



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 2/2020 vom 08.04.2020

Was halten wir für das plausibelste Szenario im derzeitigen Corona-Wirrwarr?

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- In Europa und den USA sind keine relevanten Fehlallokationen von Kapital zu sehen
- Die angepassten Gewinnerwartungen sind aus unserer Sicht realistisch, teilweise vorsichtig
- Interessant sind Unternehmen mit grundsätzlich stabilen Geschäftsmodellen, kombiniert mit einer nicht geringen Verschuldung

1

Corona und der Lock-Down

Nach einem soliden Start ins Jahr mit weiteren Kursgewinnen brach an den internationalen Aktienmärkten im März gefühlt die Welt zusammen. Mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie in Europa und Nordamerika waren die Finanzmärkte mit einer nie gesehenen Situation konfrontiert und reagierten aufgrund massiver Unsicherheit sowie finsterner Aussichten zumindest für die unmittelbare Zukunft entsprechend.

Die Aussichten sind aufgrund der Lock-Downs schlecht, solange dieser besteht und auch eine Zeit darüber hinaus, was offensichtlich ist. Insofern muss sich niemand über Kurzarbeiter, Arbeitslose, Rekordverluste bei den Unternehmen und Ähnliches weiter wundern. Im Extremfall ginge es nur noch um das Überleben. Solange alle ein Dach über dem Kopf haben und genug zu essen könnte man diese Situation durchstehen, ohne Miete oder Zinsen zu bezahlen und ohne ein Gehalt zu

beziehen. Der Staat regelt die Grundversorgung, und das war es dann. Von dieser Extremsituation sind wir trotz der schwierigen Lage meilenweit entfernt. Mit der Aufregung um die Rückerstattung von angezahlten Urlaubsreisen oder der Forderung einer Vermögensabgabe der „Reichen“ kommen nach ein bis zwei Wochen im Schockzustand die ersten üblichen Reflexe wieder zum Vorschein.

Was ist unsere Erwartung?

Zunächst einmal ergibt sich die Notwendigkeit der Maßnahmen, die die Regierungen getroffen haben, zwingend. Die Dauer erstreckt sich offensichtlich über mehrere Wochen. Wenn man es positiv sehen will, ist dies (für den nicht arbeitenden Teil der Bevölkerung) ein sehr langes Wochenende, an dem für die meisten Leute das Gehalt weiterbezahlt wird.

Bis dahin wird die staatliche Urlaubskasse geplündert, die danach dementsprechend über einen langen Zeitraum wieder aufgefüllt werden

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



muss, vielleicht – ebenfalls im Extremfall – vorfinanziert durch die EZB. Nach allem was wir wissen wird dieses lange Wochenende ab Ende April bis Mitte Mai allmählich beendet, nach dem Vorbild der asiatischen Staaten (an deren Erfahrungen man sich vielleicht auch schon im Februar hätte orientieren können, aber hinterher ist man immer schlauer).

Die entscheidende Frage ist, auf welchem Niveau sich die Unternehmen und die Wirtschaft nach der Zwangspause wieder einrenken werden. Die gegenwärtige Rezession wird mit ihren Vorgängern verglichen, und dabei stellt man logischerweise fest, dass keine so schnell kam und so tief geriet. Das ist aber auch nicht überraschend und schon gar kein Hinweis für die Zeit danach: Wenn der Staat einen großen Teil der wirtschaftlichen Betätigung verbietet, ist ein solches Ergebnis zwingend. Dagegen ist unklar, wie es auf der anderen Seite der Rezession weitergehen wird.

2 Im Folgenden unsere Sicht der „Corona-Rezession“ im Vergleich zu einer „normalen“ Rezession.

Was ist schlechter im Vergleich zu einer „normalen“ Rezession?

- Der Einbruch ist schneller und tiefer.
- Die Lage hat nichts, was schnell und durch staatliche Maßnahmen (außerhalb des Gesundheitsbereichs) unter Kontrolle zu bekommen ist. Staatliches Agieren außerhalb des Gesundheitswesens dient allein der Aufrechterhaltung ökonomischer Strukturen, die sich ohne die Pandemie am Markt bewährt hatten.
- Die laufenden Kosten für diese Maßnahmen sind massiv höher. Wirtschaftliches Handeln ist sehr eingeschränkt, und das muss der Staat (teilweise) kompensieren im Tausch gegen ein höherwertiges Gut, nämlich die Gesundheit. Deutschland erwirtschaftet ein BIP von ca. 10 Mrd. € je Tag (rechnerisch, inkl. Wochenende), ein großer Teil

davon findet zurzeit nicht statt. Der Staat hat explodierende Ausgaben und kollabierende Einnahmen, das heißt, er hat in vielen Volkswirtschaften einen großen Teil des Ausfalls der Wertschöpfung selbst zu tragen.

- Die Tatsache, dass die Regeln zur Eindämmung der Pandemie alles andere überragen, dürfte auch zu Verhaltensänderungen bei den Bürgern führen, auch wenn staatliche Vorschriften dies gar nicht mehr erforderlich machen, wie bspw. bei Flugreisen oder größeren Events. Wie groß dieser Effekt sein wird kann niemand wissen. Dass sich die Verhaltensmuster halbwegs schnell an die Zeit vor der Krise angleichen werden ist möglich, schließlich ist dies etwas, mit dem die Menschen über Jahrzehnte gut gefahren sind. Vielleicht aber sitzt der Schock so tief, dass dies nicht der Fall ist. Angesichts der aktuellen Situation tendiert vermutlich eine Mehrheit im Augenblick zur zweiten Variante. Wenn die Nachbarn aber wieder die erste Fernreise getätigt haben, könnte sich dies schnell ändern.

- Und in diesem Zusammenhang nur einen Nebensatz wert: Anders als in einer normalen Rezession werden schwache Strukturen hier möglicherweise dank staatlicher Maßnahmen erhalten, die sich nun aufgrund der schieren Größe des Handlungsbedarfs nicht mehr an Wettbewerbsregeln orientieren könnten.

Auf der anderen Seite: Was ist besser?

- Anders als während einer normalen Rezession sind sich (fast) alle einig über die Ursachen der Probleme, wie man damit umgeht und wie man das Problem lösen wird: Es gibt keine ewigen Schuldzuweisungen, es geht nicht um die Frage, wer auf etwas verzichten muss, wer den Schaden moralisch tragen soll oder was die richtigen Maßnahmen zur Krisenbewältigung sind. Das unterscheidet sich erheblich von der Finanz- und Staatsschuldenkrise, bei denen die Gefechte bis

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



heute nicht abgeschlossen sind. Insofern ist der Lösungsweg eindeutig, was extrem viel Zeit und Ressourcen sparen wird. Gestritten wird über die Länge der Maßnahmen, nicht den Inhalt.

Eine normale Rezession hat zwei problematische Ursachen, die sich nicht schnell lösen lassen:

Zum einen beruht regelmäßig ein Teil des Aufschwungs auf einer Fehlallokation von Kapital. Beispiele aus der letzten Rezession sind die Immobilien, die am Markt vorbei gebaut wurden und an Leute verkauft wurden, die sie nicht bezahlen konnten. Zum anderen die Staatsdefizite, die einen Konsum ermöglichten, den sich die Schuldner nicht leisten konnten. Mit dem Platzen der Blase stellen dann die Gläubiger fest, dass die Schuldner ihre Kredite gar nicht bedienen können.

Somit hat man mehrere Probleme:

(a) Abschreibungen auf Forderungen und Kredite bei den Gläubigern, was eine sinkende Solvenz/weniger Wohlstand als kurz zuvor noch gefühlt mit sich bringt, somit einen negativen Wohlstandseffekt hat, der sich auf den Konsum auswirkt,

(b) die Unfähigkeit der Schuldner, ihr schuldenfinanziertes Wirtschaften fortzusetzen, sowie

(c) der Entfall von Arbeitsplätzen, die nicht mehr benötigt werden, nachdem die künstliche Nachfrage entfallen ist, wie als ein Beispiel von vielen nach Bauarbeitern in Spanien.

Das renkt sich alles wieder ein, benötigt aber Zeit, bis die Abschreibungen verdaut, das Wirtschaften an das laufende Einkommen angepasst wurde und neue Arbeitsplätze für die ehemaligen „Bauarbeiter“ entstanden sind.

Das ist in der „Corona-Rezession“ trotz ihrer Schärfe aus unserer Sicht ganz anders.

Zumindest in Europa und den USA sind keine relevante Fehlallokation von Kapital zu sehen (am ehesten vielleicht in China, was seit Jahren immer wieder thematisiert wird).

- Zum anderen war die Neuverschuldung zur Finanzierung des Wachstums in den letzten Jahren niedrig, wenn auch nicht so niedrig, dass die Schuldenstände in Summe sinken würden. Ausreißer hier sind die USA. Dennoch dürften somit vor allem in Europa zumindest die Effekte b und c geringer ausfallen. Wie hoch die Kreditausfälle sein werden wird man sehen, ohne größere Fehlinvestitionen sind sie aber eher zu handhaben. Subprime Loans sind jedenfalls bisher nicht als Problem aufgefallen.

Dank der Handelsstreitigkeiten der letzten Jahre ergab sich eine konjunkturelle Schwächung, die aber nicht ansatzweise irgendetwas mit der aktuellen Dramatik zu tun hatte. Insofern waren aus unserer Sicht die Volkswirtschaften in einem weitgehend stabilen Gleichgewicht. Daher stellt sich die Frage, was die Volkswirtschaften davon abhalten sollte, nach dieser Krise ihre Entwicklung fortzusetzen. Es müssen nicht in einem großen Umfang neue Arbeitsplätze „erfunden“ werden.

Was die befürchteten massenhaft drohenden Insolvenzen angeht: Wenn dies zuvor funktionierende Unternehmen betrifft ist aus unserer Sicht die Lösung offensichtlich: Der Staat wird für eine Überbrückungsfinanzierung sorgen, das ist seine Aufgabe, schließlich sind die Probleme der Unternehmen durch die Entscheidungen des Staates verursacht. Wenn – als Beispiel – ein Restaurant seine Miete nicht mehr bezahlen kann, zuvor aber „funktioniert“ hat, wird es nichts bringen, das Unternehmen in die Insolvenz zu schicken, wenn sowieso nichts zu holen ist, das Inventar kaum verwertbar ist und ein Nachmieter zurzeit kaum bereitstehen dürfte. Also gibt jeder etwas nach, und dann kann es nach der Krise weitergehen.



Das wird nicht funktionieren, wenn bereits vor der Krise die wirtschaftliche Existenz auf der Kippe stand. Insofern könnte dies zu einer Marktberreinigung führen, als Gegenpol zum großzügigen Geldverteilen der Politik.

Das kann man auch alles ganz anders sehen oder ganz darauf verzichten, eine Vorstellung zu haben, wie sich die Dinge weiterentwickeln werden, schließlich sind auch wir keine Virologen. Allerdings wird dies für die Entwicklung der Märkte in den nächsten Quartalen äußerst relevant sein. Insofern wäre es trotz aller Besonderheiten mehr als unklug, auf eine Meinung zu den Gegebenheiten zu verzichten.

Wir halten dies für das plausibelste Szenario:

- Lockerung der Maßnahmen nach und nach. Gefährdete Gruppen werden in Sicherheit gehalten. Das kann man als ungerecht ansehen, alles andere wäre aber schlicht zu teuer.
- Das Konsumverhalten wird vorerst hin zu Bereichen gehen, die man individuell ausleben kann, also Haus, Garten und Auto (wenn man es sich leisten kann) statt Urlaub und Konzerte. Selbst wenn es auch dort Probleme geben dürfte: Relativ werden diese Bereiche die Gewinner sein.
- Dagegen werden Themen wie Veranstaltungen, Reisen oder Urlaub in der Breite erst wiederkehren, wenn es eine Therapie oder eine Prophylaxe gibt. Immerhin: Dieser Punkt wird kommen.
- Wir haben starke Zweifel, ob die Normalisierung der Volkswirtschaften Jahre dauern wird, wie oben dargestellt.
- Die Staatsverschuldung wird aus offensichtlichen Gründen massiv steigen, was aber in den meisten Staaten aufgrund der tiefen Zinsen die laufenden Haushalte kaum belasten wird.

- Im Augenblick sind die Risikoprämien weiter hoch, wenn man auf Basis der normalisierten Gewinne rechnet. Allerdings sind die offiziellen Gewinnschätzungen, also das, was in den Datenbanken erfasst ist, gemessen an der aktuellen Lage vermutlich noch deutlich zu hoch, was an der Trägheit der Anpassungen liegt. Die Erwartungen, die aktuell angepasst wurden, sind aus unserer Sicht realistisch, teilweise vorsichtig.

Die Bewertung, basierend auf den Buchwerten der Unternehmen, hat in Deutschland in den letzten Wochen Tiefstände früherer Krisen erreicht. Nicht berücksichtigt ist dabei die Tatsache, dass die Qualität des deutschen Aktienmarktes, gemessen an der Verteilung der Marktkapitalisierung auf die unterschiedlichen Sektoren, deutlich zugenommen hat. Heute dominieren Gesundheits- und Technologieunternehmen den Markt, nicht nach der Anzahl der Namen, aber hinsichtlich ihrer Größe. Insofern ist trotz der Erholung der letzten Tage die Bewertung weiterhin auf einem extrem niedrigen Niveau, wenn man Äpfel mit Äpfeln vergleicht.

Egal, was in den nächsten Wochen an Schwankungen passieren wird, ist eines sehr wahrscheinlich: Dass es in absehbarer Zeit, also in 12 bis 24 Monaten, Lösungen geben wird, die Ursache der Probleme zu handhaben. Bis dahin wird es einen unsicheren Weg geben, der volatil sein dürfte, der aber zum Ziel führen wird. Aufgabe von Unternehmen wird es sein, diese Zeit zu überbrücken, ohne dass die Substanz aufgezehrt wird, im Optimum sogar ein Gewinn erzielt wird. Unternehmen, die unsichere Kandidaten sind – und davon gibt es einige – sollten eine Bewertung aufweisen, die diese Unsicherheit widerspiegelt. Hier lässt sich festhalten, dass aufgrund der Qualitätsfixierung der letzten Jahre eine durchaus ansehnliche Zahl von Unternehmen als höchstwahrscheinlich gescheitert angesehen werden. Somit kann man Kandidaten für eine massiv positive Performance finden, wenn sich eine Stabilisierung abzeichnet.

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



Im Augenblick jedoch sehen wir als die interessanteste Gruppe die Unternehmen an, die ein grundsätzlich stabiles Geschäftsmodell aufweisen, allerdings kombiniert mit einer nicht geringen Verschuldung. Hier finden sich erstaunlich niedrige Bewertungen, die natürlich geprägt sind von den aktuellen Unsicherheiten. Aufgrund der Ursachen der Krisen sowie der Politik der Staaten halten wir es für fast ausgeschlossen, dass diesen Unternehmen daraus Probleme entstehen werden.

Die nächste Gruppe sind die Unternehmen, die ein eher zyklisches Geschäft haben, aber eine solide Bilanz, kombiniert mit üblicherweise überdurchschnittlichen Margen. Hier kann man sich an starken Unternehmen zum Buchwert der Sachanlagen oder darunter beteiligen; Marken, Knowhow oder Vertriebsstrukturen bekommt man geschenkt. Eigentlich ein Traum für jeden

nachhaltigen Investor. Die riskanteren Chancen stehen dagegen im Augenblick etwas zurück, dazu sind zurzeit die Alternativen einfach an sich schon zu interessant.

In Summe: Extreme Rahmenbedingungen, extreme Unsicherheiten, extreme Chancen.

Bleiben Sie gesund!

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.