hinweis auf die Attraktivität der Kurse ist die Tatsache, dass die Aktienrückkäufe durch Unternehmen sprunghaft zugenommen haben. Vor nicht allzu langer Zeit wurden Aktienrückkäufe in Deutschland (fälschlicherweise) als Ausweis des unternehmerischen Versagens gewertet. Heute führen unter den DAX-Unternehmen Rückkäufe durch: Allianz, BMW, Commerzbank, Daimler Truck (demnächst), Deutsche Bank, Deutsche Börse, Deutsche Telekom (über die US Tochter), Heidelberg Materials, Mercedes, Münchener Rück. In den Indizes unterhalb des DAX sieht es ähnlich aus. Das sollte nicht nur die Attraktivität der Bewertung untermauern, sondern ist zudem einer der besten Ansätze, Nutzen für die Aktionäre zu schaffen. Das soll hier aus Platzgründen nicht näher ausgeführt werden, es ist aber vielfach belegt und eine mathematische Trivialität, solange die Bewertung eines Unternehmens nicht deutlich zu teuer ist.

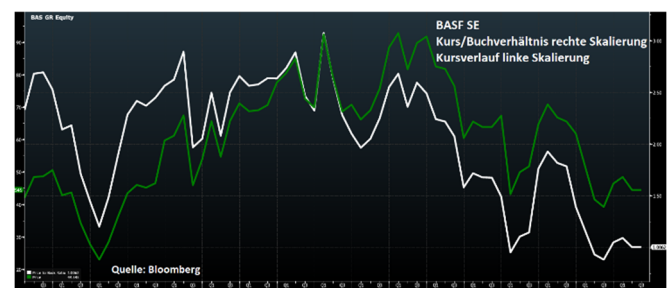
Als individuelles Beispiel ausnahmsweise an dieser Stelle die einfache Darstellung der Lage mit Hilfe dreier Charts, die BASF und die chemische Industrie betreffend. Tiefstände in jeder Hinsicht. Und die Basis, auf der in der Vergangenheit erhebliche Kursgewinne erzielt werden konnten.

Disclaimer: Wir haben keine BASF Aktien, aber das ist etwas, was sich schnell ändern kann.

ifo sentiment export indicator for the chemical industry



Source: ifo, Refinitiv, Baader Helvea Equity Research



Und wie man sehen kann: Trotz der Tiefstände im ifo-Indikator gab es keine neuen Tiefstände des Aktienkurses der BASF sowie der Bewertung, gemessen am Buchwert. Was bedeuten könnte, dass die schlechten Nachrichten in den Kursen mehr oder weniger verarbeitet wären.

Was am Aktienmarkt möglich ist, soll abschließend anhand der Bewertung von Immobilien gezeigt werden. Während in der

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



„realen“ Welt Immobilien mit einem Abschlag gegenüber den Spitzenpreisen von vielleicht 10-15% gehandelt werden, sind Immobilienaktien 60-80%, teilweise noch mehr abgestürzt. Lässt man die Fälle außen vor, in denen sich ein Unternehmen verzockt hat, bedeutet dies unter Berücksichtigung der Verschuldung der Unternehmen, dass die Bewertungen um 30-35% gesunken sind. Das liegt nicht daran, dass die Aktien zuvor absurd überbewertet waren, ganz im Gegenteil: Heute wie vor ein bis zwei Jahren liegen die Bewertungen börsennotierter Immobiliengesellschaften weit unter den Wiederherstellungskosten der Immobilien, unter Berücksichtigung der Abnutzung. Rechnet man die Bewertung der Immobilien auf den Quadratmeter um, liegen die Abschläge der „börsennotierten“ Immobilien gegenüber den Preisen, die für die Immobilien selbst gezahlt werden, bei 25% und mehr. Woran liegt dieser Unterschied? Maßstab für die Bewertung nicht „börsennotierter“ Immobilien, also in erster Linie

die von Privaten, Genossenschaften und der öffentlichen Hand gehaltenen Immobilien, sind die Zinsen. Maßstab für die mehr oder weniger identischen Immobilien, die börsennotierten AG´s gehören, sind die Bewertungen anderer börsennotierter Gesellschaften. Und die sind eben deutlich niedriger bewertet als Anleihen, oder anders formuliert: Die Renditen ihrer Aktien liegen erheblich höher als diejenigen von Anleihen. Auch hier wird wieder einmal die Diskrepanz in den Bewertungen von Aktien und Anleihen deutlich.

In Summe bleibt es dabei: Wer regulatorisch oder aufgrund kurzfristiger Zahlungsverpflichtungen nicht in seiner Anlage gebunden ist, für den sollten Aktieninvestments weiter an erster Stelle stehen.

Ihr Martin Wirth

Disclaimer: Die in diesem Quartalskommentar enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden können. Soweit in diesem Dokument enthaltene Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn die FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen und Angaben stellen keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des WpHG dar.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.