

Angst vor der Gier 2025: aber wird ein gutes Jahr

Anmerkungen von

Thomas F. Seppi, Vorstand, FPM Frankfurt Performance Management AG vom 31. Dezember 2024



Sehr geehrte Investoren, liebe Freunde der FPM AG,

Das Jahr 2024 war für alle Anleger ein anspruchsvolles Jahr. Die Spanne zwischen Unternehmen mit Kursgewinnen und -verlusten war nach meinen Daten historisch hoch. Wie wird das Jahr 2025? Ende 2022 habe ich in meinem Brief die Angst vor der Angst beschrieben und komme zu dem Schluss, dass es jetzt eher eine Angst vor der Gier bei sehr teuren Unternehmen zumindest in den USA geben sollte. Während bei vielen Bewertungen von Nebenwerten insbesondere in Deutschland zu viel Pessimismus herrscht. Meiner Meinung nach mangelt es vielen passiven Anlegern an Risikobewusstsein, insbesondere bei den bevorzugten ETFs wie dem MSCI World. Der Kapitalfluss in die USA (weltweit raus aus den Heimatmärkten) ist gigantisch. Es herrscht wenig bis keine Angst vor Investments am US-Markt.

Risikobewusstsein erhöht den analytischen Aufwand. Emotionalität senkt sie. Das Anlegerverhalten zeigt: „Man sollte dem betörenden Sirenengesang (wie Odysseus) folgen und der unaufhaltsam steigenden Kursentwicklung von US-Wachstumswerten erliegen!“ Der emotional gierig gewordene Anleger glaubt nicht mehr an Analysen, sondern nur noch an die Fortschreibung des aufsteigenden Chartverlaufs.

Umgekehrt ist die emotionale Bewertung bei Anlegern in deutschen Aktien. Hier glauben die Anleger weder den Aussagen der Unternehmenslenker und schon gar nicht den Analysen, sondern nur noch ihren Ängsten. Dabei befinden sich in Deutschland mehr als 60 Prozent der Nebenwerte im untersten Bewertungsdrittel ihrer Historie. Gründe wie Standortnachteil, Bürokratie, Fachkräftemangel sind mehr als eingepreist. In der emotionalen Zukunftseinschätzung geht die Bewertungsschere vor allem bei passiven Investoren weiter auf. Ab einem gewissen Punkt ist dies schlichtweg unmöglich.

Portfoliomanagement ist ein hart umkämpftes Geschäft, in dem niemand gerne verliert. Trotz einer DAX-Performance von knapp 19% konnten die deutschen Aktienmärkte nicht mit der Dynamik der US-Märkte mithalten. Insbesondere bei den deutschen Nebenwerten gab es mehr Kursverlierer als Kursgewinner.

Die Ergebnisse der FPM Funds Stockpicker Germany waren positiv:

Der FPM Funds Stockpicker Germany All-Cap von Martin Wirth und der FPM Funds Stockpicker Germany Small-Mid-Cap von Raik Hoffmann erzielten auch in diesem Jahr eine gute Performance. Der ungebrochene Aufwärtstrend der Märkte findet jedoch in den USA statt, also außerhalb unserer Anlagestrategie. Das macht die guten Ergebnisse der Portfoliomanager für den Anleger relativ unsichtbar.

Ein von mir sehr geschätzter Researcher und Investor Pascal Constanti von ValuAnalysis sieht dies in seinem letzten Investorenbrief ähnlich. Als disziplinierte, Value-orientierte Aktienmanager ist es für uns keine Option, das Risiko zu erhöhen oder dem Sirengesang zu folgen und das Anlageuniversum zu verlassen. Pascal beschreibt es als faustisches Dilemma: Entweder einen (relativen) Performanceverlust hinnehmen oder den Verlust der Seele (durch Erhöhung des Risikos). Es stand nie zur Debatte, dass wir unsere Philosophie verlieren könnten, wenn überhaupt, dann nur aus regulatorischen Gründen. Ein weiteres Highlight aus dem Investorenbrief von ValuAnalysis ist der Hinweis auf Cliff Asness.

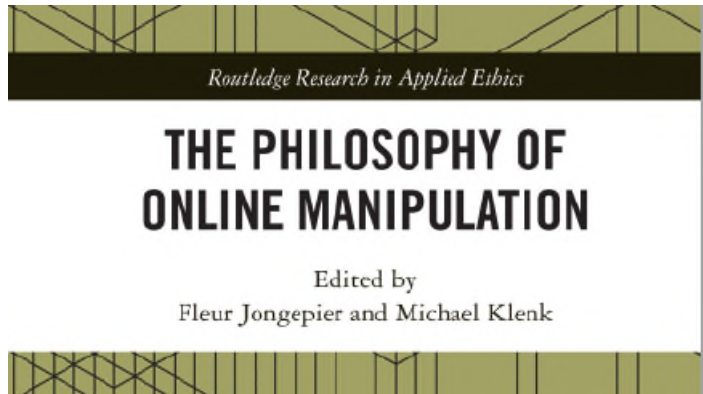
Für alle, denen der Name nichts sagt: Cliff Asness ist der Gründer von AQR, einer großen Investmentfirma, die quantitative Investmenttechniken einsetzt, und ein produktiver Autor viel beachteter akademischer Arbeiten. Ein seriöser Typ. Cliff Asness äußert sich sehr kritisch über den aktuellen Zustand der Aktienmärkte. Gelegentlich kommentiert er auch auf Twitter, wo er nicht zimperlich ist. Im November veröffentlichte Cliff Asness einen Artikel mit dem Titel „The Less Efficient Market Hypothesis“, in dem er argumentiert, dass die Märkte in den letzten 30 Jahren weniger effizient geworden sind, und in dem er eine Reihe von Belegen für diese Behauptung anführt.



Aber warum? Von drei möglichen Gründen hebt der Autor die sozialen Medien hervor. Effiziente Märkte setzen voraus, dass die Masse im Durchschnitt „weise“ ist

und sich Fehler gegenseitig ausgleichen. Die Mitglieder müssen also unabhängig voneinander handeln. Was aber, wenn die Masse nicht unabhängig ist, sondern im Gleichklang handelt? fragt Asness. Und weiter: "Gibt es einen besseren Weg, eine weise, unabhängige Masse in einen koordinierten, ahnungslosen und sogar gefährlichen Mob zu verwandeln, als durch sozialen Medien?"

Ich empfehle in Ergänzung zu den Ausführungen von Cliff „The Philosophy of online Manipulation“ zu lesen:



Es gibt gute Gründe, sich besonders über die Manipulation im Internet Sorgen zu machen, vor allem über das Ausmaß und die Art der Online-Manipulation.

Der derzeitige Kapitalfluss über den großen Teich, vor allem mit passiven Investments, hilft der USA aber weder unserer Wirtschaft noch den Arbeitsplätzen in Deutschland.

Mein Beitrag in der Jahresendausgabe der Rheinischen Post: „US Aktien als Risiko für den MSCI World-Index“

Für mich gibt es drei Gründe, den Anteil an US-Aktien zu reduzieren: Erstens ist der Aktienbesitz der US-Haushalte so hoch wie nie zuvor. Zweitens ist die Hausse der aggressivsten Nasdaq-Aktien so hoch wie nie zuvor (vor dem Hintergrund kommerzieller Nutzen von Künstlicher Intelligenz). Drittens erzählen uns Finanzexperten, dass sie gefeuert würden, wenn sie ihr Engagement in Technologie- und Wachstumsaktien oder im technologie-/wachstumslastigen S&P 500 Index reduzieren. Die Beurteilung, ob bei den aggressivsten und spekulativsten Investitionsmöglichkeiten wie Bitcoin Gier im Spiel sein könnte überlasse gerne anderen Fachleuten.

Markteffizienz?

Um es klar zu sagen: Es wäre unsachlich und unfair, Social Media dafür verantwortlich zu machen, dass eine Portfoliostrategie mit deutschen Aktien im Vergleich zu US-Aktien zuletzt weniger erfolgreich war. Bemerkenswert ist, dass Cliff Asness in einigen extremen Marktverhaltensweisen eine „Gamification“ erkennt, die zur neuen Norm wird (und nicht in den Volatilitätsstatistiken auftaucht) und das fragile Gleichgewicht namens Markteffizienz beeinträchtigt, das ohnehin nie perfekt war.

Für uns als langfristig orientierte Anleger ist das eine sehr gute Nachricht. Wenn Märkte tatsächlich weniger effizient sind (wie derzeit der Markt für Nebenwerte, insbesondere in Deutschland), weil irgendeine Kraft jeden marginalen Käufer in die gleiche Richtung drängt, bedeutet dies, dass disziplinierte langfristige Anleger, die „das Richtige tun“ und bereit sind, die andere Seite dieses Handels zu übernehmen, besser abschneiden werden. Leider bedeutet dies auch, dass es für sie schwieriger sein wird, bessere Ergebnisse zu erzielen, und dass es möglicherweise länger dauern wird. Unsere Beobachtungen der letzten Monate stützen diese Schlussfolgerung zweifellos.

Wie beurteilen wir die Gesamtlage?

Der Krieg in der Ukraine ist nach wie vor sehr ernst, vor allem für die direkt Betroffenen. Die Anpassung an die wirtschaftlichen Folgen für Europa ist jedoch auf einem guten Weg und als Konjunkturfaktor nicht ohne Ambivalenz. Von realer Bedeutung ist die Zinsentwicklung. Sie wird auch 2025 unzweifelhaft anspruchsvoll bleiben. Wenn sich ein fast 40-jähriger Zinstrend zu immer niedrigeren Zinsen umkehrt, müssen auch die Investoren umkehren, zumindest gedanklich. Verschuldung kostet wieder Geld. Vorsichtiger denkende Anleger werden sich daher mehr am tatsächlich überschaubaren als am zukünftig möglichen Wert einer Investition orientieren. Nachdem die Renditen der Value-Investoren zwischen 2007 und 2024 - mit Ausnahme von 2022 - im Schatten der Wachstumswerte standen, hat sich dieses Ungleichgewicht in den letzten 20 Monaten weiter verschärft. Die Bewertungslücke ist enorm. Das kann aus unserer Sicht nicht ewig so weitergehen.

Unsere Erkenntnisse aus den Unternehmensgesprächen

In den über 300 direkten Gesprächen mit den Unternehmen haben wir 2024 durchweg professionelle Unternehmenslenker erlebt, die mit klaren Strategien und Maßnahmen auf Probleme reagieren. Man konzentriert sich auf das Kerngeschäft.

Aber auch mit der Verlagerung von Geschäftsaktivitäten ins Ausland, was schlecht für die Mitarbeiter, das Steueraufkommen und die Wirtschaft in Deutschland, aber positiv für die Investoren ist. Tatsächlich waren die Ergebnisse und Geschäftsentwicklungen 2024 bei den meisten Gesprächspartnern sehr erfreulich und oft besser als erwartet. Für 2025 erwarten wir weitere Restrukturierungs- und Kostensenkungsmaßnahmen in den Unternehmen, um die Energie- und Einkaufspreise aufzufangen. Aber auch diverse Stellenstreichungen, obwohl der Bedarf an Fachkräften in vielen Bereichen hoch ist. Zudem scheinen die Unternehmen überwiegend in der Lage zu sein, die gestiegenen Kosten über die Preise weiterzugeben. Dies dürfte in absoluten Zahlen zu ähnlich hohen Gewinnen wie in den Vorperioden führen. Deutsche und europäische Unternehmen verfügen über eine starke Substanz und viel Liquidität. Die fundamentalen Bewertungen sind Stoff für neue Zuversicht. Diese Bewertungen beinhalten aber auch das derzeit vielfach wahrgenommene Risiko, dass Private-Equity-Investoren gut geführte Unternehmen zu diesen teilweise viel zu niedrigen Preisen von der Börse nehmen. In solchen Börsensituationen waren Investments in FPM Funds in den letzten 24 Jahren sehr erfolgreich.

Wir in der FPM Frankfurt Performance Management AG sind Value. Orientierung an fundamentalen Daten, Primärresearch und kontinuierliche Unternehmensgespräche waren und sind der Schlüssel für Erfolg. Die Zukunft ist ungewiss. Sicher ist für uns aber, dass die aktuellen Bewertungen in den USA sehr hoch und in Deutschland zu niedrig sind.

Nach über 45 Jahren in der Finanzbranche bin ich davon überzeugt, dass an der Börse letztlich die Fundamentaldaten den Erfolg bringen.

Seien Sie optimistisch, aber nicht gierig. Frei nach Otto Rehhagel: „Kontrollierte Offensive“. Seien Sie sich der Risiken bewusst aber nutzen Sie die Marktchancen. Investieren Sie mehr zuhause. 2025 wird ein gutes Jahr.

Ich verspreche Ihnen, dass wir alle hoch motiviert sind, damit die FPM Funds auch im neuen Jahr absolut und relativ sehr erfolgreich sein werden.

Ihr Thomas Seppi