



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

Martin Wirth – 3/2021 vom 14.07.2021

### Hauptsache, in Aktien investiert

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

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

- Favoritenwechsel von Zyklikern zu Qualitätstiteln
- Drei Gründe für die jüngsten Entwicklungen
- Wachstumstreiber und staatliche Maßnahmen
- Einstiegschancen bei den CO2-Problemlösern

1

#### Das erste Halbjahr 2021 verlief sehr erfreulich

Das erste Halbjahr 2021 war wirtschaftlich gekennzeichnet durch eine sich allmählich abflachende Erholung, die im Sommer des letzten Jahres begonnen hatte. Zur Normalisierung trugen die Eindämmung der Pandemie durch Impfungen, aber auch ein besserer Umgang mit den Risiken der Pandemie bei. Die Normalisierung der Wirtschaft wurde zudem von Geld- und Fiskalpolitik in einem selten gesehenen Ausmaß unterstützt. Gleichzeitig gab es weiter Einschränkungen insbesondere im Dienstleistungssektor. Somit ist nach wie vor die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verzerrt: Die Nachfrage nach vielen Produkten wird von der Pandemie getrieben, kombiniert mit Knappheiten in der Beschaffungskette. Anders sieht es bei den Dienstleistungen aus.

#### Nach starker Rally der Zykliker holen Qualitätstitel auf

An den internationalen Aktienmärkten dominierten zunächst die Branchen, die von einer zyklischen Erholung sowie der Normalisierung der Rahmenbedingungen einschließlich der Zinsen profitierten. Aktien von Unternehmen aus diesen Branchen verzeichneten eine historisch hohe Outperformance im Vergleich zum Gesamtmarkt. Dies änderte sich im Lauf des zweiten Quartals. Seitdem kam es zu Gegenbewegungen, von der die Lieblinge der letzten Jahre wie auch die Anleihen profitieren konnten. Dagegen mussten die Gewinner seit Mitte des letzten Jahres Teile ihrer Outperformance wieder hergeben. Drei Gründe für diese Bewegung werden genannt: Zum einen wird die Dynamik der letzten Quartale allein technisch bedingt nachlassen. Die Zuwachsraten in welcher Hinsicht

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



auch immer werden im Vergleich zum Vorjahr geringer, seien es die der allgemeinen Wirtschaft, der Unternehmensgewinne oder die Inflationsraten. Gleichzeitig dürfte im Hinblick auf die Pandemie der Tiefpunkt der Ansteckungen zunächst einmal erreicht worden sein. Im Hinblick auf die längerfristigen Perspektiven wird wieder von einem anämischen Wachstum ausgegangen. Dies würde dauerhaft niedrige Zinsen mit sich bringen und Unternehmen mit einem stabilen Geschäftsmodell und einem qualitativ hochwertigen Wachstum begünstigen. Wieder einmal spielt die Bewertung der unterschiedlichen Anlagen kaum eine Rolle. Zehn Jahre alte Muster ändern sich eben nicht innerhalb weniger Monate.

Die Bewertung ist bei unserem Anlagestil das dominierende Kriterium. Somit müssen wir uns die Frage stellen, ob die Bewertung nach einem kurzen Revival in den Hintergrund tritt und die Qualität und Stabilität eines Investments oder der kurzfristige Preistrend nun wieder die Bühne für sich alleine haben. Um es kurz zu machen: Wir glauben, dass ein Umdenken noch gar nicht richtig begonnen hatte. Ablesbar ist dies an der Unterscheidung nach Risk-On-Risk-Off oder Reopening Trades, bei denen es vollkommen irrelevant war, ob ein Unternehmen per se interessant war oder ob es nur in ein bestimmtes Schema passte. Musterbeispiel dafür ist die Lufthansa: Aufgrund der Krise hat die Lufthansa Schulden aufgehäuft und dadurch einen Unternehmenswert (bestehend aus der Bewertung von Eigen- und Fremdkapital) erreicht, der auch in „normalen“ Zeiten nur selten überboten wurde. Allerdings passt die Aktie hervorragend in das Reopening-Schema, unabhängig von eben der Bewertung.

### **Drei Gründe für den Favoritenwechsel**

Zu den drei genannten Gründen für den Favoritenwechsel im Lauf des zweiten Quartals:

Die Erkenntnis, dass die Dynamik nachlässt, ist trivial. Die Frage ist, welche Erwartungen in die Aktien eingepreist waren. Hier ist es aus unserer Sicht so, dass mittlerweile die qualitativ hochwertigen Zykliker wieder recht teuer sind, analog zu den Unternehmen, die strukturelles Wachstum erzielen. Dagegen sind die „Durchschnittsunternehmen“ trotz deutlicher Outperformance in den letzten 12 Monaten weiterhin günstig bewertet. Selbst ohne Wachstum kann man hier gute Renditen verzeichnen, was bedeutet, dass der Markt sowieso von einem Abflachen der Dynamik ausgegangen ist (wie gesagt, das ist alles sehr trivial). Insofern gibt es aus mittelfristiger Sicht keinen Grund, in diesen Segmenten nicht investiert zu sein.

Die möglicherweise steigenden Infektionszahlen geschehen vor einem vollkommen anderen Hintergrund als dies bei den letzten Wellen der Fall war: Es gibt Impfstoffe in einem wachsenden Umfang. Ein Großteil der besonders gefährdeten Bevölkerungsgruppen ist geimpft. Gleichfalls dürften, nach allem was bekannt ist, auch Impfstoffe für die Varianten des Virus zügig verfügbar sein. Insofern ist die Lage zwar lästig, aber nicht ernsthaft bedrohlich.

### **Wichtigster Grund: Annahme eines dauerhaft schwachen Wachstums mit tiefen Inflationsraten**

Bleibt als letzter Punkt die Erwartung der Rückkehr zu einem dauerhaft schwächlichen Wachstum. Zunächst einmal sollte man sich als Politiker (und als Öffentlichkeit) nicht wundern, dass bei einer explodierenden Bürokratie, steigenden Abgaben sowie der Aufrechterhaltung



ineffizienter Strukturen das Wachstum leidet. Es ist (noch) nicht die Demographie, dieses Problem wird erst in Zukunft zu einem ernstesten Thema. Was definitiv wachstumsfördernd war und ist, ist die Geldpolitik. Unglücklicherweise hat diese jedoch Grenzen: Begünstigt werden die verschuldeten Staaten, was ja offensichtlich das Ziel ist, auch wenn immer mit dem Hinweis auf die niedrige Inflation eine Entschuldigung genannt wird. Allerdings profitieren in noch größeren Dimensionen die Eigentümer realer Vermögen wie Immobilien oder Aktien, insbesondere dann, wenn sie verschuldet sind, was eher die Regel als die Ausnahme ist: Die Bewertung steigt, gleichzeitig sinken die Belastungen aus der Finanzierung. In der Regel ist dies der wohlhabendere Teil der Bevölkerung. Finanziert wird dies durch die Sparer in Nominalwerten, die eben eine allmähliche Auszehrung der Kaufkraft ihrer Ersparnisse hinnehmen müssen. Well done. Wenn die Notenbanken der Ansicht sind, dass die Zinsen auch ohne ihr Zutun auf dem gegenwärtigen Niveau wären, könnten sie ihre Interventionen ja einstellen. Genau das passiert seit Jahren nicht, insofern ist diese Aussage lächerlich.

Was nicht möglich ist: Dass durch die tiefen Zinsen eine unmittelbare Nachfrage in einem gewünschten Umfang kreierte wird. Und da in den Jahren seit der Schuldenkrise auch die Staaten zumindest vorgegeben haben, Schuldengrenzen mehr oder weniger genau zu respektieren, waren die Effekte der Geldpolitik auf das allgemeine Wachstum begrenzt.

### **Aber: Expansive Geld- wird nun durch eine aggressive Fiskalpolitik ergänzt**

Was sich nun anscheinend ändern dürfte: Offensichtlich haben die Staaten die Pandemie als Vorwand genutzt, ihre überschaubaren

Hemmungen, Schulden aufzunehmen, nun endgültig zu überwinden. War dies in den ersten Wochen der Pandemie noch dringend erforderlich, ist es heute mit der weitgehenden Rückkehr der Volkswirtschaften auf ein Niveau wie vor der Pandemie eigentlich nicht mehr angesagt. Statt immer noch betroffenen Berufsgruppen gezielt unter die Arme zu greifen, fließt Geld vom Staat in alle möglichen Verwendungen, ohne dass die Wirksamkeit auch nur annähernd debattiert wird. Auf einmal kann die EU sich verschulden, ohne dass die Haftung einzelner Staaten dafür klar ist. Selbst die dürftigsten Regeln werden kaum überprüft. Die Rückzahlung erfolgt dann angeblich durch die Enkel der heutigen Entscheider in 50 Jahren. Da dies meist notenbankfinanziert wird, tut es ja auch niemandem weh. Deutschland und die EU sind hier auch nicht allein: Die USA haben ihren Bürgern über Monate mehr Geld transferiert, als viele von ihnen in ihrer eigentlichen Arbeit verdienen hätten können, und wundern sich nun über den Arbeitskräftemangel. Während der Staat seine Verschuldung um mehr als 10 % des BIP aufblähte, stieg die Sparquote bei den Bürgern in einem vergleichbaren Umfang: Letzten Endes waren die Möglichkeiten, das Geld zu verjubeln, bekanntermaßen eingeschränkt. Also: Der Staat nimmt Schulden bei der Notenbank auf und transferiert das Geld auf die Konten seiner Bürger. Das ist kurz und knapp, wie Helikopter-Money geschaffen wird, dazu braucht man keine Hubschrauber.

Und nun braucht man nicht mehr gespannt zu sein, wie die nächsten Orgien begründet werden: Klimaschutz ist der Joker, mit dem sich alles rechtfertigen lassen dürfte, selbst wenn dadurch das eigentliche Ziel nicht näher rückt. Mit den ersten Transfers aus dem EU-Schuldenpool haben bspw. Deutschland und Italien Ausgaben finanziert, die zwar mit der Pandemie nichts zu tun



hatten, die aber sowieso schon vorgesehen waren. All dies findet in einem Umfeld statt, das sowieso noch genügend Wachstumspotential bietet.

### **Staatliche Maßnahmen verstärken die sowieso vorhandenen Wachstumstreiber**

Alle Treiber für wirtschaftliches Wachstum in den nächsten Jahren (mit Ausnahme angebotsseitiger Anreize wie dem Bürokratieabbau) sind gegeben. Dank sinkender Restriktionen wird der Konsum steigen, insbesondere im Dienstleistungsbereich. Die Staatsausgaben werden steigen. Die Investitionen, die in den letzten Quartalen verschoben wurden, werden nachgeholt, die Knappheit von Gütern von Baumaterial bis zu Halbleitern wird sinken, der internationale Handel wird ebenfalls mit sinkenden Restriktionen wieder zunehmen. Viele Unternehmen haben die Krise im letzten Jahr genutzt, um die in der Wachstumsphase aufgeschobenen Restrukturierungen durchzuziehen. Der breitere Einsatz von Technologien sowie die Akzeptanz der Digitalisierung tragen zum Wachstum bei. Die Realzinsen sind weiter negativ, so dass sich auch Investitionen mit dürftigen Renditen rechnen werden (was im Übrigen erlaubt hat, ineffiziente Strukturen zu erhalten und somit einen Beitrag zum schwachen Wachstum der letzten Jahre beigetragen haben dürfte).

Und in diese Ausgangsbedingung hinein gibt der Staat weiter Vollgas, mehr noch: Die EZB hat gerade das von ihr verfolgte Inflationsziel erhöht, und sich somit über die bisherigen Rahmenbedingungen hinaus noch mehr Freiraum für weiteres Geld drucken verschafft. Dass daraufhin die Anleihen gestiegen sind, erschließt sich nicht jedem Marktbetrachter unmittelbar. Außer dass man auf kurzfristige Gewinne zocken kann, die EZB kauft ja immer.

### **Auf absehbare Zeit sollte somit gelten: Hauptsache in Aktien investiert**

Mit Blick auf den Aktienmarkt bleibt eigentlich nur eine Empfehlung: Hauptsache, man ist investiert. Durchschnittsunternehmen profitieren von einer in halbwegs normalen Bahnen laufenden Konjunktur, mit der weiterhin vor allem relativ niedrigen Bewertung werden Renditen weit über der von Zinsanlagen geliefert. Wachstumsunternehmen sind teurer, aber beliebt und knapp, so dass hier ebenfalls die Risiken die Chancen übersteigen. Profiteure tiefer Zinsen haben nun dank der Markteingriffe der Notenbanken weitere Zeit gewonnen, und die Profiteure steigender Zinsen sind oft auf einer normalisierten Basis so tief bewertet, dass man auch hier wenig falsch machen kann. Zudem sind diese Aktien bei der heutigen Bewertung eine Absicherung gegen irgendwann vielleicht doch einmal steigende Zinsen.

Wie lange dies alles gut gehen wird ist unklar, aber unter den gegenwärtigen Prämissen sollte man sich auf einen längeren Zeitraum einstellen. Negative Erfahrungen haben mit dieser Politik aus unserer Sicht alle Länder gemacht, die nicht rechtzeitig die Richtung geändert haben. In der jüngeren Vergangenheit Zimbabwe, Venezuela oder die Türkei. Von diesen Verhältnissen sind die USA oder Europa noch meilenweit entfernt, insofern wird sich das auf den ersten Kilometern viel besser anfühlen als eine angebotsorientierte Ordnungspolitik. Kombiniert mit einem Aktienmarkt, dessen Bewertung in der Breite in Ordnung und in Teilbereichen billig ist, kann man da gerne mitreisen. Über alles Weitere kann man dann in ein paar Jahren diskutieren.



### **Nach deutlicher Korrektur bietet sich eine Einstiegschance bei den CO2-Problemlösern**

Und zuletzt zum Thema Erreichen der CO2-Neutralität: Nach einer massiven Kursbewegung im letzten Jahr hat hier seit dem ersten Quartal das Momentum seine Richtung gedreht. Manche Aktien verzeichneten erhebliche Kurseinbußen. In diesem Umfeld hat sich der FPM Funds Ladon solide geschlagen und verzeichnet weiterhin ein erfreuliches Kursplus für das Jahr 2021. Die Kursschwäche des Sektors hatte zwei Ursachen: Zum einen war die Bewertung angesichts der Langfristigkeit vieler Projekte sowie der technischen und ökonomischen Risiken sehr gedehnt. Was im Übrigen belegt, dass Bewertung eben doch eine Rolle spielt. Zum zweiten hat die EU umfangreiche Unterstützungsmaßnahmen in

Aussicht gestellt. Da die Einzelheiten hier noch offen sind, außer dass das Volumen groß sein wird, wurden natürlich Entscheidungen erst einmal zurückgestellt. Dies bedeutet wiederum, dass in diversen Fällen die Erwartungen für 2021 nicht erfüllt werden können. Was einerseits schwierig ist, wenn die Bewertung hoch ist, was andererseits nicht besonders relevant ist, wenn man den Zeitraum betrachtet, über den diese Unternehmen wachsen können, sofern ihre Produkte und Dienstleistungen nützlich sind. Wir sehen dies als eine Chance, in den Markt einzusteigen.

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.