



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2023 vom 19.01.2023

Das Jahr 2022 abhaken und Blick nach vorn richten!

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Blick zurück auf den Markt und auf die FPM Funds
- Was zählt nun für den Blick nach vorne?
- Viele Unternehmen gut gewappnet
- Krisen und deren Auswirkungen auf Kurse und Bewertung
- Wettbewerbsfähigkeit und das gebannte Risiko einer unzureichenden Energieversorgung
- Positiver Ausblick – trotz allem

1

Das Jahr 2022 ist Geschichte, und die große Mehrheit der Marktteilnehmer dürfte darüber froh sein. Mit den meisten Assetklassen hatte man beste Chancen, Geld zu verlieren. Allerdings waren die Unterschiede in der Performanceentwicklung massiv, mit der Folge, dass viele eher überschaubare Kursrückgänge wahrscheinlich nur temporär sein dürften, während manche Investments permanente Verluste beschert haben dürften. Das macht den Unterschied auf längere Sicht: Ist man noch im Spiel, oder wurde man ausgeknockt?

Blick zurück auf den Markt ...

Am deutschen Aktienmarkt waren die wenigen Gewinner die Unternehmen, die vom Kriegsausbruch geschäftlich profitieren konnten und zuvor eine niedrige Bewertung hatten, sowie die Unternehmen, die von steigenden Zinsen

profitierten, vorneweg natürlich Banken und Versicherungen.

Das Gros der Aktien verzeichnete spürbare zweistellige Verluste, selbst wenn die Entwicklung des eigentlichen Geschäfts solide war. Schwer traf es dagegen die vormaligen Highflyer, insbesondere aus dem Wachstumsbereich, vor allem dann, wenn hohe Bewertungen auf schwächer als erwartete Geschäftsentwicklungen trafen: Dann konnte man auch einen Kursverlust von 50 bis 90 % erleben, teilweise ohne dass das Geschäftsmodell eines Unternehmens grundsätzlich wesentlich beeinträchtigt war. Hier zeigte sich in voller Schönheit der Effekt des Value-Investings: Nichts ist so großartig, als dass man jeden Preis dafür zahlen sollte. Allerdings sehen wir mittlerweile auch wieder größere Chancen in diesem Bereich, um dies vorwegzunehmen.

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



... und auf die FPM Funds

Im letzten Jahr verzeichneten die FPM Funds Verluste, die sich im Rahmen der unterschiedlichen Indizes bewegten. Die Bandbreite der Performance der Investments war erheblich, von signifikanten Gewinnen hin zu deutlichen Verlusten. Weiterhin machte den Fonds, unter relativen Gesichtspunkten, die vergleichsweise gute Performance stabiler Aktien zu schaffen, auf die wir seit Jahren angesichts der hohen Bewertung verzichten. Schlecht war auch die Performance einer Reihe von Nebenwerten, deren Geschäftsentwicklung zwar ordentlich verlief, die aber in unseren Augen von vielen Marktteilnehmern zur Risikoreduktion verkauft wurden, meistens auch nur deshalb, weil es Nebenwerte waren. Relativ gesehen war es dagegen sehr hilfreich, dass die ehemals teuren Wachstumswerte und die Profiteure tiefer Zinsen wie vor allem Immobilienunternehmen nur in einem unterdurchschnittlichen Rahmen im Portfolio vertreten waren: Dort waren die Verluste teilweise sehr heftig. In Summe: Die Kurse gingen zurück, die Bewertung ebenfalls, so dass die Portfolios heute noch attraktiver bewertet sind als vor einem Jahr.

The big picture: Einordnung in den Gesamtzusammenhang

Schaut man auf die Rahmenbedingungen, so sind die Verluste am deutschen Aktienmarkt sogar noch fast erträglich. In der Vergangenheit haben weit geringere Probleme deutlich höhere Kursverluste verursacht, und wie gesagt: Eine ganze Reihe nicht gerade kleiner Unternehmen hat sogar Kursgewinne verzeichnen können. Das spricht in unseren Augen eindeutig für eine nachhaltige tiefe Bewertung der Assetklasse „Deutsche Aktien“, die im letzten Jahr von vielen Investoren offensichtlich endgültig, d. h. bis zur

nächsten starken Performance des Marktes, aufgegeben worden ist.

Unter den Widrigkeiten zu nennen sind an erster Stelle der Krieg in der Ukraine, danach das ganze Konglomerat steigender Energie- und Nahrungsmittelpreise, in die Höhe schießende Inflationszahlen, Notenbanken, die ihre Nullzinspolitik über Bord warfen, und natürlich weiterhin Corona-Einschränkungen, vor allem in China, die globalen Wertschöpfungsketten beeinträchtigend, sowie geopolitische Spannungen an allen Orten. Das sollte eigentlich für eine veritable Krise ausreichen, und dies war dann auch der Fall: Allerdings nicht so sehr am Aktienmarkt, wo man sich in den letzten beiden Jahrzehnten an Verwerfungen gewöhnen konnte, sondern an den Bondmärkten, wo man sich sonst immer auch in den dunkelsten Stunden wohl fühlen konnte und wo zur Not die Notenbanken ausgeholfen haben. Am deutschen Bondmarkt sind die Gewinne fast der letzten zehn Jahre innerhalb von wenigen Monaten in Rauch aufgegangen. Als Ergebnis wird nun mitnichten eine attraktive Verzinsung geboten, wie dies nach Kurseinbrüchen eigentlich der Fall sein sollte: Die Zinsen liegen weiterhin mehr oder weniger deutlich unter den aktuellen und erwarteten Inflationsraten. Realverluste sind somit auch für die nächsten Jahre fast garantiert.

Was zählt nun für den Blick nach vorne?

In einer extrem schwierigen Lage haben sich Deutschland und Europa bisher weit besser als befürchtet aus der Affäre gezogen. Die konsequente Haltung gegen Russland und die Unterstützung der Ukraine sowie der Zusammenhalt in der Nato mit den USA sind eine bemerkenswerte politische Entwicklung, die vor einem Jahr nicht zwangsläufig zu erwarten war. Die damit verbundene Einstellung der Lieferung von russischem Gas konnte auch auf die kurze Frist

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



weitgehend kompensiert werden, mit dem Einspringen des Staats zur Kompensation kurzfristiger Härten. Aus einem heraufziehenden Albtraum wurde die Chance zu einer Dynamisierung der Energiewende, vielleicht zum Abbau der wuchernden Bürokratie und dem Fokus auf das Wesentliche, was in den Unternehmen vielleicht noch schneller begriffen wurde als von vielen in Politik und Verwaltung.

Viele Unternehmen gut gewappnet

Die von allen Seiten befürchtete heraufziehende Rezession wurde seit mindestens sechs Monaten erwartet, Maßnahmen getroffen, Läger abgebaut, weniger Risiken eingegangen. Das dürfte die Rezession, wenn sie denn kommen sollte, spürbar bremsen: Eine Rezession ist immer dann am unangenehmsten, wenn sie niemand hat kommen sehen und keine Vorbereitungen getroffen wurden. Negativ zu sehen ist andererseits, dass viele Unternehmen noch von den während der Coronapandemie aufgelaufenen Auftragsbeständen profitieren, die nun allmählich auslaufen. Die steigenden Zinsen werden ebenfalls ihren Tribut bei den SchuldnerInnen fordern, und zwar oft erst nach und nach mit dem Auslaufen tief verzinsten Kredite. Dagegen stehen einerseits die Gläubiger als Gewinner dieser Entwicklung (nominal, nicht real, siehe oben) und die Tatsache, dass die Zinsen längerfristig gesehen weiter noch nicht hoch sind: Unternehmen, die unter den gegenwärtigen Umständen schon Probleme haben, sollten vielleicht ihr Geschäftsmodell grundsätzlich überdenken.

Inflation und die Rolle Chinas

Zwei wesentliche positive Aspekte aus Sicht der Aktienmärkte sind die Inflationsaussichten sowie die Aufhebung der Coronamaßnahmen in China. Die Inflationsdynamik weist steil nach unten, die Preisblasen des letzten Jahres sind

weitgehend verschwunden. Gas in Europa kostet ungefähr so viel wie vor dem Ukrainekrieg, Ölpreise, Transport- und Logistikkosten, Gebrauchtwagenpreise sind allesamt im Rückwärtsgang. Mit dem Ende der chaotischen Lockdowns in China werden sich die Beschaffungsketten weiter normalisieren und Knappheiten beseitigt oder reduziert werden. Das dürfte auf die Zinserwartungen drücken, was wiederum gut für die Aktien ist. In China wird sich wahrscheinlich das Wachstum wieder beschleunigen, was ebenfalls das globale Wachstum unterstützen wird.

Krisen und deren Auswirkungen auf Kurse und Bewertung

Wie alle anderen wissen wir nicht, wie sich die nächsten Quartale gestalten werden. Was wir wissen ist, dass sehr viele Aktien trotz der jüngsten Kurserholung unter halbwegs normalen Umständen weiterhin ziemlich niedrig bewertet sind. Somit dürfte die Rezession, sollte sie denn kommen, bereits zu einem großen Teil in den Kursen abgebildet sein, eine Erholung jedoch nicht. Dafür spricht, wie bereits erwähnt, die Tatsache, dass sich die deutschen und europäischen Aktien trotz der extrem schwierigen Rahmenbedingungen halbwegs ordentlich geschlagen haben und erstmals seit mehr als einer Dekade US-Aktien outperformed haben. Kein Vergleich mit den Verlusten beispielsweise der Dot.com-Krise vor 20 Jahren, die aus ökonomischer Sicht eigentlich ein Non-Event war, oder der Banken- und europäischen Staatsschuldenkrisen, die durch simples „Geld drucken“ zu lösen waren. Heute wie auch in der Coronakrise sind und waren die tatsächlichen und die befürchteten Probleme existentieller. Und das hat sich eben auch in der Bewertung niedergeschlagen: Der Kurs-DAX, also der DAX, der vergleichbar mit dem S&P-Index berechnet wird,



nämlich ohne die Dividendenzahlungen, hat gerade erst das Hoch von 2000 übertroffen. Das deutsche Volkseinkommen hat sich seit damals fast verdoppelt, und die Tatsache, dass deutsche Unternehmen heute viel internationaler sind als damals und vom höheren globalen Wachstum profitieren konnten, ist ebenfalls an der Kursentwicklung nicht abzulesen.

Die Dividenden befinden sich auf Rekordständen, die Dividendenrenditen ebenfalls, und hier kürzen Unternehmen eher ungern, solange sie es nicht unbedingt müssen. Viele Aktien, auch mit sehr soliden Geschäftsmodellen, handeln mit einem Discount zum Buchwert, was früher eher Unternehmen vorbehalten war, die Verluste verzeichneten. Die Tatsache, dass mit einer höheren Inflation zu rechnen ist als in den letzten zehn Jahren, spricht ebenfalls für Aktien: Unternehmen sind diejenigen, die die Preise erhöhen können. Insofern ist nominales Wachstum für mehr Unternehmen erreichbar als dies in den letzten zehn Jahren der Fall war, was wiederum für „Value-Aktien“ spricht. Die Knappheitsprämien für Aktien, die in einem Umfeld mit einer sehr niedrigen Inflation Wachstum erzielen können, sollten damit sinken, was diese Aktien angesichts der immer noch hohen Bewertungsprämie weniger attraktiv erscheinen lässt, nachdem, wie bereits erwähnt, die Gewinner tiefer Zinsen wie Immobilien- oder Wachstumsunternehmen bereits spürbare Verluste eingefahren haben. Sozusagen sind die stabilen Wachstumswerte „the last shoe to drop“.

Wettbewerbsfähigkeit von Deutschland und das gebannte Risiko einer unzureichenden Energieversorgung

Die größte Bedrohung für die deutschen Unternehmen in den letzten Jahren war die Gefahr einer unzureichenden Energieversorgung. Dieses

Problem ist auf Sicht von zwei bis drei Jahren sowieso und auf Sicht dieses und des nächsten Winters aller Voraussicht nach ebenfalls gelöst. Die Wahrnehmung von Europa und von Deutschland, insbesondere aus dem Rest der Welt, ist aus unserer Sicht viel zu negativ, auch wenn man damit nicht gleich alle Probleme kleinreden sollte. Deutschlands Erfolg und Wohlstand sind mitnichten – anders als dies häufig genannt wird – im Wesentlichen von billigen Energieimporten abhängig. Und der von global tätigen Unternehmen gleich gar nicht. Energie ist in den entwickelten Volkswirtschaften sehr billig, vor allem in den USA, wo der spezifische Verbrauch dementsprechend höher ist, weil Energieeinsparungen eben einen geringeren Nutzen bringen. Jetzt kann man sich einmal fragen, welche von den amerikanischen Megacaps ihren Erfolg der billigen Energie verdanken. Energie wird lokal verarbeitet und konsumiert, entweder direkt oder in vielen Produkten. Die Zahl der Endprodukte, die mit einem hohen wertmäßigen Energiegehalt durch die Welt transportiert werden, ist sehr überschaubar. Insofern betrifft dies alles nur in einem überschaubaren Rahmen die externe Wettbewerbsfähigkeit von Deutschland.

Positiver Ausblick – trotz allem

Wen es betreffen wird: Das sind die Verbraucher. Das ist ärgerlich, aber es geht hier um eine Größenordnung der Verteuerung der Energieimporte, die letztendlich vielleicht 40 bis 60 Milliarden Euro für Deutschland betragen dürfte. Das sind 1-1,5% des Volkseinkommens, oder ungefähr der jährliche Zuwachs der Produktivität. Ich gehe jede Wette ein, dass ein konsequenter Abbau unsinniger Bürokratie ein Vielfaches an Einsparungen bringen sollte. Nachdem sich nun das ganze Land zu freuen scheint, dass man Flüssiggasterminals in zehn Monaten statt in zehn



Jahren errichten kann, wäre das ein guter Zeitpunkt, um letzteren ins Auge zu fassen. Aber auch hier gilt: Das sind alles keine guten Gründe, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen. Der einzige langfristig sinnvolle Grund, ein Investment einzugehen, ist die ansprechende Bewertung einer Aktie. Und hier gibt es nach einem Jahr des Chaos und der Verwirrungen eine reichhaltige Auswahl über alle Branchen und Größenordnungen der

Unternehmen hinweg, die man sich wünschen kann. Und somit gehen wir trotz aller Rezessionsängste von einem deutlich besseren Jahr 2023 aus.

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.