



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 2/2023 vom 19.04.2023

Wohin geht die Reise, wenn Knappheiten und Krisen überwunden sind?

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Mit Aktien der Inflation getrotzt
- Unsere Gedanken zu Inflation, Zinsen und Bewertungen
- Blick nach Amerika
- Im Fokus der Negativszenarien: Die Banken
- Europäische Banken besser als ihr Ruf!
- Was bietet der Markt mithin an?

1

Im ersten Quartal 2023 konnten die Vorjahresverluste am deutschen Aktienmarkt teilweise kompensiert werden. Dabei taten sich die großkapitalisierten Aktien leichter als die kleinen und mittleren Werte, die höhere Verluste aufzuholen hatten. Generell jedoch war die Entwicklung angesichts der Nachrichtenlage auf den ersten Blick nicht zwingend.

Der Krieg in der Ukraine geht weiter, geopolitische Unsicherheiten haben nicht abgenommen, die Inflation scheint aus dem Ruder zu laufen, und gleichzeitig zeigen sich immer mehr konjunkturelle Schwächesignale, vorneweg in den USA. Dementsprechend sind viele Sentiment-Indikatoren auf niedrigen Niveaus, die Entwicklung ging also ohne große Begeisterung der Marktteilnehmer vonstatten.

Mit Aktien der Inflation getrotzt

Auf der anderen Seite, und das war aus unserer Sicht als Value-Investoren die entscheidende Größe: Aktien sind generell so niedrig bewertet wie seit langer Zeit nicht – nicht alle, aber sehr viele. Und während die Unternehmen in der großen Breite in der Lage waren, die Kostensteigerungen an die Kunden weiter zu reichen und somit den realen Schaden aus der gestiegenen Inflation im Rahmen zu halten, war dies mit Nominalanlagen wie auch mit Investments in Immobilien nicht möglich. Angesichts der Rahmenbedingungen ist es kein Wunder, dass der Enthusiasmus nicht überschäumt, ganz im Gegenteil. Allerdings kann man sich auch fragen, wann man denn überhaupt investieren will: Man kann serienweise Unternehmen mit einem mehr oder weniger deutlichen Abschlag auf den Substanzwert kaufen,

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



selbst wenn man nicht an die Nachhaltigkeit der aktuellen Gewinne glauben mag.

Bei letzterem stimmen wir durchaus zu. Die Knappheiten, die durch die Corona- und später durch die Energiekrise entstanden sind, sind erfreulicherweise endlich. Insofern werden Überrenditen wieder verschwinden, angefangen von den Frachtraten, den Energiepreisen bis hin zu den Autopreisen und ähnlichem. Nur: Wer hat denn geglaubt, dass dies ewig weitergehen kann? Selbst wenn die Gewinnschätzungen noch von einer Fortschreibung ausgegangen sind, konnte man an den Bewertungen der Unternehmen ja ablesen, dass diesem Braten niemand so richtig getraut hat.

Die spannende Frage ist nun, ob sich der Fokus wieder auf die Unternehmen mit einer stabilen, eher konjunkturunabhängigen Geschäftsentwicklung richtet, die aber weiter immer noch eher voll bezahlt sind, oder ob man Abstriche an der Geschäftsqualität in Kauf nimmt und auf die große Schnäppchenjagd geht. Da der Markt offensichtlich lieber auf den Trend der Gewinne schaut als auf das, was man dafür bezahlen muss, könnte man zur ersten These neigen. Allerdings ist dieser Marktbereich mittlerweile deutlich kleiner als in den vergangenen Jahren, nachdem insbesondere einige ehemalige Highflyer massiv abgestraft wurden. Insofern stellt sich der Unterschied heute etwas anders dar als dies noch in den letzten Jahren der Fall war. Favoriten könnten eher die als langweilig angesehenen, vernünftig bewerteten Unternehmen sein, die keine große Phantasie erwecken, die aber auch nicht substantiell unterbewertet und im besten Fall frei von Skandalen sind. Und auf der anderen Seite ebenfalls solide Unternehmen, bei denen aber die Ertragskraft innerhalb weniger Quartale deutlich schwanken kann und für die Investoren unter diesen Umständen Kursverluste befürchten.

Kurz gesagt: Am Aktienmarkt sind 1+1+1 mehr wert als 2+0+2. Das bedeutet: Investoren verzichten lieber auf Erträge, wenn sie dafür ihre Ruhe haben.

Unsere Investments decken beide diese Lager ab, mit einem Bias zu den niedrigen Bewertungen. Hingegen sind wir weiter in der Topqualität (zumindest als solche wahrgenommenen Unternehmen) aus Bewertungsgründen nicht investiert.

Unsere Gedanken zu Inflation, Zinsen und Bewertungen

Was treibt uns dazu? Neben dem Blick auf die nachhaltige Ergebnisstärke eines Unternehmens, die eben gerade nicht durch die kurzfristig mehr oder weniger schwankenden Quartalsergebnisse abgebildet wird, kann man nicht den Einfluss der sich permanent ändernden Rahmenbedingungen vernachlässigen. Diese Schwankungen haben seit der Coronakrise vorher lange nicht gekannte Dimensionen erreicht. Daher haben sie auch einen Einfluss auf unsere Investitionsentscheidungen, und daher nun unsere Sicht der Dinge (die man teilen kann oder auch nicht).

Zum einen die Inflation: Es ist in unseren Augen offensichtlich, dass der Gipfel deutlich überschritten ist, die Inflation sich auf dem Rückzug befindet, und dass diese Entwicklungen über die gesamte Wertschöpfungskette ablaufen wird. Die Nachzügler sind die Tarifverhandlungen, die letzten Endes die Unternehmen Geld kosten werden, was offensichtlich in den impliziten Erwartungen der Märkte bereits berücksichtigt wird. Nach dem Überrollen der Inflationsraten werden sie im Laufe dieses Jahres und des nächsten vermutlich deutlich sinken. Allerdings kann niemand ernsthaft behaupten, dass sich ein vergleichsweise enger Korridor wie gefühlt in den letzten Jahren ergeben wird. Und es ist mehr als wahrscheinlich, dass die Inflationsraten länger in

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



einem Bereich liegen werden, der für die Notenbanken zu hoch ist, zumindest, wenn man ihren Aussagen folgen will.

Das hat Auswirkungen auf die Bewertung von Unternehmen, die von der Zinshöhe abhängig sind, vorneweg Immobilienunternehmen im negativen, Banken und Versicherungen im positiven Sinne. Sowie für Unternehmen, bei denen bspw. Pensionsrückstellungen in den letzten Jahren aufgebläht wurden. Hier sollte man nicht davon ausgehen, dass die alten Zinsniveaus wieder erreicht werden, insbesondere nicht nach den unerfreulichen Erfahrungen hinsichtlich der Verteilungswirkung der Inflation, die man zwar in jedem Lehrbuch Grundstudium Volkswirtschaftslehre nachlesen kann, die aber an den entscheidenden Stellen offensichtlich als Lektüre doch nicht so richtig geschätzt wurden.

3

Dies wird also für die nächsten Quartale zu einer zunehmend restriktiven Geldpolitik führen, nachdem der angerichtete Schaden kompensiert werden muss. Allerdings, da befinden wir uns vermutlich im Mehrheitslager, wird die Geldpolitik sobald wie möglich wieder eher lockerer werden, wenn auch nicht in dem Maße wie die letzten Jahre und nicht vor dem nächsten Jahr.

Bis dahin wird neben der sowieso laufenden Konjunkturabschwächung das Abklingen des Nach-Corona-Booms sowie das Zurückgehen der Knappheitspreise Gegenwind für die Unternehmen bedeuten. In Europa ist wenigstens durch das Ausbleiben des Armageddon der Energiekrise ein leichter zusätzlicher Rückenwind entstanden, der vielleicht hilft, die Rezession zu vermeiden. Die Verwerfungen wurden bereits teilweise im letzten Jahr getragen, ablesbar an der Vollbremsung in der chemischen Industrie, so dass die Fallhöhe deutlich reduziert wurde. Und das, womit damals kalkuliert wurde, hat sich aus heutiger Sicht als

viel zu pessimistisch herausgestellt. Die gestiegenen Gaspreise etwa kosten Deutschland im Vergleich zu den Tiefstständen vor ein paar Jahren weniger als 0,5 % des Volkseinkommens, was so wenig ist, dass sich die Politik noch nicht einmal ernsthaft mit den deutschen Erdgasreserven beschäftigt, die bis zu einer endgültigen Energiewende den Großteil des deutschen Gasbedarfs decken würden.

Blick nach Amerika

Stattdessen sieht es in den USA diesmal weniger erfreulich aus. Auch das ist eher eine Ernüchterung, die auf eine exzessive Geldpolitik sowie das Ausgeben von Helikoptergeld an die Bürger eben folgt. Auch in den USA werden die Weisheiten der Volkswirtschaftslehre nur dann gerne befolgt, wenn sie politisch vermittelbar sind, sprich: den Bürger erfreuen. Und irgendwann kommt dies an ein Ende. Aber auch hier ist es relativ simpel: Sind die Exzesse abgebaut, geht es weiter. Und die Exzesse waren diesmal im Vergleich zu den Zeiten der Finanzkrise sehr überschaubar: Nur ein paar Prozent des Volkseinkommens verschenkt, statt mehrere Jahre umverteilt wie vor der Häuser- und Bankenkrise. Insofern dürfte auch hier die Welt in einem Jahr wieder „normaler“ aussehen: Personal ist leichter zu finden, die Wirtschaft wird sich an die nominal höheren Zinsen gewöhnen, die real gar nicht hoch sind, und die Unternehmen werden sich auf die geänderten Rahmenbedingungen in ihren Märkten angepasst haben. Wer immer noch nicht glauben mag, dass das in einem überschaubaren Zeitraum möglich ist, der hat aus den Extremstbedingungen der letzten Jahre gar keine Schlüsse gezogen.

Im Fokus der Negativszenarien: Die Banken

Wenn das alles plausibel erscheint, was es eben nach den Erfahrungen der letzten Jahrzehnte tun sollte, bleibt immer noch ein Joker für die Bären

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



(neben Krieg, Geokrise, Klimawandel, Kometeneinschlag):

Kandidaten für ein neues Armageddon sind wieder einmal die Banken. Dazu ist ohne die letzte Garantie zu geben folgendes zu sagen: Der Vergleich mit der Finanzkrise 2008 ist vollkommen absurd, und dies vor allem für europäische Banken. (Manche) Banken leiden unter der fehlenden Bereitschaft, sich auf die geänderten Rahmenbedingungen einzustellen und waren letzten Endes schlecht geführt. Je eher dies eine Bank an den Rand des Ruins geführt hat, desto besser im Nachhinein. Die UBS ab 2008 oder die Deutsche Bank ab 2017 sind nur Beispiele dafür, dass Geschäftsmodelle umgebaut wurden, wenn es nicht mehr weiterging und die Verwahrlosung der Geschäftspraktiken nicht mehr toleriert wurde. Den Letzten beißen die Hunde, und in diesem Fall war es die Credit Suisse, die es immerhin geschafft hat, als eine solvente Bank mit schwachen Erträgen, aber ohne riesige operative Verluste in kürzester Zeit in den Ruin zu rutschen. Ursache: Vollkommener Vertrauensverlust. Wenn VW keinen Stahl mehr geliefert bekommt oder Aldi keine Lebensmittel, dann gehen auch diese Unternehmen unter. Nur, dass sich dort das Vertrauen nicht in kürzester Zeit in Luft auflöst. Eine grandiose Lehre für alle anderen Marktteilnehmer. Und Pech für die Credit Suisse, die zuvor noch eher der Einäugige unter den Blinden war. Wer zu spät kommt, den bestraft das Leben (Gorbatschow).

Über die US-Bankenkrise nur folgendes: Was dort von manchen Banken, die aus unklaren Gründen nicht mehr einer ordentlichen Regulierung unterliegen, als Geschäft gehandelt wurde, ist gemäß Grundlagen der Bankbetriebslehre Teil 1 so nicht vorgesehen: Kurze Einlagen in lange Staatsanleihen zu investieren und hoffen, dass die unterschiedlichen Renditen den großen Erfolg

bringen. Bis zur nächsten Inversion der Zinsstrukturkurve. Einmal eine gute Nachricht: In Europa ist das auf dieser Ebene nicht mehr vorstellbar.

Was vorstellbar bzw. sogar ein Fakt ist: Dass Investoren in Staatsanleihen im letzten Jahr viel Geld verloren haben. Der Betrag, der auf den Bankbilanzen in der Spitze als Last lag, betrug mehr als 600 Mrd. €. Viel Geld, aber eben nur ein Bruchteil des Eigenkapitals. Mittlerweile als Last wieder deutlich gesunken, vor allem in den USA bzw. dem US-Dollar. Das hat die Einleger nicht davon abgehalten, ihr Geld, im wesentlichen ungesicherte Einlagen, von der Silicon Valley Bank abzuziehen, da Nutzen und Ertrag des Haltens von Einlagen bei einer insolvenzgefährdeten Bank vollkommen asymmetrisch verteilt sind: Es gibt keinen Zusatznutzen im Vergleich zu einem Konto, das bei einer stabilen Bank geführt wird. Im Fall anderer Banken waren diese Lasten aus dem Zinsanstieg deutlich geringer, oder wurden fristengerecht refinanziert. Insofern ist das zum einen ein Einzelproblem. Zum anderen aber, was viel relevanter ist: Dies hat überhaupt und in keiner Form irgendetwas zu tun mit einer Finanzkrise wie 2008. Es ist vielmehr eine weitere Folge der verfehlten Notenbankpolitik der letzten Jahre, allerdings eine Folge, die nicht in der Insolvenz mündet, sondern im Wesentlichen einige Banken einen Teil der Erträge kosten könnte – beziehungsweise schon gekostet hat.

Europäische Banken besser als ihr Ruf!

Aus unserer Sicht ist die Lage eigentlich das genaue Gegenteil von dem, was in den Medien serviert wird: Dank des seit Jahren andauernden Drucks durch die Regulierung, Zusatzabgaben und Niedrigzinsen werden Banken als notorisch ertragsschwach wahrgenommen. In vielerlei Hinsicht sind wir hier an einem Wendepunkt

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



angekommen und haben diesen wahrscheinlich bereits überschritten. Grob skizziert: Die Regulierung wird offensichtlich nicht mehr wesentlich verschärft, die Bankabgaben (in Deutschland unsinnigerweise noch nicht einmal abzugsfähig bei der Steuer) werden sinken, und vor allem wird durch die Normalisierung der Zinsen das ganz normale Bankgeschäft wieder profitabel, auf der Einlagen- wie auf der Aktivseite. Anders als 2008 ist es offensichtlich, dass die Banken eine Ahnung haben, was sie auf der Bilanz haben, und dies auch dokumentieren. Im Gegensatz zu ihren angeblichen Beobachtern, die wild über Risiken herumfabulieren, ohne auch nur einmal simple Fakten zur Kenntnis zu nehmen. Ereignisse wie der Untergang der Credit Suisse belasten fraglos das Sentiment und die Bereitschaft, in den Sektor zu investieren. Sicher dürfte aber auch sein, dass andere Banken von diesem Auflösen profitieren werden. Der Untergang der Credit Suisse war letzten Endes Resultat einer Dekade, in der die Bank nichts verdient hat, im Gegensatz zu ihren Mitarbeitern. Wenn dies als Blaupause dazu dient, wie man es nicht machen soll, dann hat dies auch etwas Gutes. Konsolidierung hat noch keiner Industrie geschadet, und das wird hier nicht anders sein.

5

Was bietet der Markt mithin an?

Kurzfristige Unsicherheit, hohe, aber sinkende Inflationsraten, eine sich abschwächende Konjunktur mit dem Potential einer Rezession, zumindest in Teilen der Wirtschaft, sind der Rahmen für die nächsten Monate. Gleichzeitig sind Sentiment und Bewertungen dort, wo man sie in einer Rezession vermuten könnte, im Gegensatz zu den noch aktuellen Gewinnerwartungen.

Aktien auch grundsolider Unternehmen werden heute in vielen Fällen mit deutlichen Abschlägen

auf ihre Substanz gehandelt, insofern eben die Rezession eingepreist und die dann zu erwartende Ertragskraft als dauerhaft angesehen. Gleichzeitig liegen die Dividendenrenditen auf Rekordständen. Was für viele Investoren immer noch kein Grund sein muss; bekanntermaßen kann man Dividenden ja auch kürzen oder streichen. Relevanter ist dagegen, dass etwa Kennzahlen wie die Dividendenrenditen in Relation zum KGV auf Niveaus liegen, die nur in der Weltfinanzkrise sowie der Coronakrise überboten wurden.

Immer mehr Unternehmen beginnen aufgrund der nachhaltig niedrigen Bewertung mit Aktienrückkäufen, die in den letzten Jahren oft als Bankrott unternehmerischer Ideengenerierung angesehen wurden. Insofern gibt es offensichtlich einen Punkt, an dem man dann doch nicht widerstehen kann. Rechnerisch ist dies alles nämlich recht einfach nachzuvollziehen.

Ohne in Details zu gehen: Viele Unternehmen weisen nach unterschiedlichsten Kriterien Bewertungen auf, die vollkommen andere und zwar schlechtere Rahmenbedingungen einpreisen als sie aus heutiger Sicht wahrscheinlich sind, selbst wenn man die aktuellen Gewinn-schätzungen nicht als eine nachhaltige Basis ansehen will. Die Ursache dafür ist aus unserer Sicht, dass in den letzten Jahren bereits viele Investoren schlicht vor der Volatilität der Aktienmärkte kapituliert und sich lieber auf nominal stabile Investments zurückgezogen haben. Zusätzliche Regulierung, aber auch das Handeln nach mehr oder weniger trivialen Algorithmen statt eines möglichst umfassenden Verständnisses der Komplexität der Wirtschaft dürften die Volatilität noch verstärkt haben.

Dass Private Equity Investoren für die gleichen Investments doppelt so hohe Bewertungen bezahlen wie sie am Aktienmarkt eingefordert



werden ist letzten Endes nur dann sinnvoll, wenn sie das Kapital wesentlich billiger beschaffen können als dies am Aktienmarkt der Fall ist. Solange die Zinsen niedrig waren, konnten diese Investments bei den Endinvestoren im Bereich der volatilitätsfreien Investments einsortiert werden, was dann auch der Risikobewertung dienlich war. Reine Buchhaltung, die nichts mit der ökonomischen Realität zu tun hat. Ähnlich lief dies mit Anleihen und vor allem mit Immobilien. Auch hier sieht man die Unterschiede zwischen den fungiblen (Aktienmarkt) und nicht fungiblen Märkten: Während Transaktionen mit realen Immobilien zu deutlichen, aber nachvollziehbaren Abschlägen (10 - 15 % werden regelmäßig genannt) auf die ehemaligen Höchstpreise von statten gehen, wurden die Immobilienaktien regelrecht geschlachtet. Kursverluste von mehr als 70 %, die einen Abschlag auf die schuldenfrei berechneten Immobilien von 40 % darstellen würden, bei gleichzeitig steigenden Bau- und Wiederbeschaffungskosten: das ist weitgehend sinnbefreit. Und von den vielen praktisch umsatzlosen, aber im Milliardenbereich bewerteten „Einhörner“ einmal gar nicht zu reden: Die tollen Renditen haben dann doch oft nur auf dem Papier gestanden, aber vermutlich ordentlich testiert. Auch hier haben sich die Dinge offensichtlich geändert.

Die Zinswende dürfte eingeschlagen haben wie der Fuchs im Hühnerstall. Offensichtlich ist es nicht nur die allgemein bescheidene Stimmungslage, die Investoren zu schaffen macht.

Die Zinswende ist dem Vernehmen nach auch ein Thema, das die Solvenz vieler Investoren beschädigt hat. Insofern ist es klar, dass die Risikobereitschaft erst einmal reduziert ist. Und dies sehen wir, anders als die Rezessionsbefürchtungen, als den Hauptgrund für die bescheidenen Bewertungen und aus unserer Sicht offensichtlichen großen Investmentchancen.

Was in diesem Licht positiv erscheint ist die Tatsache, dass viele Unternehmen, die zwar nicht zu den Lieblingen der Investorengemeinde in den letzten Jahren gehörten, sich in diesem schwierigen Umfeld stabil bis ordentlich entwickelt haben. Aktienrückkäufe wurden ja bereits genannt, aber offensichtlich gibt es eben auch Bewertungslevel, bei denen man sich, Zins hin, Rezession her, nicht mehr von Investments trennen will. Und lieber wartet, bis sich der Rauch verzogen hat. Falls es Rücksetzer gibt, kommen, solange die Bewertungen zuvor nicht überzogen waren, zügig Käufer aus der Deckung. Insofern spricht aus unserer Sicht viel dafür, dass wir uns bei vielen Aktien irgendwo im Bereich des Tiefstands befinden. Und dass diese Aktien ihre Performance dann machen werden, wenn sich die Dinge so entwickeln, wie sie das immer tun: Langsam vorwärts.

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.