



## FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 4/2023 vom 18.10.2023

# Eine Rezession ist nicht das Ende der Welt, sondern der normale Gang der Dinge

### Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Die Grenzen volkswirtschaftlicher Betrachtungen beim Investieren
- Rezessionen sind in der Regel gute Kaufgelegenheiten für Aktien
- Unterschiedlich ausgeprägte Resilienz gegen steigende Zinsen
- Indizien für günstige Bewertungen am Aktienmarkt und Rückkehr zu „Business as usual“
- Unsere Art von Optimismus oder: Geben Sie beim Investieren nicht so viel auf das politische Umfeld

1

Die seit einem Jahr in Deutschland schwelende Rezession, die im verarbeitenden Gewerbe begonnen hat, ist nun offensichtlich geworden, ohne jedoch an Schärfe zugelegt zu haben. In der EU sieht es nicht wesentlich besser aus. In den USA und anderen Regionen der Welt ist die Konjunktur ebenfalls nicht besonders solide, aber eben auch nicht in einer Rezession.

Ursache sind das Abebben staatlicher Transferleistungen nach der Pandemie sowie die deutlich gestiegenen Zinsen, mit denen die dank der zuvor gestiegenen Transferleistungen sowie ebenfalls durch den Krieg in der Ukraine erhöhten Inflationsraten bekämpft werden. Für manche Volkswirte, die der Modern Monetary Theory folgen, war überraschend, dass durch Geld drucken und steigende Staatsverschuldung kein Wohlstand geschaffen wird. Im linken politischen Lager (jenseits der SPD-Mitte, zur Klarstellung)

offensichtlich ebenfalls, wo Geld zu drucken und zu verteilen bekanntermaßen eine Kernkompetenz ist. In Deutschland kam hinzu, dass im Hauruckverfahren weitere ökonomische Gesetze außer Kraft gesetzt werden sollten, das Resultat kann man nun bestaunen (oder auch nicht, denn überraschend ist es nicht).

### **Die Grenzen volkswirtschaftlicher Betrachtungen beim Investieren**

Nur um klarzustellen: Die volkswirtschaftlichen Aspekte sind nicht der Kern unseres Investmentprozesses. Wir bewerten schlicht damit das Umfeld und versuchen, wie auch auf der Aktienebene, Divergenzen zwischen Fakten und Meinungen festzustellen. Meinungen oder die Wahrnehmung von Fakten beeinflussen natürlich das Sentiment und die Bereitschaft zu investieren und erklären somit einen großen Teil der

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



Bewertungsschwankungen im Gesamtmarkt. Aber jedes Unternehmen hat einen eigenen Investment-Case, der oft gar nichts mit dem volkswirtschaftlichen Umfeld zu tun hat, dessen Bewertung aber davon beeinflusst wird. Insofern ist ein Verständnis der Rahmenbedingungen absolut essenziell, um ein Investment und dessen Bewertung angemessen einschätzen zu können. Beispielhaft seien hier die Immobilienaktien genannt, die durch die Nullzinsen getrieben waren und die mit der Normalisierung der Zinslandschaft eine desaströse Entwicklung genommen haben. Wenn auch nicht ganz so schlimm wie die langlaufenden Anleihen, schließlich ist man auch hier in realen Gütern investiert, die einerseits immer Mieteinnahmen verzeichnen konnten und deren Nominalwerte im Lauf der Zeit unzweifelhaft gestiegen sind, anders als die der Anleihen.

2

Zudem helfen die Einschätzungen des Umfelds, ein Portfolio aufzubauen, in dem unkorrelierte oder negativ korrelierte Risiken berücksichtigt werden, was insbesondere erfreulich ist, wenn die daraus resultierende Diversifikation preiswert erhältlich ist. Sie bringt natürlich nichts (zumindest deutlich weniger), wenn man sie zu teuer kauft. Als Beispiele: Banken profitieren von steigenden Zinsen, die meisten Aktien dagegen nicht. Gleiches gilt für rohstoffnahe Unternehmen hinsichtlich der Inflation, oder Rüstungsunternehmen zum Ausgleich gegen globale Krisen. Diese Diversifikation ist nicht der Hauptgrund eines Investments, kann aber unter ansonsten gleichen Voraussetzungen einen erheblichen Unterschied bei der Investitionsentscheidung machen.

Was man bei volkswirtschaftlichen Aussagen auch berücksichtigen muss: Volkswirte reden über die Volkswirtschaft, was dies aber für die Aktien bedeutet, davon haben sie wenig Ahnung, da es ja

auch nicht ihre Aufgabe ist, sich damit zu beschäftigen. Daher ist es sehr gefährlich, sich in einer Investitionsentscheidung in erster Linie auf volkswirtschaftliche Aussagen zu verlassen. Ansonsten läuft man Gefahr, regelmäßig unten aus den Märkten aus- und oben wieder einzusteigen. Rezessionen sind Zeitpunkte, zu denen man historisch besser investiert hat. Wenn man aus Aktien aussteigen will, sollte man dazu besser Boomphasen nutzen. Denn eine Rezession ist nicht das Ende der Welt, sondern schlicht und ergreifend der normale Gang der Dinge. Den Fehler, den man machen kann, ist es diese Normalität auszublenden. Zudem sollte man berücksichtigen, dass Aussagen zur Bewertung von Aktien aus makroökonomischer Sicht regelmäßig nur bis zur Ebene des Index durchdringen, mithin also Bewertungsunterschiede zwischen den einzelnen Marktsegmenten, geschweige denn einzelnen Unternehmen, in keiner Weise berücksichtigt werden, bzw. abgehandelt werden mit der Bemerkung, dass der Markt ja immer recht hat. Das ist natürlich nichts anderes als Arbeitsverweigerung. Denn wenn der Markt immer recht hat, warum ändert er dann täglich seine Meinung? Wenn man dann noch halb-gare Aussagen mit sogenannter künstlicher Intelligenz verbindet, die sich regelmäßig erschöpft in Trendfolgemodellen, die auf die jüngsten Ergebnisrevisionen abstellen, dann wird so einiges erklärbar. Wo hingegen Investoren genauer hinschauen, weil Entscheidungen schwerer revidierbar sind, sind die privaten Transaktionen, bspw. im Bereich von Private Equity Investments. Und hier weichen die Bewertungen mittlerweile deutlich nach oben von dem ab, was an den Aktienmärkten aufgerufen wird. Aber dies alles nur am Rande. Letzte Bemerkung: In fast 35 Jahren in der Branche habe ich noch nie einen Volkswirt erlebt, der richtig

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



optimistisch war. Das haben sie mit dem Bondmarkt gemeinsam. Skepsis klingt halt schlauer, verdient aber kein Geld.

Somit zurück zum Thema: Den Volkswirtschaften sind die geldpolitischen Steroide entzogen, fiskalpolitisch sieht es noch nicht so eng aus. Da Deutschland hier wieder einmal etwas seriöser unterwegs ist als die meisten anderen Staaten, belastet dies die Volkswirtschaft zusätzlich.

### **Rezessionen sind gute Aktienkaufgelegenheiten**

In Summe also keine ganz einfache Situation, aber auch weit von einem Desaster entfernt. Insofern erklärt sich auch die auf den ersten Blick hohe Stabilität der Aktienmärkte, die aber wiederum nur auf den ersten Blick so wirkt. Unter der Oberfläche haben sich einige heftige Verschiebungen ergeben. Vor allem einige hochkapitalisierte Titel verzeichneten auf der Basis einer zuvor höchstens angemessenen, teilweise niedrigen Bewertung und einem im Großen und Ganzen stabilen Geschäft eine solide Entwicklung. Gleiches gilt für eine ganze Reihe mittlerer und kleinerer Titel. Wer teilweise deutliche Kursverluste verzeichnen musste, waren nicht nur, wie man sich denken kann, zyklische Titel, sondern auch, und zwar in einem teilweise deutlich größeren Umfang, zuvor mit hohen Wachstumserwartungen gehandelte Gesellschaften. Die Opfer steigender Zinsen haben verloren, die Profiteure haben gewonnen, wenig überraschend. Und in Summe bewegte sich der Markt, wie seit Jahren, in einer stabilen Bandbreite seitwärts, bzw. einschließlich der Dividenden, leicht aufwärts.

### **Unterschiedlich ausgeprägte Resilienz gegen steigende Zinsen**

Das ist insofern nicht selbstverständlich, als dass seit knapp zwei Jahren die Zinsen weltweit

deutlich gestiegen sind. Die Kurse amerikanischer Staatsanleihen mit 10 Jahren Laufzeit haben seit ihrem Höchststand fast 50 %!!! (in Worten: fünfzig Prozent) eingebüßt. Investoren in deutschen Bundesanleihen haben seit mehr als 10 Jahren nominal nichts verdient, von realen Einbußen ganz zu schweigen. Die Zinsen sind der Anker, an dem sich alle Bewertungen orientieren. Vor wenigen Jahren war es noch eine Horrorverstellung, dass die Notenbanken die Zinsen auch nur in den Bereich 1-2% erhöhen würden. Und jetzt: passiert gar nicht viel, über alles betrachtet, und in Summe auch nicht bei den Aktien. Was in unseren Augen ein glasklarer Beleg für die niedrige Bewertung von Aktien ist, was wiederum Beleg dafür ist, dass diese tektonische Verschiebung bei den Zinsen bei den Aktienkursen bereits teilweise erwartet worden war. Und die Aktionäre, im Gegensatz zu den Anleiheinvestoren, sich von den Notenbanken nichts haben vormachen lassen, insbesondere eben, dass durch Geldddrucken Wohlstand geschaffen werden könnte. Das unterscheidet sie von den Bondinvestoren, die ja angeblich viel schlauer sind als die eher einfach strukturierten Aktieninvestoren.

Die Resilienz gegen steigende Zinsen gilt aber nicht für alle Bereiche der Wirtschaft. Es gibt und wird auch in absehbarer Zukunft genug Schlagzeilen über Unternehmen und Strukturen geben, die durch den Zinsanstieg aus der Kurve getragen wurden, die also aufgrund der Abwertung ihrer zuvor inflationierten Vermögensgegenstände oder durch die Tatsache, dass ihre Cash Flows zur Bedienung der Schulden nicht ausreichen, in substantielle Schwierigkeiten geraten. An erster Stelle sind hier natürlich Immobilien zu nennen, aber auch Investments in solche Dinge wie Parks zur Produktion erneuerbarer Energien, deren Attraktivität sich zum Teil daraus speiste, dass das für die



Investition benötigte Fremdkapital fast zinsfrei zu haben war. Und weiteres, der Phantasie sind hier keine Grenzen gesetzt. Allerdings sollte man sich davon nicht abschrecken lassen, attraktive Investitionen nicht einzugehen: Für jeden, der höhere Zinsen zahlen muss, gibt es jemanden, der höhere Zinsen erhält, insofern ist das vor allem ein Umverteilungsthema, und eben noch gefeierte Genies sehen nun ganz alt aus. Wie Herr Buffett einst sagte: "Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked". Die meisten sind aber mit Badehose (und Badeanzug, soviel Genderkorrektheit muss sein) unterwegs: Für die allermeisten, die solide finanziert sind, gilt die Rechnung, dass die gestiegenen Zinsen durch höhere Inflationsraten kompensiert werden. Insofern dürfte es hier und da ruckeln, und das Ergebnis ist die oben beschriebene und seit mehr als einem Jahr laufende leichte Rezession. Und eine deutliche Verbesserung ist vorerst nicht in Sicht: Die Effekte der gestiegenen Zinsen werden nach und nach über einen längeren Zeitraum deutlich. Wenn man sich darauf einstellt, wird die Überraschung weniger unangenehm. Eines ist aber ebenfalls festzuhalten: Wenn ein normales Unternehmen auf eine Investition verzichtet, weil die Zinsen vielleicht von 1 % auf 4 oder 5 % gestiegen sind, dann war die Investition von Anfang an nicht grandios, und das Geschäftsmodell nicht gerade überzeugend.

### **Zweifelhafte Beweggründe für Anleihekäufer**

Trotz der schlechten Performance der letzten Jahre dürfte der Ausblick für Anleihen auch in Zukunft bescheiden bleiben, von zwischenzeitlichen Auflockerungen abgesehen. Es werden weiterhin keine oder höchstens geringe reale Renditen erzielt. Ganz anders als bei Aktien, selbst wenn sich das nicht immer sofort in den Kursen zeigen wird: Unternehmen, deren Geschäfts-

modell nur ansatzweise etwas taugt, werden ihre Kostensteigerungen zumindest teilweise an die Kunden weitergeben. Daraus entsteht letzten Endes die Inflation. Auch wenn es klar ist, dass in den westlichen Staaten demografiebedingt die Arbeit relativ teurer werden wird: Verlierer sind nicht in erster Linie die Unternehmen, sondern die Sparer in Nominalanlagen.

In der Praxis gibt es natürlich trotzdem Gründe, Anleihen statt Aktien zu kaufen. Dabei sind zwei Käufergruppen zu unterscheiden:

- Die einen wissen nicht, was sie tun, denn 3 % Zinsen bei 3 % Inflation sind nach Steuern eine garantierte Kapitalvernichtung, oder:
- Wenn bspw. Regularien eine Rendite von 3 % erfordern, dann kann man eben Bonds kaufen und hat seinen Job erledigt und kann früher nach Hause gehen. Ob die Kunden damit Vermögen verlieren, ist nicht so wichtig, denn formal ist ja alles in bester Ordnung.

Oder es gibt eine Zukunft, in der die Inflationsraten wieder auf Null fallen (wo sie sauber gerechnet nie waren), was angesichts der weltweit sichtbaren Finanzpolitik durchaus zumindest erstaunlich wäre. In einer Welt, in der die Medien Leute wie Bankman Fried, den ehemaligen Krypto-Milliardär und jetzigen Angeklagten, hochleben lassen (um nur mal einen Fall zu nennen, Markus Braun von wirecard soll hier auch nicht unterschlagen werden) sollte man sich über die Präzision der Analyse vieler Teilnehmer an den Finanzmärkten keine allzu großen Illusionen machen. Letzten Endes sollte man sich bedanken bei denjenigen, die die Wirtschaft mit ihren Ersparnissen so generös unterstützen, davon profitieren letzten Endes auch die Aktionäre.



## Indizien für günstige Bewertungen am Aktienmarkt

5

Damit zurück zu den Aktien. Wie lässt sich belegen, dass die Bewertung zur Zeit niedrig ist? Zum einen die formalen Kennzahlen, wie die KGV's oder die Dividendenrenditen. Beides, Gewinne und Dividenden, können sich schnell ändern. Eine nachhaltigere Kennzahl ist das Kurs-Buchverhältnis oder, absolut gesehen, der Enterprise Value. Hier sehen wir serienweise Rekordtiefstände, wie sie eben nur in Rezessionen erreicht werden. Was nachvollziehbar ist, wir sind ja in einer solchen. Und in Rezessionen zu kaufen war in der Vergangenheit wohl selten ein Fehler. Zudem ist zu beachten, dass die Streuung in den Bewertungen weiterhin sehr groß ist, und die Zahlen aggregiert auf Indexebene bei weitem nicht so spektakulär aussehen, wie bereits angedeutet. Wenn die üblichen Muster auch in Zukunft gelten und der Weltuntergang nicht ansteht, dann können sich hier substantielle Chancen ergeben. Wer all diesen Zahlen nicht traut, kann vielleicht Beruhigung in zwei weiteren Aspekten finden. Zum einen kaufen deutsche Unternehmen, sofern sie gerade nicht ihre Cash Flows beschützen wollen, in einem vor wenigen Jahren nicht ansatzweise erwarteten Umfang Aktien zurück. Darunter auch viele Unternehmen, in denen Familien Großaktionäre sind, die also (hoffentlich) nicht in erster Linie an Kurspflege oder die Kompensation von verteilten Stock Options denken. Weiterhin ist es auffällig, dass bei den gemeldeten Transaktionen seit Monaten Insider fast ausschließlich auf der Käuferseite stehen. Es gibt unterschiedliche Gründe, warum man eine Aktie verkauft, aber eigentlich nur einen, warum man kauft. Und zwar mit dem eigenen Geld.

Warum dies eine gute Idee sein könnte, sei einmal an unterschiedlichen Beispielen klargemacht, an denen deutlich wird, dass wir schon weit

fortgeschritten in der volkswirtschaftlichen Schwäche sind und die Fallhöhe mittlerweile vergleichsweise gering sein dürfte. So liegt die weltweite Autoproduktion mehr als 10 % unter dem Höchststand 2016/2017, was die deutschen Hersteller nicht davon abgehalten hat, Rekordergebnisse zu erzielen. Die Chemieproduktion, die gemeinhin recht stabil verläuft, liegt in Deutschland 20 % unter dem Durchschnitt der letzten 15 Jahre, was trotz der sehr hohen Energiepreise vermutlich eher das untere Ende der Erwartungen darstellen dürfte und in erster Linie dem Vorratsabbau und nicht den hohen Kosten geschuldet ist. Das zieht sich hin von den Logistikern bis zum Einzelhandel, wo die aktuelle Geschäftslage nach dem Coronaboom ziemlich mau ist. Dagegen sieht die Dienstleistungsindustrie recht erfreulich aus, so dass die hier teilweise erzielten Rekordergebnisse wahrscheinlich nicht nachhaltig sind. Allerdings scheint dies auch niemand zu glauben, wenn man auf die aktuellen Bewertungen schaut. Was umgekehrt für die gedrückten Ergebnisse der produzierenden Unternehmen nicht zu gelten scheint.

### Rückkehr zu „Business as usual“

Die zuletzt deutlich stärker ausgefallenen Schwankungen der Konjunktur sind den beiden Großereignissen der letzten Jahre geschuldet, der Pandemie sowie dem Krieg in der Ukraine. Zunächst konnte das Geld nur für Güter und nicht mehr für Services ausgegeben werden, die Staaten verteilten Geld, das nicht erwirtschaftet worden war und nun auf ein reduziertes Angebot stieß, in Verbindung mit Knappheiten in der Logistikkette, was wiederum zu einer vorsichtsbedingten übermäßigen Vorratshaltung führte, begleitet von den Niedrigzinsen der Notenbanken, was alles in Summe zu deutlichen Preissteigerungen führte. Jetzt geht seit einem Jahr die Bewegung in die andere Richtung,



einschließlich der Übertreibungen: Windfallgewinne verschwinden, Löhne steigen und drücken auf die Margen, die Logistik funktioniert wieder normaler, insofern gibt es auch weniger Bedarf an erhöhten Vorräten, stattdessen werden diese abgebaut, letzten Endes auch getrieben durch die gestiegenen Zinsen, denn auf einmal kostet die Vorratsfinanzierung auch wieder Geld.

Diese Abweichungen von einem Gleichgewicht werden sich wieder einpendeln, da diese Schwankungen bei weitem nicht die weitgehend stabile Endnachfrage widerspiegeln. Gleichzeitig nutzen die Unternehmen die aktuelle Nachfrageschwäche, um ihre Kostensituation zu verbessern. Zudem ist zu berücksichtigen, dass fallende Preise bei Industrieprodukten auf die Margen drückt, sofern teurer eingekaufte Produkte nach und nach verarbeitet werden, während die Endprodukte bereits auf einem reduzierten Preisniveau angekommen sind. Allerdings kann man am wieder steigenden Ölpreis ablesen, dass es auf dieser Ebene schon wieder zu einer Gegenbewegung kommt und der Margendruck absehbar verschwinden oder sogar ins Gegenteil drehen wird. Gleiches gilt für den Abbau der Vorräte, der offensichtlich in den nächsten Monaten abgeschlossen sein wird. Also alles eigentlich Business as usual, wenn man einmal von der Größe und Schärfe sowie der Kürze der Amplitude absieht.

### **Unsere Art von Optimismus oder: Geben Sie beim Investieren nicht so viel auf das politische Umfeld**

Wer jetzt noch auf ein Drama wartet, hat die letzten Jahre im Tiefschlaf verbracht. Pandemie, Krieg in Europa, Energiekrise und zuletzt eine Explosion der Zinsen: All dies hat die Weltwirtschaft unter Mühen, aber im Großen und Ganzen erfolgreich durchgestanden. Es ist wahrscheinlich, dass die zukünftigen

Wachstumsraten niedriger ausfallen als früher. Nur: Wachstum wird in den aktuellen Kursen praktisch nicht eingepreist, für die meisten Branchen wird bestenfalls eine nominale Stagnation erwartet, für viele Industrien ein langfristiges Siechtum und schließlich das Verschwinden der meisten Unternehmen. Es ist auch so, dass die europäische Politik, und vorneweg die deutsche, ein überaus dürftiges Verständnis von wirtschaftlichen Zusammenhängen hat. Von der Beachtung der psychologischen Komponente, die laut Ludwig Erhard 50 % der Wirtschaft ausmacht, ganz zu schweigen, aber der war ja noch vom Fach. Allerdings dominieren letztendlich die ökonomischen Realitäten regelmäßig die ideologisch getriebenen Wünsche der Politik, das reicht von der Agenda 2010 bis zum Weiterbetrieb der nicht vollständig klimaneutralen Kohlekraftwerke, und sollte dies einmal nicht der Fall sein, besteht in vielen Fällen die Möglichkeit, dem Ganzen auszuweichen und bspw. seine Produktion nach und nach zu verlagern. So oder so reden wir hier aber von einem kleinen Teil der gesamten Volkswirtschaft, der strukturell gefährdet ist, und sollte einmal etwas tatsächlich nachhaltig ökonomisch zerstört sein: Das ist fast immer schon mehrfach in den Aktien eingepreist.

Insofern schätzen wir weiterhin die Chancen deutlich größer ein als die Risiken, sofern man den überbewerteten Teil des Aktienmarktes vermeidet. Viele Bewertungen sind auf langjährigen Rekordtiefständen, dementsprechend sind die schwierigen Rahmenbedingungen hier wahrscheinlich im Übermaß abgebildet. Und an alle die, die mit der gegenwärtigen Politik in Deutschland nicht einverstanden sind (nach Umfragen zwei Drittel der Bevölkerung und vielleicht auch einige Leser): Man soll nie den Fehler machen, seine

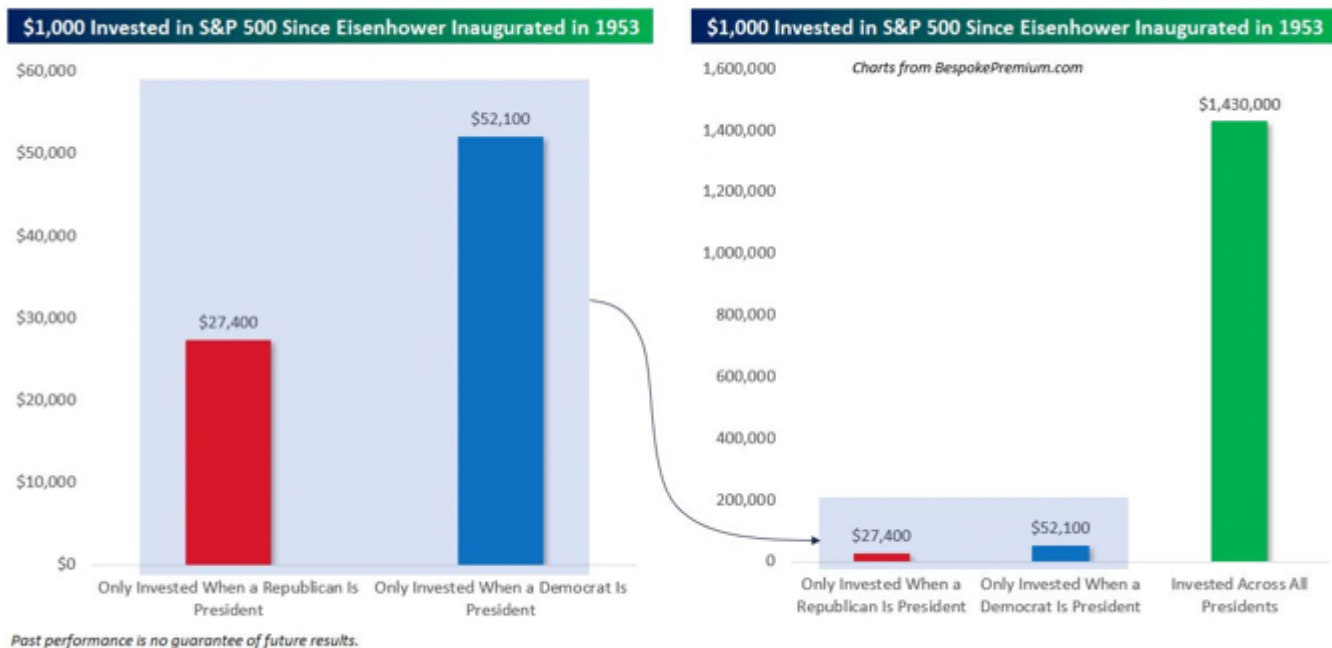


Investmententscheidung an seiner politischen Einstellung festzumachen, solange das Gesellschaftssystem das gleiche ist. Dargestellt an folgendem Chart:

Einfach erschlagend. Auch wenn die Zinsen der Alternativenanlagen hier nicht berücksichtigt sind.

Ihr Martin Wirth

### Don't let your politics get in the way of buy and hold!



7

Quelle: Bespoke Investment Group

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.