



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 4/2024 vom 10.10.2024

Volkswirtschaft nahe am Tiefpunkt – Large Caps Indices auf Rekordhoch – der breite Markt ist davon noch meilenweit entfernt

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Large Caps sind die Gewinner am deutschen Aktienmarkt
- Nach Jahren des Schulterzuckens: Gegenwind für den Bürokratieaufbau hat zugenommen
- Inflation und Zinsen auf dem Rückzug
- Haushaltspolitik drückt Wachstumsraten und Sentiment, ist aber ein künftiger Rückenwind
- Trotz der schwierigen Rahmenbedingungen stehen Unternehmen erstaunlich gut da
- Gute Ausgangslage: Unternehmen trotz gesteigerter Qualitäten mit tiefer Bewertung

1

Im dritten Quartal 2024 verzeichneten die internationalen Aktienmärkte entgegen der jedes Jahr propagierten Erwartung („Sell in May...“) weitere Kursgewinne. Dabei gab es, sehr vorsichtig formuliert, die Andeutung eines möglichen Favoritenwechsels innerhalb der großkapitalisierten Titel: Die Dauer Gewinner der letzten Jahre waren nicht mehr die Outperformer, eingebremst durch die hohen Bewertungen und die nicht einfacher werdenden Rahmenbedingungen. Dagegen verzeichneten sinnvoll bis niedrig bewertete Large Caps teilweise ordentliche Gewinne. Kleinere und mittlere Titel wurden dagegen in Summe eher gemieden, unabhängig von der Bewertung. Wie aber auch in den Vorquartalen mussten vormals aus Qualitätsgründen gekaufte Aktien bei Nichteinhalten der Erwartungen teilweise erhebliche Verluste verzeichnen. Insofern sollte man sich klar darüber sein, dass vor allem aufgrund der Qualitätseinschätzung hoch bewertete Aktien substantielle Risiken bergen können: Die Liebe kann

bei Enttäuschungen sehr schnell erkalten, und dann werden Aktienkurse und die Einschätzung der Managementqualitäten schnell nach unten korrigiert. Sich selbst das Eingeständnis zu machen, dass man sich mit seinen Einschätzungen auf dünnem Eis bewegt hat, kommt dagegen eher selten vor; zumindest kann man beim Lesen der verschiedenen Kommentare diesen Eindruck gewinnen.

Large Caps sind die Gewinner am deutschen Aktienmarkt

Im Ergebnis verzeichneten auf Indexebene die Large Caps am deutschen Aktienmarkt deutliche Gewinne, während der breite Markt in Summe wenig verändert war. Dies hat zur Folge, dass die bereits zuvor bestehenden Bewertungsdiskrepanzen zugenommen haben. Eine Begründung ist top-down natürlich auch schnell gefunden, beispielsweise die überdurchschnittliche Zyklizität kleinerer Unternehmen. Hier lassen sich zur Genüge Beispiele für stabile

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



Unternehmen finden, die dennoch deutliche Kursverluste verzeichnet haben. Am Ende hat es eben meistens mehr mit Bewertung als mit einer grundsätzlichen Änderung der Fundamentaldaten zu tun. Vor mittlerweile fünf bis zehn Jahren haben die deutschen und europäischen kleineren und mittleren Aktien ihren relativen Höchststand zu Large Caps verzeichnet. Damals war eine oft genannte Begründung, dass dies etwas mit der höheren Flexibilität dieser Unternehmen angesichts globaler Chancen zu tun haben könnte, während große Unternehmen durch Bürokratie und Regulierung dauerhaft gebremst würden. *Tempi passati*.

Am Ende gilt folgendes:

1. Kurse machen Nachrichten: Für jede Entwicklung gibt es eine passende Geschichte.
2. Es gibt nur zwei Arten von Unternehmen: Unternehmen, die Probleme haben, und Unternehmen, die Probleme haben werden.

² Was den zweiten Aspekt angeht: Angesichts der zurzeit schwierigen Lage hat sich in unserem Universum die Gruppe von Unternehmen, die aktuell mehr oder weniger große Probleme haben, aus Bewertungssicht erfreulicherweise deutlich erweitert, so dass es eine Fülle attraktiver Investments gibt, sollte sich die Lage, vor allem in Deutschland, wieder normalisieren. Auch wenn die lautesten Kommentare dies für unwahrscheinlich halten: Hierfür spricht auf Sicht von wenigen Quartalen einiges.

Aktuelle Lage ist schwierig, die Ursachen dafür sind aber oft nur temporär

Im Einzelnen: Ein großer Teil der aktuellen wirtschaftlichen Schwäche ist die Rückseite der beiden Krisen Pandemie und Krieg in der Ukraine: Die Vorratslager, die aus Sicherheitsgründen angelegt wurden, werden reduziert. Dass geht schon seit Quartalen so, ist aber in einer wachsenden Zahl von Unternehmen mittlerweile abgeschlossen. Dies hat auch Auswirkungen auf die Preise, die sich vor allem im Industriebereich von stark steigend auf deutlich fallend

gedreht haben. Das hat auch seine positiven Seiten: So bedeutet der Rückgang der Energiepreise in Europa bspw. für die BASF, dass die meisten Anlagen auf dem aktuellen Niveau wieder wettbewerbsfähig sind. Das bedeutet nicht, dass die Lage erfreulich ist, der vor einem Jahr noch propagierte Untergang dürfte aber zumindest verschoben sein. Immerhin hat die BASF die Lage genutzt, um ihre Strukturen zu verbessern, etwas, was in den guten Zeiten aus bekannten Gründen nicht möglich ist. Analog wurden Investitionsgüter oder Autos in Zeiten der Knappheit mit sehr hohen Margen verkauft, dann die Produktion ausgeweitet, die Nachfrage bedient, und jetzt zeigt sich eine Schwäche. Im Bau wurden mit Tiefzinsen finanzierte Projekte beendet und wenig kommt nach. Soweit alles ein normaler Zyklus, nur schneller und heftiger als üblich, und der sich zurzeit in der Talsohle befindet.

Nach Jahren des Schulterzuckens: Gegenwind für den Bürokratieaufbau hat zugenommen

Daneben gibt es auch die bekannten strukturellen Problemthemen, die die Staaten in guten Zeiten mit guter Absicht und teilweise bösen Unterstellungen kreierte haben und die damals noch akzeptiert wurden, nun aber angesichts des Drucks von allen Seiten eben nicht mehr: Bürokratie, Dokumentationspflichten für alle Nichtigkeiten, Auflagen, die sich als illusorisch herausstellen und für deren Umsetzung die Staaten nicht die Voraussetzungen schaffen sind nur einzelne Beispiele. Als in dieser Hinsicht führend erweist sich der rot-grüne Teil der deutschen Regierung und dient damit immerhin als Beispiel, wie man es besser nicht machen sollte. Etwas später als die oben genannten zyklischen Aspekte könnten sich auch hier Verbesserungen ergeben: Die Einsicht wächst, dass gut gemeint und gut gemacht nicht deckungsgleich sein müssen. Mit der gegenwärtigen Stimmung ist es jedenfalls unwahrscheinlicher geworden, dass heimlich, still und leise weitere Belastungen aufgebaut werden. Und wenn man die Trends in der Bankenregulierung als Beispiel nehmen will: Auch hier hat es ausgereicht, dass die Bürokratie nicht mehr verschärft wurde, um einem zuvor regulierungs-



technisch „ausgebombten“ Sektor im Zusammenhang mit einer zyklischen Verbesserung, nämlich dem Anstieg der Zinsen, eine signifikante Outperformance zu ermöglichen.

Inflation und Zinsen auf dem Rückzug

Mindestens genauso wichtig ist das, was auf der Inflations- und damit der Zinsseite passiert: Die Inflation hat längst ihren Höhepunkt überschritten und ist vor allem in Europa eindeutig auf dem Rückzug. Der Lohndruck lässt nach, und vermutlich werden Unternehmen die Chance nicht ungenutzt lassen, ihre Strukturen zu verbessern, siehe diverse Chemieunternehmen wie die BASF. Der mit dem größten Wirbel begleitete Fall ist bekanntermaßen Volkswagen. Mit den angekündigten Werkschließungen würde etwas umgesetzt, was man auch vor ein paar Jahren hätte machen können: Der Autoabsatz in Europa bewegt sich seit Jahren mehr oder weniger auf dem aktuellen Niveau, aber bei einem Vorsteuerergebnis von mehr als € 20 Mrd. fällt es nicht leicht, einen Personalabbau als überlebensnotwendig darzustellen. Es stellt sich über einzelne Unternehmen hinaus auch die Frage, ob angesichts der demographischen Entwicklung in den letzten Jahren nicht generell Mitarbeiter oft in Unternehmen gehalten wurden, die für den Erfolg nicht entscheidend waren. Das wird man sehen. Jedenfalls müssten angesichts des immer wieder beklagten Fachkräftemangels die Chancen für freigestellte Mitarbeiter blendend sein – rechnerisch – bei gleichzeitig gesteigerter Effizienz der ehemaligen Arbeitgeber, die nun offensichtlich an Bedeutung gewonnen hat.

Die ersten Zinsschritte wurden eingeleitet, aber aus unserer Sicht sind die Notenbanken wieder einmal hinter der Kurve. Das Zinsniveau ist weiter restriktiv, die fallende Zinsstrukturkurve zeigt dies genauso an wie die wirtschaftlichen Aktivitäten, insbesondere in den zinsabhängigen Branchen wie der Bauwirtschaft. Was steigende Zinsen bewirken können: Das kann man zurzeit bewundern. Die Wirkung fallender Zinsen wird dann in zwei bis drei Jahren sichtbar, wenn sich der

neue Zyklus, startend vom heutigen Niveau, vermutlich längst in den Aktienkursen – nicht nur bei den Großunternehmen – niedergeschlagen hat.

Deutschland sieht aufgrund solider Haushaltspolitik kurzfristig schlechter aus als es ist

Und zuletzt: Deutschland hat im Vergleich zu anderen Staaten einen Joker, der noch nicht gezogen wurde, nämlich die geringe Staatsverschuldung. Würde das Land wie die USA oder einzelne europäische Staaten jährlich ein Haushaltsdefizit von 6 % abliefern, wäre die externe und interne Sicht auf die deutsche Wirtschaft vermutlich eine andere. Im Gegensatz zu anderen Staaten hat Deutschland erfreulicherweise eine Schuldenbremse in die Verfassung aufgenommen, auch wenn diese zugegebenermaßen unter den aktuellen Rahmenbedingungen anstrengend ist. Der Entzug der finanziellen Freizügigkeiten, die sich die Politik in den Jahren nach dem Ausbruch der Pandemie gegönnt hatte, fällt schwer, vor allem wenn man den Ausbau des Sozialstaats unter keinen Bedingungen verwässern will und gleichzeitig mit einer substantiellen Flüchtlingskrise zu tun hat. Aber die nächsten Jahrzehnte werden aus demographischer Sicht nicht einfacher, da kann man schon einmal üben. Die gute Nachricht: Schlimmer sollte es eher nicht werden.

Und nur um die Dimensionen klarzumachen, um die es geht: Hätte Deutschland eine Neuverschuldung wie die USA oder Frankreich, könnte das Land € 200 Mrd. zusätzliche Schulden jährlich machen. Also ein Sondervermögen Bundeswehr alle sechs Monate, oder die Verdreifachung der Rentenzuschüsse aus dem Bundeshaushalt. Oder mehr als eine Verdoppelung der Investitionen aus dem Bundeshaushalt, oder eine Versechsfachung der Investitionen der Bahn. Jährlich, wohlgemerkt.

Haushaltspolitik drückt Wachstumsraten und Sentiment, ist aber ein künftiger Rückenwind

Die tiefe Bewertung großer Bereiche des deutschen Aktienmarktes hat verschiedene Ursachen. Eine der



wichtigsten ist aus unserer Sicht das bescheidene Sentiment, das einen wesentlichen Grund in den niedrigen Wachstumsraten hat, die wiederum neben politischen Fehlern auch auf die nun geforderte Haushaltsdisziplin zurückzuführen sind. Dieses Sentiment betrifft auch Unternehmen, deren Geschäft nur zu einem sehr überschaubaren Teil von der deutschen Konjunktur abhängt. Deutschland hat den Entzug der Defizitorgien der letzten Jahre hinter sich gebracht und die Auswirkungen verstärkt durch diverse politische Kapriolen. Insofern ist der Raum für eine weitere relative Verschlechterung deutlich gesunken. Sollten sich die Wachstumsraten dagegen in Richtung Durchschnitt bewegen, bedeutet dies aus relativer Sicht eine erhebliche Chance. Viele Investoren haben angeblich Deutschland aufgegeben. Der Wert solider Staatsfinanzen ist hier in keiner Form eingepreist. Das wird sich früher oder später auflösen: Entweder müssen andere Staaten sparen, oder Deutschland wird die Schuldenbremse lockern. Weitere Transfers in der EU in den Dimensionen der angeblichen Wiederaufbauhilfen nach der Pandemie sind heute offensichtlich ausgeschlossen und werden in den nächsten Jahrzehnten immer an die Wohlfühljahre der Merkel-Ära erinnern.

Und nur zur Sicherheit: Wir sind ganz sicher nicht dafür, die Schuldenbremse zu streichen. Denn wir sind auch nicht der Ansicht, dass der Staat über eine überragende Weisheit beim Ausgeben von Geld im Vergleich zum einzelnen Bürger verfügt, ganz im Gegenteil. Es geht nur darum, dass der von Deutschland gewählte Weg anfangs der schwierigere ist, aber am Ende zu besseren Ergebnissen führen wird. Und bei einer Staatsquote von mehr als 50 % – laut Helmut Kohl fängt da der Sozialismus an – ist von einem „Kaputtsparen“ zu reden reichlich absurd. Es geht nur um die Einschätzung der relativen aktuellen Lage, und die ist aus unserer Sicht zu bereinigen um die erheblichen Unterschiede in der Haushaltspolitik.

Jetzt stellt sich vielleicht der eine oder andere Leser die Frage, ob wir auf einmal den Makroanalysten geben wollen. Nein, dies ganz sicher nicht. Aber in einem

Umfeld, das ein ganzes Stück weit entfernt ist vom üblichen „Nicht zu warm und nicht zu kalt“ muss man zur Einschätzung der Unternehmen die Rahmenbedingungen berücksichtigen und sich überlegen, wer wie von den aktuellen Rahmenbedingungen betroffen ist und was eine Änderung Derselbigen für das einzelne Unternehmen bedeuten kann. Und zwar hinsichtlich des eigentlichen Geschäftes wie auch der Bewertung dieses Geschäftes. Dazu bleibt es in erster Linie nötig, das Unternehmen und seine Märkte möglichst gut zu verstehen. Dann kann man auch erkennen, welche Bedeutung die extremen Rahmenbedingungen auf die Profitabilität, vor allem aber auch für die Bewertung von Unternehmen haben kann.

Trotz der schwierigen Rahmenbedingungen stehen Unternehmen erstaunlich gut da

Denn die letzten fünf Jahre waren geprägt von – nach den Standards der letzten 30 Jahre – chaotischen Rahmenbedingungen. Die Pandemie, der Überfall auf die Ukraine, Rohstoffknappheiten, stark schwankende Inflationszahlen, über die meisten Erwartungen hinaus steigende Zinsen, rekordhohe staatliche Defizite zur teilweisen Kompensation der Probleme, die nun je nach Land wieder in ein Normalmaß zurückgeführt werden, und auf der ganz großen politischen Ebene das Zerfallen der Welt in zwei große politische Blöcke: Es ist erstaunlich, zumindest aus unserer Sicht, wie resilient sich viele Unternehmen erwiesen haben. Wenn also Unternehmen unter diesen Rahmenbedingungen (und nicht allein bspw. als Profiteur zeitweiliger Knappheiten) solide Gewinne erwirtschaften können, dann scheint da mehr stabile Substanz gegeben zu sein als dies oft wahrgenommen wird.

Gute Ausgangslage: Unternehmen trotz gesteigerter Qualitäten mit tiefer Bewertung

Es gab einmal Zeiten, da sind deutsche Großunternehmen bereits bei stagnierenden statt leicht wachsenden Umsätzen in die Verlustzone gerutscht. Davon sind wir in der Breite weit entfernt. Offensichtlich haben sich Flexibilität, Preisdisziplin,



Industrie- und Marktstrukturen, das Risikomanagement, vielleicht auch Managementqualität und Konsequenz beim Umsetzen erforderlicher Maßnahmen über die Jahre verbessert. Jedenfalls passt dies alles nicht zu den aktuellen rekordniedrigen Bewertungen auf Basis der Substanz vieler Unternehmen. Insofern ist das ein guter Startpunkt für die vor uns liegende Zeit, in der sich der augenblickliche Gegenwind zu drehen beginnt. Und wo trotz Rekorden im Index die Aktien vieler solider Unternehmen noch meilenweit von ihren Höchstständen entfernt sind.

In a nutshell: Konjunktur unten, Zinsen fallen, Widerstand gegen weiteren Bürokratieaufbau, veränderte Prioritäten der Bundesregierung, komparativer Wettbewerbsvorteil Deutschlands dank solider Staatsfinanzen kombiniert mit in der Breite tiefer Bewertung deutscher Aktien sind üblicherweise Voraussetzung einer mehr als soliden Aktienkursperformance in den nächsten Jahren.

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.