



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 4/2021 vom 11.10.2021

Zeitenwende an den Finanzmärkten?!

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Preissteigerungen und Lieferkettenproblematik
- Wohin tendieren die Energiepreise
- Erwartungen an die Notenbanken
- Auswirkungen auf den Aktienmarkt

Aktienmarkt konsolidiert im dritten Quartal

Im dritten Quartal konsolidierte der deutsche Aktienmarkt die Gewinne der Vorquartale und verzeichnete auf Indexebene einen leichten Kursrückgang. Dies ging Hand in Hand mit einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik, die einerseits aufgrund des schwachen Vorjahreszeitraums basisbedingt war, andererseits aber verstärkt wurde durch zwei Trends, die noch vor kurzem nur wenige Marktteilnehmer so erwartet hatten: Deutliche und nachhaltiger als gedacht steigende Preise sowie eine Verknappung von Materialien aller Art, die die Preissteigerungsraten zusätzlich befeuerten.

Die Korrektur der zwischenzeitlichen Höchststände verlief auf Ebene der Einzeltitel deutlich stärker als dies die Indexbewegung widerspiegelt. 10 % war eher die untere Grenze der Korrektur. Bei Titeln, deren Geschäft durch die

operativ schwerer werdenden Rahmenbedingungen getroffen war, fielen die Kursrückgänge auch deutlich höher aus. Da die Korrektur rollierend verlief, wurde dies durch den Index nicht abgebildet. Da zeigt sich einmal mehr, wofür Diversifikation hilfreich ist.

Zwei neue Kursbremsen: Preissteigerungen sowie Probleme in den Lieferketten

Die beiden Spielverderber werden uns voraussichtlich noch eine Weile begleiten, und sie richtig zu verstehen und einzuordnen dürfte einen erheblichen Einfluss auf die Performance der ausgewählten Aktien haben; natürlich neben den individuellen Parametern der einzelnen Unternehmen.

Zunächst zur Materialknappheit: Diese zieht sich seit Monaten quer durch alle Industrien, betrifft in der Folge aber auch viele Dienstleistungsunternehmen. Es sind nicht nur Halbleiter, Chemikalien oder Energierohstoffe.

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



Man gewinnt den Eindruck, dass fast überall irgendwo etwas nicht rundläuft. Das schlägt sich in den Preisen, manchmal aber schlicht auch in einer fehlenden Lieferfähigkeit der Unternehmen nieder. Unternehmen sind davon unterschiedlich betroffen: Es gibt eindeutige Gewinner, nämlich viele der rohstoffnahen Produzenten. Für manche Unternehmen ist die Lage ambivalent: Geringeren Mengen steht eine deutlich gestiegene Preissetzungsmacht gegenüber, wie dies bspw. für die Autoindustrie gilt. Schlecht ist dies für Unternehmen, die entweder die Preise nicht an Kunden weiterreichen können oder aber schlicht von Sekundäreffekten getroffen werden, wie bspw. Autozulieferer: Selbst wenn die einzelnen Unternehmen liefern könnten, werden Produkte immer öfter nicht abgerufen, da Teile anderer Zulieferer nicht verfügbar sind und somit die geplanten Mengen nicht produziert werden können. Fehlende Deckungsbeiträge werden nicht durch höhere Preise kompensiert: Das drückt die Gewinne teilweise erheblich.

Lieferkettenproblematik wird sich mit sinkenden Corona-Infektionen bereinigen

Die spannende Frage ist nun: Woher stammen diese Probleme, und wie lange werden sie anhalten? Zwei Ursachen sind denkbar: Grundlegende Knappheiten in einzelnen Bereichen, oder aber coronabedingte Verzerrungen in der Lieferkette. Von Ausnahmen wie wahrscheinlich/möglicherweise der Halbleiter- oder der Energieindustrie abgesehen halten wir die meisten Verwerfungen für temporär. Die Wertschöpfungsketten sind heute extrem lang, oft kleinteilig und global. Da führt der Ausfall eines Unternehmens oder eines Logistiklers, bspw. Lockdown-bedingt, zu einer Kettenreaktion, die globale Auswirkungen haben kann. Dies konnte man im Frühjahr 2021 sehen, als global Bauholz knapp wurde, da ein Jahr zuvor

während des ersten harten und globalen Lockdowns weniger Bäume geschlagen wurden. Dies hat sich mittlerweile wieder deutlich beruhigt. Dementsprechend sind wir auf Sicht der nächsten Monate auch zuversichtlich, dass sich die aktuellen Probleme lösen werden. Entscheidend wird sein, wie schnell sich insbesondere Asien von den Verwerfungen freimachen kann, sprich: Eine höhere Impfquote erreicht. Für manche möglicherweise tatsächlichen Knappheiten wie die in der Halbleiterindustrie sehen wir die übliche kapitalistische Lösung: Wenn es profitabel ist, werden mehr Kapazitäten entstehen, nur dauert dies etwas länger. Das wichtigste ist jedoch: Die Behebung der Logistikprobleme wird zu einer erheblich einfacheren Planung führen, und wenn dann noch ein paar Halbleiter fehlen, dann ist dies nicht das ganz große Problem.

Offene Frage: Wohin tendieren die Energiepreise

Anders könnte es sich mit der Knappheit im Energiebereich verhalten, und zwar aus nicht-kapitalistischen Gründen, nämlich – kurz gesagt – ESG-bedingt. Seit Jahren werden hier Investitionen zurückgefahren, teilweise weil es keine Finanzierung mehr dafür gibt, und vielleicht auch weil sie sich langfristig nicht mehr rechnen. Kurzfristig ist allerdings der Bedarf mehr oder weniger gesetzt, er steigt sogar global noch an. Auch wenn es niemand so gerne hören will: Dieses Problem könnte nachhaltiger sein. Zumindest sollte man die Möglichkeit im Hinterkopf haben. Das hätte drei Folgen: Die Produktion mancher Güter würde eingeschränkt werden, die Inflationsraten würden steigen, und der Wandel hin zu erneuerbaren Energien wird schneller verlaufen als ohne diese Entwicklungen. Die gute Nachricht: Global gesehen ist der Anteil der

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



Energierrechnung am gesamten Volkseinkommen deutlich niedriger als in bspw. den 70´er Jahren.

In Summe, was den Aspekt der aktuellen Materialknappheit betrifft: Wir glauben, dass in den eher zyklischen Bereichen in den nächsten Wochen Kaufgelegenheiten entstehen. Falls es zu einer Rezession oder einer deutlichen Abkühlung der Konjunktur kommen sollte, ist diese erstmals seit sehr vielen Jahren angebots- und nicht nachfragebedingt. Ausnahme: 2020 durch Corona. Mithin wird die Nachfrage nicht der Engpass sein, was die Konjunktur in 2022 weiter auf einem sehr soliden Pfad halten dürfte.

Die Treiber sinkender Inflationszahlen beginnen sich zu drehen

Zum zweiten Thema: Die Inflationsraten. Die Kombination von angebotsseitiger Abkühlung mit knappheitsbedingten Preisanstiegen hat manche Marktbeobachter bereits von einer Stagflation sprechen lassen, einem der schlechtesten Umfelds für Aktieninvestments. Formal richtig, aber wahrscheinlich nicht nachhaltig. Von der Konjunkturseite erwarten wir wie dargestellt eine Entspannung, und auch die Inflationsraten werden sich wohl kaum dauerhaft auf dem gegenwärtigen Niveau halten. Allerdings: Die alten Niveaus, die offensichtlich nach wie vor den Bewertungen an den Finanzmärkten zugrunde liegen, werden wir aus unserer Sicht ebenfalls nicht mehr so schnell sehen. Abgesehen von den gegenwärtigen coronabedingten Störungen sind viele Trends, die zu den niedrigen Inflationsraten führten, für die Zukunft nicht mehr zu erwarten: Arbeitskräftemangel, ein Outsourcing in Niedriglohnländer, das an seine Grenzen gestoßen ist, Wertschöpfungsketten, die größeren Belastungen nicht mehr standhalten, Schönwetterstrategien bei der Beschaffung von Rohstoffen, und über allem die Kosten, die die

Maßnahmen gegen den Klimawandel verursachen werden. Dazu kommt noch die ebenfalls offensichtliche Zeitenwende bei der Bewertung von Staatsdefiziten: Solide Haushaltsführung wird nicht mehr als die Quelle von Wohlstand angesehen. Vielmehr wird unterstellt, dass die zusätzlichen Schulden, die immer mehr Staaten aufnehmen wollen, hocheffizient in eine Vielzahl von Projekten investiert werden. Unsere Erwartungen sind nach 18 Monaten Corona-Politik durchaus gedämpft. Negieren können wir diese Fakten trotzdem nicht. Was weiter inflationsdämpfend sein wird sind Digitalisierung und Automatisierung, beides aber nicht mehr ganz neue Entwicklungen, die die bisherigen Produktivitätssteigerungen nochmals deutlich übertreffen müssten, um eine mit den letzten Jahren vergleichbare Entwicklung der Preissteigerungen zu bewirken. Das ist alles andere als sicher. Kurz und knapp: Wir glauben, dass wir vor einer Zeitenwende stehen, und darauf sollte man sich einrichten. Wer das nicht glauben will, dass so etwas möglich ist, der kann sich die Entwicklung der Preise für nicht-handelbare Güter und Dienstleistungen anschauen und wird feststellen, dass wir seit Jahren eine Inflation deutlich oberhalb der Nulllinie haben, die nur durch die oben beschriebenen Trends gedrückt wurde, aber sich auch dann nur in Ausnahmefällen der Null näherte. Was in Deutschland seit 20 Jahren immerhin noch zu einer Inflationsrate von 1,5 % führte.

Notenbanken werden zurückhaltend auf steigende Inflationsraten reagieren

Die Notenbanken haben bereits angekündigt, wie sie sich in einem solchen geänderten Umfeld verhalten werden: Sehr zurückhaltend. Zunächst einmal wird es länger dauern, sollte dies tatsächlich die Preiswende sein, bis diese von den Notenbanken als solche anerkannt wird. Insofern



sollte man nicht davon ausgehen, dass die Zinsen in näherer Zukunft die aktuellen Inflationsraten abbilden werden, und somit sind weitere reale Verluste für Investoren im Festzinsbereich zu erwarten.

Was heißt das Ganze nun für den Aktienmarkt?

In der ersten Frage (Verfügbarkeit der Zulieferprodukte) sehen wir mittlerweile eher Chancen als Risiken, nachdem verschiedene Aktien deutliche Kursverluste verzeichnet haben, aufgrund eben der aus unserer Sicht nicht nachhaltigen Verwerfungen. Erfahrungsgemäß sind viele Themen, die in der Zeitung stehen, vom Aktienmarkt bereits eingepreist. Generell ist es unter diesen Bedingungen sinnvoll, in Unternehmen investiert zu sein, die Kostensteigerungen an ihre Kunden weiterreichen können und nicht aufgrund von Gesetzen oder Verträgen daran gehindert werden. Erfreulicherweise ist die Gruppe der Unternehmen, auf die dies zutrifft, sowieso die eher günstigere am Aktienmarkt.

Alte Favoriten erzielen keine Outperformance mehr, sondern zeigen sich verwundbar

Wichtiger aber ist die Frage der Inflationshöhe sowie der Reaktion der Notenbanken darauf. Es hat aus unserer Sicht keinen Sinn, eine Wette auf die Höhe der Inflation einzugehen. Stattdessen sollte man sich ein Bild davon machen, was in den Märkten eingepreist ist, und ob dies realistisch ist. Aus unserer Sicht ist es trotz gewisser Verschiebungen immer noch der Fall, dass die Aktienmärkte auf eine Fortsetzung des Umfelds der letzten mindestens zehn Jahre setzen. Und das halten wir wie geschildert aus heutiger Sicht fast für ein Extremszenario, was nicht ausgeschlossen, aber nicht das wahrscheinlichste ist. Allerdings muss man sagen, dass mehr noch als die Märkte viele Kommentatoren diese

Fortsetzung erwarten: Denn seit einem Jahr konnte zumindest am deutschen Aktienmarkt mit der Strategie „Wachstum“ und „High Quality“ keine Outperformance mehr erzielt werden, ganz generell gesprochen. Immer mehr Titel kommen unter Druck, außer sie erzielen exorbitante Wachstumsraten, die über den hohen Erwartungen liegen. Ganz schwierig sind Aktien von Unternehmen, die Gewinnerwartungen enttäuschen. Hier befinden sich immer mehr Aktien ehemaliger High-Flyer in etablierten Abwärtstrends.

Letzten Endes zeigt sich die Rechtfertigung des Value-Investierens: Das heißt nicht, dass jede Aktie eine tolle Performance bringen wird. Manchmal ist es auch ausreichend, einfach kein Geld zu verlieren, selbst wenn man mit seiner Einschätzung nicht richtigliegt. Spielt der Wert überhaupt keine Rolle, sondern nur die tolle Geschichte, kombiniert mit einer exorbitanten Bewertung, dann kann man irgendwann mit substantiellen Verlusten rechnen, sollten die Erwartungen – selbst für einen überschaubaren Zeitraum – enttäuscht werden. Bis Value-Investoren dann einsteigen ist es oft ein weiter Weg. Auf die Käufe der Freunde heißer Stories sollte man dabei besser nicht mehr vertrauen.

Aktienmarkt beginnt steigende Inflationsraten einzupreisen

Vielleicht sollte man auch folgendes bedenken: Die Tatsache, dass die Notenbank die Zinsen am kurzen Ende tief setzt und am langen Ende durch den Kauf von Staatsanleihen nach unten drückt, sollte einen Investor nicht in Sicherheit wiegen. Da die Notenbank (zumindest die EZB) noch keine Aktien direkt kauft, kann man sich hier nicht auf einen Käufer verlassen. Und vielleicht ist es so, dass die „Schwarmintelligenz“ des Aktienmarktes hier einfach beginnt, höhere Zinsen einzupreisen,

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



die wir ohne die Notenbank-interventionen auch in den Zinsmärkten hätten. Mit Blick auf die Kursentwicklung einer steigenden Zahl von Aktien kann man diesen Eindruck gewinnen. Viel ist noch nicht passiert: Die Bewertungsunterschiede zwischen den Lieblingen der letzten Jahre und dem Rest des Aktienmarktes liegen weiter auf einem extrem hohen Niveau.

Lieber nicht auf die Notenbanken verlassen: Die nicht gewollte Umverteilung ist gigantisch...

Ein weiterer Aspekt, der einen Investor dazu bringen sollte, seine Erwartungen an die Notenbankpolitik zu zügeln, sind die unbeabsichtigten Konsequenzen der Notenbankpolitik: Sie verteilt in einer nicht-marktkonformen Weise das Vermögen von Gläubigern zu Schuldern um, von Eigentümern von Zinstiteln an Eigentümer von Realvermögen: Das sind ganz vorneweg Immobilien und bestimmte Aktien. Mit dieser Subventionierung des Immobilienbesitzes wird wiederum das Immobilienangebot verknappt, was dann Mieten und Preise treibt. Aufgrund der großen volkswirtschaftlichen Bedeutung der Immobilien ist dieser Effekt bekanntermaßen unübersehbar. Dies sollte auch für die EZB gelten, die wiederum diese Auswirkungen alles andere als erfreulich ansehen dürfte. Da das private Vermögen sowie die privaten Schulden deutlich größer als die staatlichen Schulden sind, sind die unerwünschten Nebenwirkungen mittlerweile größer als die angestrebten. Somit sitzt die EZB aus unserer Sicht in einer Falle: Sie kann nicht die Zinsen zugunsten der Staaten nach unten manipulieren, ohne die Verteilungswirkung im Privatsektor in Kauf zu nehmen. Die Klagen der Bankkunden über „Strafzinsen“, die nicht die Geschäftsbanken zu verantworten haben, sind da nur die Spitze des Eisbergs. Anscheinend ist der Rückgang der Zinsen von 1 % auf 0 % weniger

schmerzhaft als von 0 % auf -0,25 %. Somit muss die EZB in absehbarer Zeit eigentlich reagieren, wenn sie dieses Spiel nicht fortsetzen will. Nur zur Darstellung der Dimension: Bei einem Finanzvermögen von 5 Billionen € alleine in Deutschland ist ein Zinsunterschied von einem Prozent € 50 Mrd. wert. Eine Umverteilung frei von jedem politischen Legitimationszwang: So war das nicht geplant.

... und Staatspleiten aufgrund allmählich steigender Zinsen sind eine unrealistische Drohung

Bleibt bei vielen Beobachtern nur ein Problem: Nämlich das, dass viele Staaten dank ihrer hohen Verschuldung keine auch nur leicht steigenden Zinsen aushalten würden. Eine Zwangsläufigkeit darin zu sehen halten wir jedoch für Denkfaulheit: Staaten profitieren von der Inflation durch steigende Steuereinnahmen, eine real sinkende Staatsschuld und zunächst von den oft auf Jahre festgelegten Zinsen auf ihre ausstehenden Staatsanleihen. Zudem verschwinden allmählich steigende Zinsen nicht im Nirgendwo, sondern landen beim Sparer. Insofern geht es am Ende alleine um die Verteilung des Einkommens. Richtig ist aber auch: Wenn Staaten keinerlei Maßnahmen treffen, sich auch langfristig auf steigende Zinsen einzustellen, dann werden sie irgendwann ein Problem haben. Auf der Basis der letzten zehn Jahre sollte man seine positiven Erwartungen zügeln. Aber zwingend ist hier gar nichts. Insofern kann dies auch nicht das dominierende Kriterium der Notenbankpolitik sein. Und somit sollte man sich nicht der Illusion hingeben, dass dies der Grund dafür ist, dass sich schon nichts verändern wird.

Aktienmarkt: In Summe solide, mit Bereichen, die man meiden sollte

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



Zusammenfassend stellt sich die Lage somit aus unserer Sicht folgendermaßen dar:

Die Zinsen müssten steigen, der Druck auf die Notenbanken wird zunehmen.

Das ist im Aktienmarkt nur zu einem geringen Teil reflektiert. Die Bewertungsdiskrepanzen zwischen den einzelnen Sektoren sind weiterhin viel zu groß.

Die große Mehrheit der Aktien ist fair, teilweise niedrig bewertet. Teuer sind die Lieblinge der letzten Jahre: Titel mit einer deutlich überdurchschnittlichen Qualität, mit einem sehr stabilen Geschäft sowie teilweise Unternehmen mit weit überdurchschnittlichen Wachstumsraten.

In der Gruppe der teuren Aktien zeigen sich Ermüdungserscheinungen, während die anderen Titel per Saldo eher positiv tendieren.

Im Vergleich zu den Zinsen sind die meisten Aktien niedrig bewertet. Das ist aber insbesondere für Aktien mit einer langen Duration kein Schutz, sollten die Zinsen steigen. Für den Rest des Marktes stellt sich die Frage, wie, sollte es zu einem Zinsanstieg kommen, der Verlauf des Anstiegs ist. Hier setzen wir aus heutiger Sicht in der Tat auf die Managementqualitäten der Notenbanken, so dass wir einen chaotischen Verlauf eher nicht erwarten.

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.