



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 2/2022 vom 12.04.2022

Investmentperspektiven aus Sicht eines Value Investors mit einem Merksatz für Diktatoren

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Glimpflicher Jahresauftakt für die FPM Funds dank Value-Orientierung
- Geostrategische Überlegungen und warum China das größere Problem werden könnte
- Inflation wahrscheinlich dauerhaft höher als von den Zinsen abgebildet
- Rezession in den Kursen weitgehend eingepreist
- Chancen bei Zyklikern und massiv gefallenem Wachstumsaktien

1

Der Jahresauftakt lief schlecht, aber nicht katastrophal

Das erste Quartal verlief nach einem guten Start zunehmend unerfreulich, bedingt natürlich durch den Krieg in der Ukraine und die damit verbundenen Konjunktur- und Inflationsrisiken. Nach einem Schockmoment zu Beginn des Kriegs unternahm die Marktteilnehmer den Versuch, sich an die neuen Gegebenheiten anzupassen. Das ist alles andere als einfach, da sich die Dinge sowie die Einschätzungen permanent ändern, und zwar auch die Aspekte betreffend, die für die Kapitalmärkte hochgradig relevant sind. Erschwert wird die Lage zudem dadurch, dass die Weltwirtschaft auch die mit der Coronakrise verbundenen Probleme bei weitem noch nicht überwunden hat. Erstaunlich ist somit auf den ersten Blick, dass ein guter Teil der Kurseinbrüche mehr oder weniger schnell

aufgeholt wurde: Die Dimension der Probleme ist eine andere als während der Bankenkrise oder der EU-Schuldenkrise. Die verhaltene Reaktion wird jedoch vor dem Hintergrund verständlich, dass einerseits viele Aktien schlicht nicht zu teuer waren und somit eine solide Risikoprämie aufwiesen, die nun ein Puffer ist. Zum anderen ist relevant, dass die alternativen Anlagemöglichkeiten, in erster Linie Liquidität und Anleihen, im Angesicht der massiv angezogenen Inflation nun auch nicht gerade besonders attraktiv wirken. Bleiben noch die in vielen Ländern eher teuren Immobilien oder Gold und Bitcoin. Gold auf einem Rekordhoch, zum Bitcoin haben wir keine Meinung (jedenfalls keine, die wir hier kundtun werden). Somit sehen Aktien am Ende relativ gesehen gar nicht so schlecht aus, trotz der verheerenden Rahmenbedingungen.

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



FPM Funds dank Value-Orientierung mit deutlich unterdurchschnittlichen Verlusten

Für die FPM Funds lief es trotz Verlusten deutlich besser als für die Vergleichsindizes, auf die wir uns regulierungsbedingt nun immer zu beziehen haben. Einerseits blieben wir unserer Anlagephilosophie treu, nämlich auf niedrig bewertete Titel mit einem nachvollziehbaren Geschäftsmodell zu setzen. Dazu gehören natürlich auch Titel, die aufgrund bestimmter Eigenschaften bei den meisten Anlegern verpönt sind, und zwar aus Gründen, die wir nicht für angemessen halten. An erster Stelle sind hier die Unternehmen der Rüstungsindustrie zu nennen, von denen in der Öffentlichkeit der Eindruck entstanden ist, dass die meisten ihrer Kunden Staaten sind, in denen Menschenrechte nichts zählen. Warum wir dies anders sehen und warum wir diese Unternehmen als essentiell für unsere Art zu leben ansehen, muss man jetzt wohl nicht mehr erläutern. Und vielleicht den Hinweis geben, dass der überragende Teil der Umsätze dieser Unternehmen in Ländern erzielt wird, in denen eine Gesellschaftsordnung wie in Deutschland gegeben ist. Ähnliches gilt für Unternehmen, die essentiell sind für die Herstellung von Lebensmitteln: Warum Unternehmen, die Produkte für Oligarchenhaushalte herstellen ein besseres ESG-Ranking haben als Unternehmen, die die Ernährung von Hunderten Millionen Menschen sichern, erklärt wahrscheinlich gerne die Ratingagentur Ihres Vertrauens, die für diese Erkenntnisse eine Menge Geld kassiert. Wir verstehen es nicht. Wir sind nicht grundsätzlich in diesen Unternehmen investiert. Jetzt waren wir es aber, da sich die Bewertung teilweise auf lächerlichen Niveaus befand. Die dramatischen Ereignisse sowie deren erwartete Auswirkungen in den nächsten Jahren führten bei den Aktien dieser Unternehmen zu

einer signifikanten positiven Entwicklung, wodurch sich die Verluste auf Portfolioebene in Summe in Grenzen hielten. Wahrscheinlich kommt das nächste Downgrade auch demnächst: Das sind ja jetzt Kriegsgewinnler.

Gegenwind verzeichneten dagegen Unternehmen, die auf eine funktionierende Wertschöpfungskette angewiesen sind, wie auch Wachstumsunternehmen, die vor gut einem Jahr noch euphorisch gesehen wurden, jetzt aber unter enttäuschten Träumen und steigenden Zinsen zu leiden haben. Vergleichsweise stabil waren wieder einmal die Unternehmen, die ein qualitativ überdurchschnittliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies geschah trotz ihrer eher hohen Bewertung, die bei steigenden Zinsen eigentlich leiden sollte. Insofern ist dieses Segment unter normalen Bedingungen das einzige, in dem wir eine Überbewertung sehen können. Denn was den Aktienmarkt generell angeht: Wer glaubt, wir stehen jetzt am Beginn eines Bärmarktes hat die letzten Jahre in vielen Marktsegmenten offensichtlich verpasst. Diese Sicht der Dinge beruht offensichtlich darauf, dass man in erster Linie auf die Indizes sowie die Gesamtmarkt看ung schaut. Mit Ausnahme der Aktien mit einer deutlich überdurchschnittlichen Qualität liegen viele Aktien wesentlich, teilweise meilenweit unter ihren Höchstständen der letzten Jahre. Somit wäre der Zeitpunkt heute grundsätzlich ein guter, um seine Investitionen in den Aktienmarkt zu erhöhen. Allerdings sind die Zeiten nicht normal, und daher müssen auch wir uns Gedanken darüber machen, wie wir mit der Situation umzugehen haben.

Auch als Nicht-Geostrategen sind wir gezwungen, die veränderte Lage zu bewerten

Bekanntermaßen ist die Einschätzung zukünftiger Entwicklungen immer schon schwierig gewesen,



zur Zeit jedoch noch komplexer. Im Folgenden stellen wir dar, wie wir die Lage einschätzen und welche Schlüsse wir daraus für unsere Investments ziehen. Wir erheben keinen Anspruch darauf, dass wir richtig liegen, wir geben aber unser Bestes. Und: wir müssen eine Einschätzung der Geschehnisse haben. Keine Meinung zu haben wäre grob fahrlässig in diesem Umfeld. Selbst wenn wir keine geostrategischen Experten sind. Wenn man allerdings die Fähigkeiten des deutschen Geheimdienstes sowie die mancher Berater der (ehemaligen) Bundesregierung als Vergleichsmaßstab heranzieht, dann kann es jeder Amateur einmal versuchen. Wir müssen unsere Aktienauswahl (genauer: vorgelagert eine Idee einer optimalen Asset Allocation, deren Parameter die präferierten Aktiensegmente beschreiben) auf dieser Basis treffen und können nicht so tun als gäbe es die Situation nicht.

Rohstoffe knapper und teurer, aber bleiben wahrscheinlich verfügbar

Was sind also unsere Erwartungen? Es sieht so aus, als dass Russland diesen Krieg nicht gewinnen wird. Russland wird zunehmend vom Westen abgegrenzt werden, solange sich das Regime nicht ändert. Worst Case: Nordkorea. Die größte Gefahr für die westlichen Länder, aber auch für die Weltwirtschaft insgesamt ist das sinkende Angebot von Rohstoffen, für Deutschland natürlich von Gas. Die Preise aller dieser Güter sind gestiegen, was von den Europäern und den Amerikanern eher getragen werden kann als von vielen anderen Staaten. Profiteure sind rohstoffnahe Unternehmen und Unternehmen, die eine Preissetzungsmacht in ihrer Wertschöpfungsstufe haben, was nach unserer Wahrnehmung erstaunlich viele Unternehmen sind. Hier wirkt sich die Verknappung des Angebots positiv aus. Verlierer sind die Konsumenten sowie eher konsumnahe

Unternehmen, vermutlich im Bereich der Ausgaben, die sich verschieben lassen. Außerhalb der reichen Regionen dürften diese Anpassungen an die gestiegenen Preise schwerer fallen. Ein vollständiger Wegfall vieler Rohstoffe würde jedoch überall zu Verwerfungen führen. Die Gefahr steht im Raum, wird mit jedem Tag aber etwas kleiner, da Alternativen entwickelt werden. Dadurch bleibt das Problem trotzdem bestehen. Es ist auch nicht so hoffnungslos, wie dies zunächst erschienen ist: Teilweise kann die Produktion erhöht werden, in der Landwirtschaft können andere Sorten angebaut werden, teilweise kann die Verwendung der Ernte verändert werden. Zudem ist unserer Ansicht nach die Wahrscheinlichkeit einer Einstellung der Rohstofflieferungen von russischer Seite gering, weil Russland offensichtlich das Geld braucht, und zwar nicht um den Krieg zu finanzieren, sondern die Strukturen in Russland: Vom Unterdrückungsapparat bis hin zu den Renten, vermutlich auch um die Verluste der (neueren) Oligarchen zu kompensieren, die möglicherweise den Krieg nicht gewollt, ihn aber hingenommen haben, um ihre Ruhe zu haben. Wenn der Pate analog der früheren sizilianischen Erfahrungen nicht mehr liefert, dann ist er hochgradig gefährdet. Und somit wird er nicht das Gas abstellen. Bleibt natürlich das Risiko eines europäischen Embargos.

Mittelfristig könnte China das größere Problem werden

Vielleicht ist nicht Russland, sondern China auf Dauer das größere Problem: Das Land hat eine autokratische Regierung, die dem Westen zunehmend feindlich gesonnen ist, und ist wirtschaftlich um ein Vielfaches wichtiger für westliche Unternehmen als Russland. Nach der Erfahrung, dass das Ignorieren der Fakten die Probleme vergrößert anstatt sie aus der Welt zu



schaffen, steht in den nächsten Jahren eine Klärung der Positionierung Chinas an. Der Ausgang ist offen. Die Hybris, mit der die eigene Coronapolitik als überlegen angesehen wurde im Vergleich zum Rest der Welt und insbesondere gegenüber dem Westen ist angesichts der aktuellen Lage schon bemerkenswert. Allerdings gab China dadurch ein Zeichen, wie es sich im Wettbewerb der Systeme aufgestellt sieht. Und man kann nun erkennen, wie es wirklich aussieht.

4
Vielleicht respektiert China – genauer: die chinesische Führung – einen härteren und direkten Auftritt eher als die Tatsache, dass zwar die meisten Länder nicht aggressiv gegen China auftreten, die „westlichen“ Lebensentwürfe sich aber überall in der Welt breitmachen und so auch die autokratischen Staaten aus Sicht ihrer Regierung unterminieren. Warum auch immer: Viele Autokraten werfen dem Westen vor, dass er verweichlicht sei, beispielsweise festgemacht an den Homosexuellenrechten, an denen sich Putin und sein Kirchenpatriarch reiben. Abgesehen von allem anderen was zum Thema Menschenrechte zu sagen wäre: Dies ist eben wie vieles andere ein fundamentales Missverständnis der Verhältnisse in der Welt. Denn Minderheitenrechte sind nicht nur alleine in freien Gesellschaften durchsetzbar. Sie werden vor allem in reichen Gesellschaften eingefordert und Realität. Wie man an der Maslow´schen Bedürfnispyramide ablesen kann, beschäftigen sich autokratische Länder mit Ebenen unterhalb der Selbstverwirklichungsstufe. Das hat nichts mit Verweichlichung, sondern ökonomischer Stärke zu tun. Und darin liegt das Problem für die Autokraten: Die gleiche ökonomische Stärke, die Meinungsvielfalt, Freiheitsrechte und beispielsweise auch Kreativität ermöglicht, ist auch die Grundlage für politische und vor allem in diesen Tagen wieder

gefragte militärische Stärke. Merksatz für Diktatoren: Länder, in denen der CSD gefeiert wird, besser nicht angreifen. Ausnahmen bestätigen die Regel. Und weil das westliche Modell für die meisten Menschen attraktiver ist als das, was die Autokraten zu bieten haben, wird ihre Macht unterlaufen. Und das führt die Autokratien zu Konflikten und Kriegen, offen und versteckt, mit realen Waffen und im Cyberuniversum, in den Medien usw. Der Westen hat sich das Jahrzehnte lang angeschaut und toleriert und sich um alles Mögliche andere gekümmert. Mit dem Überfall auf die Ukraine, die aus Sicht Russlands offensichtlich in Richtung Westen verloren ging, war der Rubikon überschritten.

Nach allem was wir sehen können, ist die Größe der russischen Armee in etwa vergleichbar mit der der Wirtschaft der DDR: Aus der Distanz groß, aber gemessen an den Annahmen ein Scheinriese. Einen Atomkrieg ausgeschlossen: Dieser Krieg wird Russland ruinieren, und den Westen nicht, unabhängig vom Schicksal der Ukraine. Welche Lehren China daraus zieht ist offen. Viele Autokraten in der Welt werden damit leben müssen, dass ihr Pate in Moskau nicht mehr die bisherige Rolle spielen kann. Für die meisten Menschen eine erfreuliche Botschaft, wenn auch nicht für alle Regierungen.

Unklar, ob wir vor einem Wandel der Weltordnung stehen

Einen kann ich mir nicht verkneifen: Zum immer wieder gehörten Argument, die USA würden ja auch mit ihren Angriffskriegen gegen das Völkerrecht verstoßen. Ja, das tun sie, und zwar in den Fällen, in denen sich Autokraten hinter dem Völkerrecht verschanzen und gleichzeitig Menschenrechte in unfassbarer Weise brechen. Damit stellen die Kritiker der USA Assad, Saddam Hussein und Milosivic auf eine Stufe mit dem



ukrainischen Präsidenten. Tiefer fällt es schwer zu fallen. Das Problem liegt darin, dass die UNO im Völkerrecht den Weg sieht, Angriffskriege auf Länder zu verbieten, was die Staatsführungen, die Menschenrechte brechen, zu ihrer höchstpersönlichen Verteidigung nutzen. Dies führt dazu, dass die UNO als Organisation in ihrer Existenz gefährdet ist: Sie erleichtert es Potentaten, ihre Rechte gegen die eigene Bevölkerung zu missbrauchen. Wie das geht wurde im zweiten Irakkrieg vorgeführt: Die USA versuchten einen Fall zu konstruieren, der einen Angriffskrieg gegen den Irak rechtfertigen würde. Wie alle wissen: aus völkerrechtlicher Sicht zu Unrecht. Allerdings scheinen die Kritiker der USA hinzunehmen, dass im Irak gefoltert wurde, Kurden und Schiiten verfolgt wurden, Chemiewaffen gegen die eigene Bevölkerung eingesetzt wurden, Menschenrechte nach allen Regeln der Potentatenkunst gebrochen wurden, ohne dass ein Kritiker eine bessere Lösung aufzeigen konnte, mit Ausnahme des immer gut klingenden und meistens wirkungslosen Verhandels. Der Geist, in dem die UNO geschaffen wurde, ist durch die Verletzung der Menschenrechte schon lange zerstört. Somit stellt sich auch hier die Frage, wie die Welt in dieser Hinsicht in ein paar Jahren aussehen wird. Ob eine Organisation erhaltenswert ist, die in sieben Jahren fünf Mal so viele gegen Israel gerichtete Resolutionen ausspricht wie gegen den Rest der Welt zusammen? Unter anderem als einzigem Land der Welt, in dem nach Ansicht der UNO Frauenrechte verletzt werden. Diese Frage stellt sich in der Tat. Insofern ist es nicht weit hergeholt, sich eine andere Weltordnung vorzustellen.

Inflation wahrscheinlich dauerhaft höher als von den Zinsen abgebildet

Zurück zu den unmittelbareren wirtschaftlichen Aspekten: Auch ohne den Krieg in der Ukraine war

die Inflationsrate bereits auf ein Niveau gestiegen wie lange nicht. Dies hatte mehrere Ursachen: Die Fiskalpolitik, insbesondere in den USA, war sehr expansiv, und zwar über das erforderliche Maß zum Ausgleich der Coronafolgen hinausgehend. Dies wurde, vor allem in der EU, durch eine weiter extrem expansive Geldpolitik begleitet. Beides kann man mit den üblichen Maßnahmen abstellen. Es kamen aber zwei Probleme von der Angebotsseite hinzu: Die Coronakrise mit ihren Auswirkungen auf die Produktionsmengen sowie die Lieferketten und gleichzeitig eine seit Jahren unterinvestierende Rohstoffindustrie, woran natürlich wiederum falsch verstandene und auf kurzfristige Effekte ausgerichtete ESG-Maßnahmen ihren Anteil hatten. Und jetzt kam noch der Ukrainekrieg hinzu. Es dürfte für die Notenbanken extrem schwer sein, eine geeignete Maßnahme zu finden, die der Höhe der Inflation angemessen wäre. Das Überschießen über alle Erwartungen kam weitgehend von der Angebotsseite. Insofern sollte man sich darauf einstellen, dass die Inflationsrate auch durch eine Zerstörung von Nachfrage gebremst werden kann. Zudem ist rechnerisch auch irgendwann eine Annualisierung der Preisschübe zu erwarten. Die große Frage ist dann aber, ob es bis dahin zu einer Lohn-Preis-Spirale gekommen sein wird. Ganz vermeiden lassen wird sich dies nicht. Insofern ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die Zahlen wieder sinken werden, vermutlich jedoch auf einem höheren Niveau als in der Vergangenheit bleiben werden. Verstärkt wird diese Entwicklung dadurch, dass besonders positive Rahmenbedingungen der letzten Jahre wegfallen werden: Die Globalisierung wird selbst im besten Fall nicht im dem Tempo weitergehen, weil sie schon weit fortgeschritten war. Ganz im Gegenteil könnten verschiedene Wirtschaftsbereiche wieder regionalisiert werden. Hinzu kommt ein



steigender Kapitalbedarf für den Umbau der Wirtschaft in Richtung Klimaneutralität, ein substantieller Bedarf für die Landesverteidigung und vielleicht später für den Wiederaufbau der Ukraine. Dies kann eigentlich nur zu höheren Inflationsraten führen. Wohin genau ist unbekannt, aber das Niveau dürfte deutlich höher liegen als das, was immer noch in den Zinsmärkten unterstellt wird.

Rezession ist möglich, aber in den Kursen weitgehend abgebildet

In Summe bedeutet dies: Die Konjunktur wird leiden, vielleicht bis hin zu einer Rezession. Die Anpassung der Märkte an die neuen Gegebenheiten – sofern kein Gas-Embargo in Kraft tritt – ist fortgeschritten, aber noch nicht beendet. Der Kapitalbedarf der Volkswirtschaften ist immens: Energiewende beschleunigt, neue Beschaffungsstrukturen (alleine Intel wird anscheinend für den Aufbau seiner Halbleiterfabriken in Europa staatliche Unterstützung in zweistelliger Milliardenhöhe erhalten), Aufarbeitung der Coronakrise, Unterstützung und Ausbau der militärischen Fähigkeiten, Unterstützung der Ukraine, und sollte eines Tages die Ukraine in die EU aufgenommen werden wird dies Kapital in einer anderen Dimension erfordern. Somit ist es vollkommen unklar, wie Zinsen nachhaltig auf dem heutigen Level bleiben können, ohne dass Investoren in diesen Märkten herbe reale Verluste erleiden werden. Das Festhalten an „sicheren“ Anleihen und Liquidität ist wahrscheinlich auch nur eine Reaktion darauf, dass im Augenblick noch unklar ist, wie die Dinge sich weiterentwickeln werden. Better safe than sorry, und da verzichtet man eben real auf ein paar Prozent seines Vermögens, jährlich wohlgermerkt.

Chancen wieder bei Zyklikern und massiv gefallenem Wachstumsaktien

Wir hingegen sehen eher die Chancen: Verschiedene, eher zyklische Aktien sind auf einem Rezessionsniveau bewertet, wenn nicht tiefer. Sie preisen somit weitere Verwerfungen bereits zumindest teilweise ein, selbst wenn die Unternehmen höchstens übergangsweise von Problemen in der Lieferkette betroffen sein sollten. Daneben haben verschiedene Wachstumsunternehmen einen massiven Kursverfall hinnehmen müssen und sind dementsprechend ebenfalls niedrig bewertet. Unternehmen, die von tiefen Zinsen profitieren, z.B. durch ihre überdurchschnittliche Verschuldung, meiden wir eher, genauso wie Unternehmen, denen eine überdurchschnittliche Qualität zugeschrieben wird. In Summe sind Aktien wieder billig. Die Risiken, die sich aus einer überdurchschnittlichen Abhängigkeit von China ergeben, kann man entweder meiden oder in Form einer niedrigen Bewertung hinnehmen. Und letzten Endes sollte man beachten, woher die Inflation kommt, die man ja als Gefahr ansieht: Durch Preiserhöhungen, die in erster Linie von Unternehmen durchgesetzt werden und von denen die Aktionäre im Gegensatz zu den Anleihebesitzern profitieren werden. Wenn es läuft wie in den 70´er Jahren, der letzten Zeit einer hohen Inflation, werden niedrig bewertete Normalaktien über die nächsten Jahre solide Gewinner sein. Die Verlierer damals waren die Nifty Fifty. Deren Nachfolgern sollte man in unseren Augen in den nächsten Jahren aus dem Weg gehen.

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.