



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 2/2021 vom 15.04.2021

Börse: Pandemie abgehakt

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Gute Gründe für Rekordstände und Outperformance von Value im ersten Quartal
- Psychologie und Notenbanken spielen entscheidende Rollen
- An Aktien führt kein Weg vorbei
- Mit dem FPM Funds Ladon beim Thema Nachhaltigkeit den Trends voraus sein

1 Neue Höchststände und Outperformance der „Value-Aktien“

Trotz der Pandemie und einer weiterhin fragilen wirtschaftlichen und politischen Lage erreichten die Aktienbörsen in vielen Ländern im ersten Quartal des Jahres 2021 neue Rekordstände. Dies gilt sogar für den Kurs-DAX, der nach vielen Anläufen in den letzten 20 Jahren nun das Hoch aus dem Jahr 2000 überschritten hat. Damit keine Panik aufkommt: Gedeckt ist dies, modellhaft dargestellt, neben einer anderen Indexzusammensetzung auch durch die in den letzten 20 Jahren aufgelaufenen thesaurierten Gewinne, die üblicherweise 60 – 70 % der erzielten Gewinne betragen. Also durch den Gesamtgewinn von 14 Jahren, wenn man 30 % Ausschüttung unterstellt, und somit bei einem KGV von 14 eigentlich die gesamten Index-Punkte. Um einmal die historischen Dimensionen darzustellen: Um die Höchststände vor der Weltwirtschaftskrise zu übertreffen, brauchte der als Kursindex

gerechnete Dow Jones 26 Jahre, die Höchststände nach dem Auslaufen des Booms nach dem 2. Weltkrieg wurden 16 Jahre später im Jahr 1982 übertroffen. In den Folgejahren wurden dann Renditen im dreistelligen Prozentbereich erzielt. Somit könnte dieser neue Höchststand sehr relevant sein, und man darf möglicherweise nun zuversichtlicher als in den letzten Jahren nach vorne schauen.

Anders als meistens in den letzten zehn Jahren waren „Value-Aktien“ nun ein klarer Outperformer. Dies bedeutet, dass nicht mehr nur bestimmte Parameter einer Aktie bei der Auswahl eine Rolle spielen, namentlich Wachstum und Stabilität der Gewinne, sondern eben auch die Bewertung dieser Gewinne, nachdem viele niedrig bewertete Unternehmen besser durch die letzten Quartale gekommen waren als zunächst befürchtet. Dennoch haben sich die Bewertungslevels nur teilweise angeglichen: Um die immer noch bestehenden Unterschiede zu rechtfertigen,

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



muss man seine optimistischen Erwartungen für die weiterhin hoch bewerteten Unternehmen für eine Reihe von Jahren fortschreiben. Denn neben der langsam wachsenden Zuversicht für „normale“ Unternehmen ist die Spekulation rund um gehypte Themen alles andere als verschwunden. Das ist beispielsweise ablesbar an der Beliebtheit der SPACs, also den Gesellschaften mit Kapital, aber ohne Geschäft, in die man investiert nach dem Motto: Da wird schon jemandem etwas Tolles einfallen. Aber auch bei Themen, die hochgespielt werden und in die über Aktien investiert werden kann, ohne dass außer großen Worten und Plänen irgendetwas Relevantes zu berichten ist. Sichtbar an den unterschiedlichen angehenden Elektroauto-Produzenten, die abgesehen von ein paar Show Cars und Managern, die gerade eben noch Verlierertypen bei der untergehenden „alten“ Autoindustrie waren und durch den Arbeitgeberwechsel zu Heilsbringern mutieren, (noch) nichts zu bieten haben.

2

Erleichterung über die Überwindung der Pandemie ein Wendepunkt?

Wie kann das sein, und woher kommt die Bereitschaft, nun gerne wieder alles positiv zu sehen? In den letzten 20 Jahren ging die Einstellung von „alles geht“ der 90er Jahre bis zur heutigen „Das Ende ist nah“-Stimmung. Jede Krise erreichte in der Wahrnehmung der Märkte eine neue Dimension: Vom Platzen der Blase nach 2000 zur Finanzkrise 2007, der Euro-Schuldenkrise, den politischen Krisen (Krim, Trump, Türkei, China, Handelskriege ...) bis zuletzt hin zur existentiellen Krise der globalen Pandemie. Und nun bleibt festzuhalten: Alles wurde überstanden. Offensichtlich ist die Robustheit der Volkswirtschaften sowie insbesondere der Unternehmen höher als erwartet. Und wir hatten letztendlich zu Beginn

dieser schwierigen zwei Dekaden an erster Stelle ein Bewertungsproblem an den Aktienmärkten. Die Erleichterung über die Perspektive, die Pandemie in absehbarer Zeit zu überwinden, dürfte der entscheidende Faktor sein, nun die Dinge nicht mehr nur aus einer kritischen Perspektive zu betrachten. Und da die Psychologie bekanntermaßen die Hälfte der Wirtschaft treibt, könnte dies ein Wendepunkt sein, um nicht mehr nur „nochmal einen Tiefpunkt und einen niedrigeren Tiefpunkt...“ (Rudi Völler) zu suchen und Sicherheit nicht mehr über alles zu stellen.

Enteignung der Sparer durch die Notenbanken, Transfer an die Eigentümer realer Vermögen

Die größten Verzerrungen sind weiterhin an den Anleihemärkten zu finden. Die permanenten Eingriffe der Notenbanken führen durch die deutlich unter den Inflationsraten liegenden Zinsen zu einer massiven Verschiebung realer Werte von Gläubigern zu Schuldern, analog einer Besteuerung der soliden, aber risikoaversen Sparer mit anschließender Umverteilung an die Schuldner, egal ob es diese nötig haben oder nicht. Die Behauptung, dass auch ohne die Anleihekäufe der Notenbanken die Zinsen dort lägen wo sie heute schon sind, ist unsinnig: Denn dies würde bedeuten, dass die Notenbankinterventionen keine Effekte hätten. Dann könnte man sie ja auch bleiben lassen. Jedenfalls ist dies alles nichts anderes als eine Besteuerung des nominalen Vermögens, von anderen Effekten wie der nicht mehr notwendigen Haushaltsdisziplin der Staaten oder Verwahrlosung der Risikobereitschaft einiger Finanzmarkt-akteure einmal ganz abgesehen.

Dem kann man sich, anders als bei einer vom Gesetz vorgegebenen Steuer, entziehen, besser noch: Man kann als Empfänger der Umverteilung auch einmal profitieren. Das haben Immobilieninvestoren schon lange für sich



genutzt, und dies gilt auch für die Lieblinge der letzten Jahre am Aktienmarkt, den Unternehmen, die entweder sehr stabile Ergebnisse erzielen, oder den stark wachsenden Unternehmen. Durch die starke Kursentwicklung dieser Segmente litten jedoch die Performance der Aktien der Unternehmen, die diese Kriterien nicht erfüllten: Hier floss Geld ab in die anderen Bereiche, mit den entsprechenden Auswirkungen auf die Bewertungsdifferenzen.

Pandemie gibt den Weg frei für eine expansive Fiskalpolitik

Mit der Pandemie hat sich eine relevante Änderung ergeben: Die Staaten sorgen nun nicht mehr nur für billiges Geld, was sie in den letzten mehr als zehn Jahren getan haben. Jetzt sorgen sie auch noch für die entsprechende Nachfrage, indem sämtliche Schuldenbremsen eingerissen werden. Mit zwei- bis dreistelligen Milliardenbeträgen wird nur so herumgewirbelt, die nach den europäischen Verträgen verbotene Verschuldung der EU ist auf einmal höchste Staatsraison, Transfer- und Haftungsfragen werden nur noch von sogenannten Antieuropäern hinterfragt. Im Vergleich zu den USA ist dies aber noch kleinkariert: Unabhängig von der Verwaltung geht es dort richtig zur Sache. Für viele Menschen sind in der Krise die Einkommen gestiegen, da die Zuwächse der staatlichen Transferleistungen größer waren als die wegfallenden erarbeiteten Einkommen. Das wurde von Trump begonnen und wird nun von der Biden-Regierung fortgesetzt, allerdings nun medial als große Weisheit und umfassender Erfolg bewertet.

Eins ist klar: Es ist vollkommen unstrittig, dass in einer Pandemie eine sonst einzuhaltende Haushaltsvorgabe nicht die entscheidende Größe ist. Allerdings liegen hier die Dinge etwas anders als in den letzten Jahrzehnten: Aus unserer Sicht

war die Pandemie nur der Anlass, von der verhassten Haushaltsdisziplin abzuweichen. Gründe dafür gibt es immer: Vernachlässigung der Infrastruktur, der Bildung, der Digitalisierung usw. usf. Und die Notenbank sorgt für die entsprechenden Zinsen, so dass mit der Ausgabenorgie die laufenden Haushalte nicht großartig belastet werden. Über die Tatsache, dass jede Anleihe auch einmal zurückzahlen ist, wird großzügig hinweggesehen: Das betrifft die Nachfolger, oder man lässt eben noch einmal anschreiben. Das geht solange gut, bis es nicht mehr gut geht. Fragen zu dem Thema kann das griechische Finanzministerium beantworten. Allerdings waren dort dann immer die lange verblichenen Amtsvorgänger Schuld.

Bewertung deutscher Aktien trotz Rekorden in Summe weiter attraktiv...

Das mag man nicht gutheißen, aber man muss ja auch nicht mehr darunter leiden als nötig. Deutsche Aktien weisen generell – nach einer Dürrephase von 20 Jahren seit 2000 – oft eine erhebliche Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen auf. Lag Ende der 90er Jahre die Risikoprämie bei Null bis teilweise minus drei bis vier Prozent, sind heute Risikoprämien von fünf bis zehn Prozent eher die Norm als die Ausnahme. Selbst wenn die Zinsen etwas steigen sollten, sind aus Bewertungssicht die Verhältnisse weiterhin glasklar. Zumindest für die Investoren, denen regulatorisch (ein weiterer staatlicher Trick) oder mental keine unüberwindbaren Barrieren auferlegt sind. Wer weiterhin in tiefstverzinsten Staatsanleihen investiert angesichts der Tatsache, dass Staaten, vorneweg die USA, jetzt dazu übergegangen sind, Helikoptermoney zu verteilen, sollte dies einmal ökonomisch erklären, wir wären interessiert.



Mit dem Blick auf die nähere Zukunft, i.e. die nächsten Quartale, hat sich die Perspektive ebenfalls aufgehellt, was an den steigenden Kursen ersichtlich wird. Die Impfungen wirken, ablesbar an den Infektionszahlen und der Sterblichkeit in den Ländern, in denen die Impfungen schon weit fortgeschritten sind. Und genauso wichtig: Anders als das Mediengetöse es vermuten lässt sind die Pläne der Impfstoffhersteller per Saldo erreicht oder übertroffen worden. Der Börse wird ja gelegentlich von wenig kompetenter Seite unterstellt, dass sie weitgehend von Quartalsdenken getrieben wird. Wer hier kurzfristig und hysterisch denkt ist klargeworden: Die Börse jedenfalls nicht, hier wird das sich abzeichnende Ende der Pandemie eingepreist, auch wenn dies weltweit betrachtet noch einige Quartale dauern wird. Aber der Weg ist klar. Selbst auf das Problem der Mutationen sind die Impfstoffhersteller nach eigenen Angaben vorbereitet. Und die Produktionskapazitäten sind nach und nach kein Thema mehr.

Somit ist die folgende Ausgangslage gegeben: Wirtschaftliche Normalisierung, verbunden mit einer extrem expansiven sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik, gepaart mit einer von Ausreißern abgesehen absolut angemessenen und relativ niedrigen Bewertung von Aktien sowie einer technisch gesehen bemerkenswerten Lage (selten hier genannt, aber diesmal ist es aus unserer Sicht relevanter). Das einzige, was (kurzfristig) gegen Aktien spräche, ist der steile Anstieg der letzten Monate. Auf längere Sicht und bis zu einer Veränderung der Rahmenbedingungen spricht herzlich wenig gegen Aktien.

...allerdings ist eine Differenzierung angebracht

Unter den aus unserer Sicht geänderten Rahmenbedingungen seit Beginn der Pandemie

sind somit zwei Gruppen von Aktien die erste Wahl: Normal bis niedrig bewertete, teilweise zyklische Titel, die von der Stabilisierung der Wirtschaft, der im letzten Jahr durchgezogenen Restrukturierungen, der sinkenden allgemeinen Risikoaversion sowie von steigenden Zinsen profitieren. Daneben Wachstumsunternehmen, solange die erwarteten Wachstumsraten erreicht werden. Allerdings sind hier die Kursrisiken bei einer Zielverfehlung teilweise immens, so dass eine überdurchschnittliche Wachsamkeit angezeigt ist. Wir meiden Titel, die von fallenden Zinsen profitiert haben, die nun aber eine Bewertung erreicht haben, die selbst bei stagnierenden Zinsen nur eine eher laue Rendite versprechen, bei einem Zinsanstieg jedoch erheblichen Gegenwind spüren sollten. Daneben sind wir nicht übermütig und setzen nicht auf Unternehmen, deren Geschäft zwar nach der Pandemie zurückkommen wird, deren Bilanzen aber während der letzten Quartale zerfleddert wurden.

Wer sich noch Sorgen um den Zustand der Wirtschaft macht sollte eines bedenken: Ein großer Teil, nämlich weite Teile des Dienstleistungssektors, befinden sich weiter im Winterschlaf. Bei einer Öffnung im Lauf des Jahres dürften Nachfrage und Beschäftigung nach oben schießen, wie dies bereits in den USA oder China der Fall ist. Ob dies dazu führt, dass die im Augenblick begünstigte produzierende Industrie eine schwächere Nachfrage erfährt, ist unklar, sollte aber im Auge behalten werden. Zur Zeit ist es so, dass die durch staatliche Maßnahmen weitgehend stabilen Einkommen in erster Linie für Produkte ausgegeben werden, ablesbar an Knappheiten aller Art. Das wird nicht dauerhaft der Fall sein. Wie auch immer: Für den Augenblick ist wenig zu sehen, was die positive Entwicklung einbremsen wird.



Umstellung auf eine nachhaltige Weltwirtschaft bietet gewaltige Chancen

Mit dem Blick auf die etwas längerfristige Zukunft wird das Thema ESG eine weiter wachsende Rolle spielen. Hier gilt unser Augenmerk in erster Linie dem „E“. Zwar waren diese Aspekte auch in der Vergangenheit bei der Bewertung eines Geschäftsmodells innerhalb unseres Analyseprozesses bedeutend. Mit dem seit einem Jahr neu ausgerichteten FPM Funds Ladon gehen wir aber einen Schritt weiter: Wir suchen nicht nach Unternehmen, die extern definierte Kriterien, ob passend oder nicht, mehr oder weniger deutlich einhalten. Hier stehen vielmehr Unternehmen im Fokus, die ermöglichen, das nach allgemeiner Ansicht drängendste Problem der Menschheit, die ökologische Nachhaltigkeit, zu erreichen. Anders als in Deutschland verbreitet müssen wir zugeben, dass wir nicht zu den Optimisten gehören, die meinen, dass sich die Probleme durch Verbote und Vorschriften lösen lassen, ohne dass dies einen signifikanten Teil des Wohlstands in den reicheren Staaten kosten würde. Insbesondere würden Verbote wahrscheinlich bewirken, dass die globale Mittelschicht und heute ärmere Staaten keinen Anreiz haben, diesem Beispiel zu folgen, solange der Ressourcenverbrauch, z. B. der CO₂-Ausstoß pro Kopf, nicht auf einem vergleichbaren Level liegt.

Somit muss man versuchen, die Schiefelage anders zu lösen: Nämlich durch neue Technologien. Hier bieten sich für Unternehmen in den nächsten Jahrzehnten Chancen in einer gewaltigen Größenordnung. Vieles wird kapitalintensiv sein, „nur“ nicht proprietäres Wissen erfordern oder spürbar reguliert sein. Es wird aber auch

Unternehmen geben, die eigenes Know-How entwickeln und dies zum Beispiel durch Partnerschaften mit großen Unternehmen hebeln können. Die Photovoltaikindustrie hat (mindestens) zwei wichtige Erkenntnisse gebracht: In 15 Jahren sind die Preise um nicht für möglich gehaltene 90 - 95 % gefallen. Die Photovoltaik ist heute die billigste Form der Stromerzeugung. Gleichzeitig hat kaum ein Unternehmen auf Dauer gesehen eine nachhaltige Überrendite erzielen können. Gut für die Menschheit, schlecht für die Investoren. Letzteres zu vermeiden und einen Gewinn für alle Seiten daraus zu ziehen ist die Aufgabe bei der Aktienauswahl und somit bei der Analyse der Geschäftsmodelle. An dieser Stelle ein historischer Vergleich: Dass das Internet einmal riesig wird, wurde vor 25 Jahren klar. Viele der erfolgreichsten Unternehmen waren damals noch nicht einmal angedacht.

Insofern gibt es viel zu tun und zu beobachten. Der Markt, der in den nächsten Jahrzehnten entsteht, wird bspw. die gesamte Energiewirtschaft ersetzen: Die Öl- und Gasindustrie, die Versorger, die Kraftwerksindustrie. Und das ist nur ein Teil der Chance. Es ist sehr wahrscheinlich, dass diese Perspektiven auch von Unternehmen genutzt werden, die Lösungen bieten werden, die sich heute noch unterhalb der meisten Radarschirme bewegen oder vollkommen anders seitens der Märkte wahrgenommen werden. Sie zu finden ist das Investmentthema für den FPM Funds Ladon.

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.