



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

Martin Wirth – 1/2021 vom 19.01.2021

### Chancen für 2021: „Konjunkturdoping“ zur Bekämpfung der Pandemiefolgen

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

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

- Rückblick 2020: Börsenrekorde trotz schlechter Aussichten
- Ausgangslage für das neue Jahr anders als bei bisherigen Rezessionen
- Neuverschuldung und mögliche Effekte: Unser Kernszenario
- Profiteure eines neuen gesellschaftlichen Konsenses

1

#### Die Märkte in Zeiten der Pandemie

Das Jahr 2020 geht ohne Zweifel in die Historie ein, auch - wenn auch nicht an erster Stelle - was die Entwicklung an den Kapitalmärkten angeht. Kurz zusammengefasst zerfiel das letzte Jahr in vier Phasen:

- Einem Beginn, der von einer allmählichen konjunkturellen Stabilisierung bei gleichzeitig wachsender Unsicherheit aufgrund der sich ausbreitenden Pandemie gekennzeichnet war,
- einer Panik, verursacht durch vollkommene Unklarheit hinsichtlich der Gefahren, die aus der Pandemie resultierten,
- einer Beruhigung und Normalisierung, nachdem die Eindämmungsmaßnahmen auch außerhalb Asiens Erfolge zeigten und das große, aber dennoch definierbare Ausmaß der Gefahren klar wurde,

- und schließlich erneut erheblich ansteigende Infektionszahlen, die jedoch aufgrund des nunmehr verfügbaren Impfstoffes nicht mehr so ernst genommen wurden.

Demensprechend verlief die Entwicklung an den Aktienmärkten: Nachdem zunächst noch die Flucht in die Sicherheit das Gebot der Stunde war, wurden mit der allmählich klarer werdenden nüchternen Einschätzung der Lage die Aktien zurückgekauft, deren Geschäft sich nach der Wiedereröffnung mehr oder weniger schnell normalisierte.

#### Börsenrekorde trotz Pessimismus und Arbeitsmarktsorgen

Die ganz großen Gewinner waren die Aktien von Unternehmen, die aufgrund der Pandemie ihr Geschäft sogar noch vorantreiben konnten, an

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



erster Stelle die Digitalunternehmen, daneben aber auch Unternehmen, die bestimmte Produkte oder Dienstleistungen anbieten und die unter den Rahmenbedingungen sogar eine gestiegene Nachfrage verzeichneten. Als zweite Gruppe konnten die Aktien vieler Unternehmen des produzierenden Gewerbes nach einer starken Erholung ihre anfänglichen Verluste weitgehend kompensieren und erreichten ein Niveau, das mehr oder weniger demjenigen vor Beginn der Pandemie entsprach. Sie lagen damit gleichauf mit den zuvor hochgeschätzten stabilen Unternehmen, die im weiteren Verlauf des Jahres aber nur eine überschaubare Kursentwicklung lieferten. Verlierer waren die Unternehmen, deren Geschäft persönliche Kontakte erfordert, sowie deren „Zulieferer“. Da dieser Teil der Volkswirtschaft personalintensiv, aber oft nicht börsennotiert ist, stand er ständig im Fokus des öffentlichen Interesses, weit über die Bedeutung für die Kapitalmärkte hinausgehend. Daraus dürfte auch die Verwirrung vieler Beobachter resultieren, die neue Rekordstände an den Börsen nicht mit den schlechten Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten in Einklang bringen konnten.

2

### **Wo stehen wir nun zu Beginn des Jahres 2021?**

Die Möglichkeit der Impfung ist natürlich der Wendepunkt schlechthin. Wie sich die Lage heute darstellt, bedeutet dies folgendes:

- Im Lauf des Jahres wird sich die Lage nach und nach normalisieren.
- Dementsprechend werden sich auch die vor der Krise üblichen Verhaltensmuster wieder einspielen.
- Die Sektoren, die heute unter der Pandemie besonders leiden, werden wieder in stabileres Fahrwasser gelangen.

- Gleichzeitig werden die Notenbanken die Zinsen tief, die Staaten die Verschuldung hochhalten. Solange es keine Entwarnung auf breiter Front gibt, wird sich erfahrungsgemäß keiner der politischen Akteure zu weit vorwagen und lieber „hinter der Kurve“ bleiben. Das ist zudem kurzfristig viel angenehmer für alle.

- Somit wird das Jahr, von einer tiefen Basis kommend, von hohen Wachstumsraten der Konjunktur und der Unternehmensgewinne geprägt sein.

- Aufgrund der Unterauslastung der Volkswirtschaft sind deutlich steigende Inflationsraten unwahrscheinlich. Aber selbst auf dem aktuellen Niveau rechtfertigen sie nicht die gegenwärtigen extrem niedrigen Zinsen. Mit einer Normalisierung der Konjunktur werden sich auch die Inflationserwartungen noch oben bewegen.

- Die Investments, die von fallenden Zinsen profitieren, könnten vor schweren Zeiten stehen. Umgekehrt zeichnet sich für die Unternehmen, die unter den niedrigen Zinsen gelitten haben, eine Besserung ab.

- Die extremen Bewertungsdiskrepanzen zwischen den unterschiedlichen Marktsegmenten, die in den letzten Monaten bereits kleiner geworden sind, dürften sich weiter reduzieren.

- Fundamentaler Treiber dieser Entwicklung dürften auch die Effizienzprogramme sein, die anlässlich des Geschäftseinbruchs, der durch die Pandemie verursacht war, gestartet wurden. In den Jahren nach der Finanzkrise war es für viele Unternehmen dank stabiler Konjunktur, fallender Zinsen oder Wachstumsmärkten wie China leicht, ein gutes Gewinnwachstum zu erzielen. Dies änderte sich in den letzten fünf Jahren, in denen eine in der Breite nachlassende Kostendisziplin, gepaart mit Unsicherheiten im globalen Handel

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



sowie Belastungen aus Technologiebrüchen und dem um sich greifenden staatlichen Regulierungswahn zu einem deutlichen Gegenwind geführt haben.

- Somit könnten konjunkturelle und strukturelle Treiber die relativen Wachstumsdynamiken der Gewinne ins Gegenteil verkehren. Nicht mehr fallende Zinsen, sondern sinkende Kosten könnten zu Gewinnüberraschungen führen.

### **Eine ganz andere Rezession**

Es ist aus unserer Sicht ganz wichtig zu verstehen, dass der Konjunkturreinbruch im Gegensatz zu den letzten Rezessionen diesmal KEINE wirtschaftlichen Ursachen hatte. Das bedeutet, dass es diesmal kein Überangebot an Immobilien, Produktionskapazitäten gleich welcher Art oder existenzgefährdende Forderungsausfälle für marode Banken gibt. Diese Probleme erforderten einen mehr oder weniger langen Zeitraum, bis sie abgearbeitet waren. Jetzt gibt es nichts abzarbeiten, außer dass eine breite Immunisierung erreicht werden muss.

### **Paradigmenwechsel bei Staatsschulden?**

Ganz im Gegenteil: Durch die Einschränkungen kam es seit einem Jahr zu Konsumverzicht und Zwangssparen. Viele Staaten kompensierten den Lohnausfall teilweise, manche sogar mehr als das. Dementsprechend dürften mit der Lockerung der Restriktionen zunächst einmal diese Ersparnisse nachfragewirksam werden. Das ist noch nicht alles: Auch wenn die Wirtschaft wieder nach und nach in Richtung Normalisierung unterwegs ist, werden viele Staaten bei einer hohen Neuverschuldung bleiben, nachdem sie Geschmack daran gefunden haben und

offensichtlich dank der Pandemie die Dämme gebrochen sind. Die Notenbanken sind Vollstreckungshelfen der Staaten geworden und stehen Gewehr bei Fuß, um die steigende Neuverschuldung zu finanzieren. Das wirkt wie aus dem Horrorkabinett eines Ordnungspolitikers entsprungen. Aber es ist nun einmal Realität geworden. Statt eines ausgeglichenen Haushalts, ist es Dogma der Politik geworden, eine Inflationsrate von 2 % zu erreichen. Und es wurde schon vorgebaut: Vorsorglich wird genannt, dass 2 % über einen langen Zeitraum zu gelten haben und insofern die letzten zehn Jahre durch ein Überschießen der Inflationsraten über das Ziel von 2 % hinaus zu kompensieren sind. Selbst wenn dies am Ende nicht so kommen sollte: Die Richtung ist gesetzt, und man sollte sich darauf einstellen. Die Tatsache, dass damit weder in der Vergangenheit noch in anderen Weltregionen dauerhaft positive Erfahrungen gemacht wurden, wird ignoriert. Bleibt nur die Frage, wann dies in den Märkten offensichtlich wird. Dass man durch ein Bondsinvestment auf Jahre eine negative Realverzinsung auf einem historischen Rekordniveau akzeptiert wird erfahrungsgemäß kein Dauerzustand bleiben.

Damit ist real wenig gewonnen. Letzten Endes läuft die Konjunktur dank staatlichen Dopings besser als es ohne dieses der Fall wäre. Wann der Effekt nachlässt wird man sehen. Die Ergebnisse dürften in der Breite nicht mehr überzeugen als dies bei vergleichbaren Fällen in der Vergangenheit der Fall war. Eines aber sollte man beachten: In dieser Zeit sollte man keine Investments haben, deren Preise und/oder Renditen fixiert sind und deren Erfolg an der Bereitschaft zu einer aggressiven Verschuldung hängt, sondern Unternehmen, die ihre Preise kontrollieren und die auch unter geänderten Rahmenbedingungen ihre Finanzen unter Kontrolle haben.

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



Denn erfahrungsgemäß ist das wahrscheinlichste, worauf die gegenwärtigen Maßnahmen hinauslaufen, eine sich in den nächsten Jahren verbreitende Stagflation. Auch wenn die Inflationsraten keine exorbitanten Höhenflüge machen dürften. In einer Stagflation sollte man von per Saldo sinkenden und vor allem sich einengenden Bewertungsparametern ausgehen, was angesichts der heutigen Spannbreiten substantielle Auswirkungen auf die Performance der einzelnen Marktsegmente bedeuten würde. Soweit zu unserem Kernszenario.

### **Sonnige Zeiten für Greentech-Aktien**

Es dürfte eine Ausnahme geben: „Grüne“ Investments dürften in einem Umfang von staatlicher Unterstützung profitieren wie es das lange nicht gegeben hat. Zum einen gibt es einen gesellschaftlichen Konsens ein ganzes Bündel von Zielen schnell und offensichtlich ohne größere Budgetrestriktionen zu erreichen. Das kann sinnvoll sein, wenn man durch den Verzicht auf entsprechende Maßnahmen entstehende größere Schäden vermeiden kann. Somit werden die Staaten regulieren, subventionieren und Forschung in neue Technologien unterstützen. Unternehmen werden eigene Maßnahmen und Produkte unter anderem für Marketingzwecke verwenden. Und gleichzeitig wird dieser Aufwand zu ökonomisch überraschenden Resultaten führen. Die Produkte und Verfahren, die in den nächsten Jahren eine große Rolle spielen werden, sind heute oftmals unterhalb der meisten Radarschirme. Was möglich ist zeigt die Kostenentwicklung der Photovoltaik: Von 40cts/kWh vor 15 Jahren kommend liegen die Preise heute bei teilweise weniger als 2cts/kWh und machen den PV-Strom zur billigsten Stromquelle. Wenn auch ohne Berücksichtigung der Speicherkosten.

Hinzu kommt aus Sicht des Aktienmarkts die Möglichkeit, dass Geld in diesen Sektor fließen wird: Aufgrund von Anlagevorschriften, selbstgesetzten Zielen der Anleger, positiven Perspektiven der Unternehmen dieses Sektors und letztendlich durch das Kapital, das der Performance hinterherjagt. Die ESG-Vorschriften wurden bisher eher als Kriterien angesehen, die in welcher Form auch immer zu erfüllen waren. Manchmal auch durch „Greenwashing“. In Zukunft wird der große Treiber sein, dass die externen Kosten (in der Regel Umweltkosten wie Klimaerwärmung, Insektensterben oder unzureichend entsorgte Abfälle), die durch wirtschaftliche Aktivitäten verursacht werden, in die Gesamtkosten eines Produkts oder einer Dienstleistung integriert werden. Und dies wird erhebliche Konsequenzen haben. Auf Preise, auf Kosten, auf Verfahren, auf Produkte. Die CO<sub>2</sub>-Bepreisung steht erst am Anfang. Wie sich die Dinge im Einzelnen entwickeln werden wird sich zeigen. Allerdings sollte man diese epochale Änderung bei seinen Anlageentscheidungen nicht nur berücksichtigen, sondern als ein eigenständiges Investmentthema sehen.

### **Ausblick und Positionierung**

Mit Blick auf die nächsten Monate ist der deutsche Aktienmarkt in der Breite trotz eines Rekordhochs in Summe fair bewertet. Trotz der Underperformance der letzten Monate sind die stabilen und zinsgetriebenen Titel weiter hoch bewertet. Andere Segmente, insbesondere Aktien, deren Gewinnentwicklung nicht positiv überraschen konnte, wiederum eher niedrig. Zyklische Titel, sofern sich deren Gewinne gut entwickelten, sind nicht mehr in jedem Fall günstig, was sich gegenüber den vergangenen Quartalen geändert hat. Haupttreiber des

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



Aktienmarktes waren somit die Gewinnüber-  
raschungen. Da sich Überraschungen dadurch  
auszeichnen, dass sie Überraschungen sind,  
setzen wir lieber auf die Titel, deren Potential  
unter normalen Umständen höher liegt als im  
Augenblick, aber auch Titel, deren Qualität – trotz  
bzw. gerade wegen fehlender Überraschungen in  
den letzten Wochen – nicht durch die aktuellen  
Kurse abgebildet wird. Aus heutiger Sicht sind  
diese Titel bestens abgesichert und weisen eine  
Risikoprämie auf, die mehr als auskömmlich sein

sollte. Wenn dann noch (positive) Überraschungen  
dazukämen: Umso besser.

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.