

Unsere Einschätzung zur aktuellen Marktlage sowie unsere Positionierung

Martin Wirth, Vorstand und Portfoliomanager,
FPM Frankfurt Performance Management AG, 10. März 2022



Sehr geehrte Investoren, liebe Freunde der FPM AG,

der von Russland in der Ukraine begonnene Krieg wird in unseren Augen eine Zeitenwende markieren, deren Bedeutung sich heute nur in Ansätzen abzeichnen kann.

Was den Krieg selbst betrifft: Alles ist offen hinsichtlich Schwere, Dauer, einer möglichen Eskalation, Abstrahlung auf andere Weltregionen und andere Aspekte. Wir wollen hier nichts kommentieren, was das menschliche Leid sowie die politischen Wirrungen in diesen Tagen angeht, auch wenn wir dazu eine dezidierte Meinung haben. Hier soll es alleine darum gehen, **wie wir die aus unserer Sicht relevanten Aspekte für den Aktienmarkt einschätzen.**

Zunächst einmal grundsätzlich: Seit 20 Jahren folgte eine Krise der nächsten. Vom Platzen der TMT-Blase, der Weltfinanzkrise, der Euro-Schuldenkrise, der Erschütterung der Welthandelsordnung bis hin zur Coronapandemie wurden die Krisen immer existentieller.

Blieben ultimativ nur noch ein globaler Konflikt und ein Kometeneinschlag. In diesen beiden Fällen muss man sich über Investments keine Gedanken mehr machen, und zwar auch nicht über die Sicherheit von Liquidität. Eine Stufe darunter, wie einem Krieg in Europa, aber schon. Denn alle Krisen der letzten 20 Jahre brachten zwar eine höhere Volatilität mit sich, **endeten aber regelmäßig in neuen Höchstkursen an den Aktienmärkten.**

Was wir nicht wissen, was aber ökonomisch relevant ist:

- Bleibt die Energieversorgung stabil?
- Wie wirken die Sanktionen, auch auf den Westen?
- Welche Lieferketten bekommen Schwierigkeiten?
- Hält die Logistik in einer arbeitsteiligen Wirtschaft?
- Wie entwickeln sich die Preise von Rohstoffen auf mittlere Sicht?
- Wie werden Unternehmen mit diesen Problemen umgehen?
- Droht eine globale Ernährungskrise?

Alles Fragen, deren richtige Beantwortung sehr profitabel sein könnte. Allerdings sind wir alle limitiert, was dies angeht. Aber, um uns am Philosophen und Ex-US Verteidigungsminister Rumsfeld anzulehnen: Wir müssen zunächst einmal wissen, was wir nicht wissen. Und dann überlegen, was davon in den Aktienmärkten eingepreist ist. Dazu ist es eminent wichtig zu verstehen, wie ein Unternehmen überhaupt funktioniert.

Gerade habe ich gelernt, dass ein großer deutscher Maschinen- und Anlagenbauer erst in den letzten Jahren eine Force Majeur Klausel in seine Verträge eingebaut hat. Das kann sehr relevant werden, wenn man nicht liefern kann, falls bspw. Halbleiter fehlen, deren Produktion von der Verfügbarkeit von einem speziellen Gas abhängt, dessen Weltproduktion wiederum zu 50% in der Ukraine stattfindet.

Realvermögensverluste vermeiden

Bleiben wir also bei dem was wir wissen: Zunächst einmal ist schwer vorstellbar, dass Inflationsraten sich in irgendeiner Form auf dem Niveau bewegen werden, welches vom Anleihemarkt und den kurzfristigen Zinsen unterstellt wird. Die Notenbanken dürften angesichts des Drucks auf Unternehmen und Verbraucher vermutlich dennoch zurückhaltend sein bei den eigentlich anstehenden Zinserhöhungen. Der Realvermögensverlust sollte sich somit beschleunigen, selbst wenn Anleihen und Liquidität kurzfristig natürlich stabiler aussehen als die schwankenden Aktienkurse.

Auf Sicht ist dieses bewährte Versteck unserer Meinung nach zurzeit jedenfalls keines mehr. Und somit sollte man besser in realen Vermögenswerten investiert sein als in nominalen. Mit den unterschiedlichen Verwerfungen wird es aber ebenfalls wahrscheinlich sein, dass eine Rezession wahrscheinlicher geworden ist. Sie beruht nicht, wie meistens üblich, auf einer Abschwächung der Nachfrage, sondern, wie nach dem Ausbruch der Corona-Krise, auf Verwerfungen auf der Angebotsseite. Und wäre somit bei einer Normalisierung der Rahmenbedingungen schnell überwunden. Man sollte also seine Nerven überprüfen, aber auf mittlere Sicht sind Aktien im Vergleich zu Anleihen fast zwingend überlegen.

Genauere Kenntnisse des Geschäftsmodells sind essentiell

Was wir von unseren Aktieninvestments wissen oder was wir in Form einer tieferen Bewertung abgegolten haben wollen sind Fragen wie diese:

- Können Unternehmen die Kostensteigerungen weitergeben?
- Wie stabil ist die Nachfrage? Wird sie eventuell verdrängt durch die allgemeine Teuerung?

- Wie leicht können Güter ersetzt werden?
- Welche Risiken bestehen auf der Beschaffungsseite? Wie lange dauert der Aufbau von Notlösungen?
- Wie bedeutend ist das Geschäft in den kriegführenden oder den sanktionierten Ländern sowie in denen ihnen nahestehenden Staaten? Diese Frage steht oft im Vordergrund, da sie naheliegend ist, aber auch am einfachsten zu beantworten.

Was ganz sicher ist: **Wir investieren nicht in Unternehmen aus Staaten, deren Rechtsordnung wir als nicht freiheitlich und verlässlich ansehen.** Wir akzeptieren, wenn Portfoliounternehmen in diesen Staaten tätig sind, schließlich sind dies normalerweise wachsende Volkswirtschaften. Man kann wieder einmal erkennen, warum diese Präsenz nicht immer vorteilhaft sein muss. **Konkret in Russland und der Ukraine sind die Unternehmen, in denen wir positioniert sind, in einem sehr überschaubaren Umfang tätig, mit selten mehr als 3% des Umsatzes,** und selbst in diesen Fällen oft in abtrennbaren Geschäftseinheiten.

Wir versuchen im Rahmen des Möglichen in den Portfolios eine Balance zu schaffen, die in Summe auch in unterschiedlichen Rahmenbedingungen zur Stabilisierung beiträgt, vorausgesetzt, dass die Bewertung eines Unternehmens nicht den Bestfall antizipiert. So waren wir auch – anders als dies von der Politik bis in die jüngste Zeit vorgegeben war – auch in extrem niedrig bewerteten Rüstungsunternehmen investiert, da in unseren Augen die Welt ist wie sie ist und sich nicht immer an der offensichtlichen Wahrnehmung vieler Politiker und Medien durch die rosa Brille orientiert. Gleiches gilt für Hersteller von Düngemittel, Agrarkonzerne oder Unternehmen aus dem Energieumfeld. Da die Welt eben ist wie sie ist! Wenn man dies negiert, dann kann das nämlich unerwünschte Folgen haben: Fehlende Energiesicherheit, fehlende äußerer Sicherheit, fehlende Cybersicherheit.

In den nächsten Wochen und Monaten wird sich die Welt aus unserer Sicht in irgendeiner Form an den Krieg oder die Lage gewöhnen. Nur dadurch ist die Spezies Mensch so erfolgreich geworden: Die Adaptionsfähigkeit ist überragend, und das ist nichts moralisch Verwerfliches, sondern schlicht dem Menschen gegeben. Das Leben wird in weiten Teilen der Welt weitergehen, und Russland, Belarus und je nachdem die Ukraine werden teilweise abgetrennt ihren Weg gehen. Damit funktionieren 97% der Weltwirtschaft wie gehabt, mit dem wesentlichen Risiko der Energiesicherheit und der Versorgung mit Nahrungsmitteln. Aber wie gesagt: Die Spezies ist anpassungsfähig.

Was kann passieren?

Es gibt viele Unternehmen, die genau Null mit den genannten Staaten zu tun haben, deren Aktien sich aber trotzdem erheblich verbilligt haben. Die Bewertung des deutschen Aktienmarktes war bereits vor der Krise in weiten Teil attraktiv, jetzt ist es es umso mehr, eine Normalisierung vorausgesetzt. Es ist unklar, wieviel Liquidationserfordernisse noch bestehen, ob es eine Rezession gibt, wie hoch die Inflationsraten steigen werden. Das gilt jedoch immer, selbst wenn man meint, es wäre anders. Was aber erstaunlich ist: Angesichts der Dimension der Gefahr – nochmals erwähnt: Krieg in Europa, Flüchtlingsströme, explodierende Rohstoffpreise, Drohung eines Atombombeneinsatzes durch Russland – ist es ziemlich erstaunlich, wie wenig der Aktienmarkt davon beeindruckt ist, abgesehen von abgestraften ehemals sehr beliebten Wachstumsaktien. Es geht hier nicht um eine geplatze TMT-Blase, es geht hier möglicherweise um die Existenz.

Und somit kann die vergleichsweise verhaltene Reaktion der Aktienmärkte in unseren Augen nur als Zeichen der Stärke interpretiert werden. Zumindest im Vergleich zu den Nominalvermögenswerten.

Vielleicht schafft es etwas Klarheit, sich die Optionen, die Russland jetzt hat, und deren Drohpotential einmal anzuschauen. Die Nutzung von Atombomben ist außerhalb jeder Investmentüberlegung, andererseits der garantierte Untergang der Herrschaft von Putin. Als Nihilist vielleicht attraktiv, aber das will er ja als neuer Zar anscheinend nicht sein. Daneben konventionelle Streitkräfte sowie der Cyberkrieg: Die ersten mit einer unklaren, aber eine selbst im besten Fall (für ihn) nach der Positionierung des Westens sehr langfristige Option zum Erreichen der Ziele. Der Cyberkrieg unklar, lange nicht ernst genommen, aber das hat sich wie vieles geändert. Lästig, vermutlich aber nicht existentiell. Bleibt als vielleicht realistischer Weise am stärksten gefürchtete Option die Drohung, Energielieferungen in den Westen einzustellen: Hier wird vor allem Europa an seiner kurzfristig verwundbarsten Stelle getroffen. Andererseits wird, wie man schon sehen kann, auch dieser Schuss nach hinten losgehen: Wenn erst einmal die Verlässlichkeit von Russland als Lieferant eines nach allen Kriterien systemrelevanten Gutes in Frage gestellt wird und Alternativen aufgebaut werden, dann ist ein Teil des Geschäftes dauerhaft verloren. Das kann auf Sicht von wenigen Jahren teilweise durch den massiven Ausbau erneuerbarer Energien dargestellt werden, aber auch durch die stärkere Nutzung anderer Lieferanten, was teurer und schmerzhaft ist, aber machbar sein dürfte. Insofern ist es nachvollziehbar, dass sich Russland sehr schwer tut, diese Karte zu ziehen. Es wäre die ökonomisch nukleare Option. Es gibt ja auch den ersten Tag nach dem Krieg, auch wenn dieser offensichtlich nicht so schnell kommt wie Putin geplant hatte. Und dann stellt man fest: Die Kundschaft ist weg.

Um einmal eine positive Perspektive einzuführen: Die Einstellung des Westens war seit dem Ende des Kalten Kriegs vergleichbar mit den Grundsätzen antiautoritärer Erziehung. Man lässt alle einmal machen, jeder hat seine eigenen Maßstäbe, und wenn es gut geht führt dies zu einer bunten, vielfältigen Gemeinschaft. Wenn ein Mitglied dieser Gemeinschaft aber permanent die Regeln verletzt, wird dies aber irgendwann zu Konsequenzen führen, wie auch bereits im Kindergarten. Nach vielfältigen Verbrechen gegen die Menschlichkeit, die alle hingenommen wurden, ist nun offensichtlich eine Grenze zu viel überschritten worden. Damit hat Putin offensichtlich nicht gerechnet, wie auch mit anderen Überraschungen nicht. Das heißt nicht, dass die Nato in den Krieg aktiv eingreifen würde. Was es aber bedeuten kann, ist, dass das Unheil, das Russland über eine Vielzahl von Staaten gebracht hat, in Zukunft nicht mehr hingenommen wird. Zu nennen: Afghanistan, Syrien, Eritrea, Söldnertruppen in vielen Ländern, Aufmunitionierung autoritärer Regime, Bekämpfung der Demokratie in vielen Ländern usw. sind die traurige Wahrheit. Dazu gehört auch der Beistand bei der Unterdrückung des arabischen Frühlings. Trauriger nur, dass dies von der westlichen Wertegemeinschaft so hingenommen wurde. Und diese Liste ist noch lange nicht umfassend. Und damit niemand auf die Idee kommt, den USA und dem Westen ihre völkerrechtswidrigen Kriege vorzuhalten: Völkerrecht und Menschenrecht sind zwei Paar Stiefel. Wer das nicht erkennen will stellt Verbrecher wie Assad und Saddam Hussein auf eine Stufe mit dem ukrainischen Präsidenten. Und sich selbst als vollkommen ignorant dar. Wozu wegschauen führt, hat man 2015 gesehen, und jetzt findet der Krieg vor der Haustüre statt. Das bedeutet keinesfalls, dass militärische Konflikte zunehmen werden, ganz im Gegenteil: Werte, die konsequent durchgesetzt werden, haben eine bessere Chance akzeptiert zu werden. Vor allem, wenn die geschmierten „nützlichen Idioten“ in Europa und anderswo nicht mehr im Sinne Putins agieren. Die Welt hat noch viel Potential. Putin und sein Regime haben in den letzten Jahren hoch gepokert und immer gewonnen, weil niemand bereit war mitzugehen. Jetzt wollte die Gegenseite einmal seine Karten sehen. Wir werden herausfinden, was sie sind. Vom Gefühl her nicht viel mehr als ein 7er Pärchen.

Unsere Positionierung in den Portfolien

Zurück zum aktuellen Investieren. In Anbetracht der Unklarheiten haben wir uns entschieden, nur schrittweise Änderungen vorzunehmen und dabei **eine umfassende Umschichtung in defensive Titel auszuschließen, die in den meisten Fällen eine unattraktive Bewertung und gedämpfte Wachstumsaussichten aufweisen.** Wie auch in den vergangenen Krisen haben wir keine Absicherung mittels Derivate vorgenommen. **Wir sehen die Portfoliositionen als niedrig bewertet an.** Eine Absicherung bedeutet nichts anderes als den ökonomischen Verkauf dieser Positionen. Nach welchen Kriterien soll dann zurückgekauft werden? Warten auf den

Frieden? Tiefere Ölpreise? Dann dürfte man einiges verpasst haben. **Unsere genannten Hedgingpositionen Rüstung/Ernährung/Energie werden wir vorerst beibehalten**, sie dominieren aber nicht die Portfolios. Wir sehen möglicherweise einen fundamentalen Wandel auf die Welt zukommen, und davon sollten diese Unternehmen weiter profitieren, selbst wenn es zu einer Entspannung in der Ukraine kommen sollte. Ein Hedge, der auch für sich profitabel sein kann, ist besonders angenehm.

Aktuell haben die Fonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap und FPM Funds Stockpicker Germany SM-Cap in diesem Jahr ca. **4-7% weniger als ihre Vergleichs-Benchmarks verloren**. Auf Basis der letzten 20 Jahre haben wir die Erwartung, dass gute Chancen bestehen, diese Outperformance in einem Erholungsszenario weiter auszubauen. **Die Lieblingsverstecke risikoaverser Investoren werden wir meiden: Bei steigenden Inflationsraten könnten sie sich als toxisch herausstellen.**

Ihr Martin Wirth

