



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 4/2020 vom 15.10.2020

Von Gewinnern und Verlierern und daraus resultierenden Chancen

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Indexniveau sagt wenig aus über Bewertung des breiten Marktes
- Extreme Unterschiede der Auswirkungen der Pandemie führen zu Chancen und Risiken
- Ausblick: Stabilität des menschlichen Verhaltens und Chancen für die Aktienbewertung

1 Erholung mit Einschränkungen

Im dritten Quartal wurden an den Aktienmärkten auf Indexebene weitere Gewinne verzeichnet. Die Ausschläge nahmen jedoch deutlich ab und sind mittlerweile wieder im üblichen Rahmen, nachdem im ersten Halbjahr noch Extremwerte zu verzeichnen waren. Die durch die Pandemie veränderten Rahmenbedingungen sind mittlerweile deutlich besser einzuschätzen. Die schlimmsten Befürchtungen bewahrheiteten sich nicht. Allerdings sind zur Eindämmung der Gefahren einige Regeln zum Standard geworden, die noch zu Beginn des Jahres unvorstellbar waren.

Einige Unternehmen können von den geänderten Rahmenbedingungen profitieren. Die große Mehrheit arbeitet sich mit mehr oder weniger leichten bis mittleren Blessuren durch die Krise, solange es nicht wieder zu den extremen Einschränkungen wie durch den Lockdown im zweiten Quartal kommt.

Nachdem sich Abstandsregeln als eine der wirksamsten Maßnahmen erwiesen haben, sind dagegen Unternehmen, deren Geschäftsmodell auf eine geringe Distanz zwischen den Menschen angewiesen ist, und zwar direkt und indirekt, erheblich unter Druck geraten. Neben den üblichen Verdächtigen sind dies auch Unternehmen, die wie Versicherungen von Zweitrundeneffekten getroffen werden.

Von Gewinnern ...

An den Aktienmärkten hatten drei Aspekte eine besonders positive Auswirkung auf die Kurse und führten zu deutlichen Kursgewinnen und zu Kursständen, die höher liegen als zu Beginn der Pandemie.

Logischerweise schlugen sich die Krisenprofiteure bestens und verzeichneten deutliche Kursgewinne. Dies sind nicht alleine die Digital-

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



unternehmen, sondern auch Unternehmen aus dem Gesundheitssektor. Die erste Gruppe konnte in ihre hohe Bewertung vor der Krise durch einen massiven Wachstumsschub trotz steigender Kurse zu einem guten Stück hineinwachsen. Zudem dürfte die Verschiebung zugunsten dieser Unternehmen dauerhaft sein. Bei anderen Unternehmen dagegen sind die Kurse der Geschäftsentwicklung teilweise enteilt, oft auch getrieben von der Hoffnung, zum Durchbruch im Kampf gegen die Pandemie einen relevanten Beitrag zu leisten. Die Nachhaltigkeit hier ist noch offen.

An zweiter Stelle profitierten wieder einmal Aktien von Unternehmen, deren Geschäftsmodell sehr stabil ist, die durch die Pandemie nicht beeinflusst waren und die von der Erwartung getrieben wurden, dass die Zinsen für einen sehr langen Zeitraum mehr oder weniger nicht mehr existent sein dürften. Dementsprechend stieg auch hier die Bewertung an.

Der dritte Einflussfaktor, der nach den liquiditätsgetriebenen Abverkäufen im ersten Quartal mit am stärksten die Kursentwicklung beeinflusste, war der der Gewinnüberraschungen. Vor allem Unternehmen, deren Geschäft durch die Pandemie in diesem Jahr doch nicht so stark getroffen war wie zunächst befürchtet und die nach dem Lockdown wieder eine halbwegs zügige Geschäftsbelegung verzeichneten, konnten massive Kursgewinne erzielen und damit sogar ihre „Vor-Corona-Kurse“ überbieten. Man darf unterstellen, dass die geänderten Rahmenbedingungen trotz allem auch auf diese Unternehmen keinen positiven Einfluss hatten. Das bedeutet, dass diese Unternehmen entweder vor der Krise eine deutlich zu niedrige Bewertung aufwiesen, oder aber dass immer mehr Investmententscheidungen durch Algorithmen

gefällt werden, in diesem Fall auf Basis des Gewinnmomentums, nicht der Bewertung.

... und Verlierern

Alles in allem hat dies dazu geführt, dass ein Großteil der Verluste durch die Corona-Krise auf Indexebene wieder aufgeholt wurde, allerdings mit einer erheblichen Unwucht. Dies bedeutet, dass die Betrachtung des Index allein den Blick auf die unterschiedlichen Entwicklungen verstellt. Wer nicht profitierte, waren die Unternehmen, deren Geschäft in einem unterschiedlichen Ausmaß von der Krise betroffen war, und diese sind in der Mehrzahl. Hier gilt es ebenfalls zu unterscheiden.

Aktien von Unternehmen, deren eigentliches Geschäft nur während des Lockdowns massiv gelitten hat, sich aber danach deutlich verbessert hat, sehen optisch teuer aus: Das zweite Quartal hat das gesamte Jahr zerstört, was offensichtlich nur noch ansatzweise kompensiert werden kann. Sofern die Erholung nicht deutlich besser als erwartet und einfach nur in Richtung einer Normalisierung läuft, liegt die Bewertung auf der Basis normalisierter Gewinne oder gemessen an der Substanz der Unternehmen weiter auf einem sehr niedrigen Niveau.

Schwieriger ist der zweite Fall: Unternehmen, deren Geschäft aufgrund der geltenden Regeln de facto weiterhin unter einem Lockdown steht, haben sich praktisch gar nicht erholt. Hier ist allein das Ende der Pandemie die Voraussetzung für eine Erholung. Bis dahin gilt es zu überleben, mit oder ohne neues Kapital.



Kein Grund, nur von Defiziten und Untergang zu sprechen

Wenig überraschend befinden sich in diesen beiden Gruppen die unter Bewertungsaspekten überdurchschnittlich interessanten Kandidaten, während in der Gruppe der Unternehmen, die dieses Jahr deutliche Kursgewinne erzielt haben, die Bewertung zumindest bei einigen Unternehmen ausgereizt sein dürfte. Und nachdem bereits zu Jahresbeginn ein zyklischer Aufschwung an Breite gewann, sollte man vielleicht nicht auf eine dauerhafte Konjunkturschwäche setzen.

Da es genügend Untergangsszenarien gibt, sollen hier einmal die positiveren Möglichkeiten dargelegt werden.

Zum einen ist die Aussage „schlimmste Rezession seit xy Jahrzehnten“ unsinnig, da die Regierungen genau diese Rezession verordnet haben. Nach Lockerung der Vorschriften zeigt sich logischerweise eine erhebliche Erholung, oft V-förmig. Verschiedene Branchen, die keine Krisenprofiteure sind, haben bereits das Vorkrisenniveau erreicht, allerdings wie beschrieben ohne die Verluste aus dem ersten Halbjahr auszugleichen. Teilweise wird die Erholung durch Nachholeffekte getrieben, was am grundsätzlichen Trend aber nichts ändern dürfte.

Daneben sollte man beachten, dass im Fokus der öffentlichen Aufmerksamkeit in erster Linie die Unternehmen stehen, die gerade besonders leiden. Über die Verlagerung der Nachfrage wird wenig berichtet. Da weniger Urlaub gemacht wird, viele Leute aber über ein unverändertes Einkommen verfügen, fließt dies in andere Verwendungen. So boomen das Handwerk oder die Baumärkte.

Weiterhin ist in allen Staaten ein größerer Teil der Einkommen zumindest im zweiten Quartal in die Ersparnisbildung geflossen. Diese riesigen Sparvolumina stehen den gestiegenen staatlichen Haushaltsdefiziten gegenüber. Wenn man sich den Fall von Deutschland anschaut – zugegebenermaßen besonders prägnant –, ist hier die steigende Ersparnisbildung durch den Staat in Form von Transferleistungen zu einem guten Teil ausgeglichen worden. Wann die Staaten bei der Begeisterung, Geld unters Volk zu bringen und sich nicht großartig um die steigende Verschuldung zu kümmern, wieder zurückrudern werden ist offen. Es steht zu vermuten, dass dies langsamer als die Erholung der Konjunktur geschehen wird. Insofern sollte man nicht von einer aufziehenden Nachfrageschwäche ausgehen.

Vorsichtiger Optimismus

Der wichtigste Treiber aber wird natürlich das Ende der Pandemie sein. Erst in einigen Jahren, wenn es keinen Impfstoff geben sollte, ansonsten nach und nach im Laufe des nächsten Jahres. Für letzteres spricht fast alles, was zu lesen ist. Es wird nicht einen Startschuss geben. Schon heute ist klarer, wie man die Ansteckungsgefahr reduzieren kann, wer gefährdet ist, wie man Erkrankte besser behandeln und so die Sterblichkeit reduzieren kann, ohne eine präzise Therapie zu haben. Dementsprechend haben wirtschaftliche und andere Aktivitäten bereits wieder deutlich zugenommen. In China wurden durch eine länger durchgehaltene, konsequente Eindämmung des Virus Neuansteckungen sehr gering gehalten, mit dem Erfolg, dass die Wirtschaft im Vergleich zum Vorjahr bereits wieder wächst. Somit könnte das ein Blick in die Zukunft sein: Keine Pandemie bedeutet, dass der



Vorkrisenzustand relativ zügig erreicht werden könnte.

Trends, allzu menschliche Verhaltensmuster und was wir daraus schließen können

Man sollte nicht darauf setzen, dass sich nach der Krise viele Dinge geändert haben werden. Es gibt offensichtliche Trends wie den der Digitalisierung, für die die Krise nur ein Beschleuniger war. Gleiches gilt für die Nachhaltigkeit, die durch die richtige Bepreisung des Ressourcenverzehrs so oder so ein dominierendes Thema geworden wäre. Dass jedoch menschliches Verhalten ein grundsätzlich anderes sein sollte, kann man mindestens bezweifeln: Man sollte seinen Mitmenschen nicht unterstellen, dass sie einfach nur zu dumm sind um zu wissen was gut für sie selbst ist. Man hat eher den Eindruck, dass hinter dem Wunsch, dass sich vieles ändert, eher der unausgesprochene Gedanke steht: Jetzt werden alle so schlau wie ich sein und sich dementsprechend so verhalten. Wenn man nicht daran glaubt, darf man davon ausgehen, dass sich – negativ formuliert – die alten Verhaltensmuster wieder einstellen werden. Oder positiv: Die Leute machen das, was sie für richtig halten. Wir kennen niemanden – auch wenn es solche Menschen geben mag – die sagen: Es war ein Fehler, in den letzten Jahren so viele Fernreisen gemacht zu haben. Eher ist das Gegenteil der Fall. Was man allerdings öfters antrifft ist die Meinung, dass andere Leute zu viele Fernreisen gemacht haben, und daher kommt vielleicht auch die Ansicht, dass sich dies ändern sollte.

Insofern halten wir die Augen auch bei den Krisenverlierern offen. Einige Unternehmen dürften im Nachhinein durch eine veränderte Anbieterstruktur letztendlich zu den Gewinnern zählen, insbesondere ausgehend von den heutigen

Aktienkursen. Für viele werden die Mittel jedoch nicht ausreichen, das rettende Ufer zu erreichen. Insofern ist in einer solchen Situation eine solide Bilanz von herausragender Bedeutung, um die sich daraus ergebenden Chancen zu nutzen.

Was vollkommen offen ist, ist die Frage, wie die Staaten die entstandenen Defizite decken wollen. Wenig erstaunlich ist, dass die politischen Kreise, denen vor der Krise eine steigende Verschuldung schon als Wert an sich erschien, nun die ersten sind, die von Steuererhöhungen (natürlich nur für andere) reden. Da sie das immer tun, sollte man dies vielleicht nicht zu hoch hängen. Unser Tipp: Ein sogenanntes Sondervermögen, zu tilgen in diversen Jahrzehnten, wenn die Inflation, die, anders als oft zu lesen, nach wie vor existiert, einen Großteil der Reallast getilgt hat. Natürlich auf dem Rücken der Sparer. Man wird sehen.

Die Finanzmärkte zeigen (mal wieder), dass auch die Pandemie einer stabilen Gesellschaftsordnung nichts anhaben kann

Zusammengefasst sehen wir eine allmähliche Normalisierung der Dinge, mit einer Dynamisierung im Lauf der nächsten 12 bis 18 Monate. Vielleicht 10 bis 20 % der Aktien weisen eine hohe oder überhöhte Bewertung auf. Der breite Aktienmarkt ist absolut gesehen normal bis niedrig bewertet, im Vergleich zum Rentenmarkt ganz zu schweigen. Bei einer Fortsetzung des Trends der letzten Monate wird dies nicht nur gemessen an der Substanz, sondern auch in Form der Gewinne nach und nach deutlich werden. Durch das verbesserte Handling der Pandemie dürfte es einen zweiten Lockdown nicht geben, von punktuellen Maßnahmen abgesehen.

Die Risikoaversion an den Finanzmärkten ist in den letzten 20 Jahren permanent angestiegen.

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



Die beiden letzten Schübe auf neue Höchststände wurden durch die weltweiten Handelsstreitigkeiten sowie, nachdem diese allmählich verarbeitet waren, durch die Pandemie verursacht. In der Pandemie wurden neue Höchststände verzeichnet, was angesichts der individuell empfundenen Bedrohung wenig überraschend ist. Sofern kein noch schlimmeres Ereignis bevorsteht, könnte sich der Blick allmählich wieder einmal in Richtung der Chancen außerhalb der offensichtlichen Themen richten. Wie man sieht, kann die Menschheit auch Probleme dieser Größenordnung verarbeiten. Zu wissen, dass weder eine Finanzkrise, noch ein Handelskrieg noch eine Pandemie das Ende der Geschichte darstellen, könnte zur Erkenntnis führen, dass die Gesellschaftsordnungen viel stabiler sind als dies durch das kontinuierliche

mediale Getöse vermittelt wird. Dadurch könnte sich auch die Fixierung auf die kurzfristige Verlustvermeidung reduzieren, die angesichts der aktuellen Zinsen auf längere Sicht mehr oder weniger eine Verlustgarantie ist. Die Tatsache, dass sich viele Aktien, auch aus dem Lager der Nicht-Krisenprofiteure, besser geschlagen haben als es das aktuelle Geschäft anzeigt, könnte ein Hinweis darauf sein.

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.