



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 3/2022 vom 13.07.2022

Be greedy when others are fearful*

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Eine Rezession ist kaum vermeidbar, war aber immer ein guter Zeitpunkt für Investments
- Energieversorgung ist eine größere Sorge als Inflation und Rezession
- Die „Zeitenwende“ wird die Überwindung vieler Schwachstellen ermöglichen
- Auf dem aktuellen Bewertungsniveau überwiegen mittelfristig die Chancen deutlich

Erstes Halbjahr verlief an den Finanzmärkten sehr unerfreulich

Das erste Halbjahr verlief an den internationalen Finanzmärkten äußerst unerfreulich, für viele Marktteilnehmer geradezu katastrophal. Im Juni kam es zu einem Selloff, der die meisten Märkte in das Bärmarkt-Territorium drückte. Die Kombination negativer Einflussfaktoren war dann doch zu viel.

- Die Verteilung von Helikoptergeld, das während der Coronakrise fast überall großzügig unters Volk gebracht wurde, ist weitgehend beendet worden.
- Die durch die Coronakrise verursachten Disruptionen fanden dagegen noch kein Ende. Vor allem China glänzte durch unsinnige Maßnahmen, die in der ganzen Welt für Knappheiten sorgten.
- Gestiegene Rohstoffpreise, kombiniert mit zu geringen Investitionen in den letzten Jahren, trieben die allgemeinen Preise weltweit, so dass

*Warren Buffett

die Notenbanken endlich gezwungen waren, der Realität ins Auge zu sehen und unglücklicherweise in eine wirtschaftliche Abschwächung hinein begonnen haben, die Zinsen zu erhöhen.

- Der Gipfel der Belastungen war aber in jeder Hinsicht der Überfall von Russland auf die Ukraine, was bekanntermaßen nicht nur eine humane Tragödie ist, sondern vielfältige politische, militärische und wirtschaftliche Auswirkungen hat und weiter haben wird.

Im Juli ging es unmittelbar in dieser Form weiter: Nun droht ein Lieferausfall von russischem Gas nach Europa, was dank der naiven Politik der letzten Jahrzehnte Deutschland mehr als die meisten anderen Staaten treffen würde.

Eine Rezession ist kaum vermeidbar, war aber immer ein guter Zeitpunkt für Investments

Die EZB geht weiter davon aus, dass die EU-Volkswirtschaft wächst, in diesem wie im nächsten Jahr. Wir sind ja gerne einmal optimistisch, aber

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



hier fehlt uns die Phantasie, wie das angesichts der vielfachen Verwerfungen bisher und in den nächsten Monaten erreicht werden soll.

Das ist die schlechte Nachricht. Eine gute könnte sein, dass Rezessionen immer ein guter Zeitpunkt waren, um Aktien zu kaufen. Die zweite gute Nachricht für Investoren in der Realwirtschaft: Diese Rezession wird dank der erheblich steigenden Preise keine nominale Rezession sein. Das ist bereits ablesbar an der Entwicklung vieler Unternehmen, die dank stark steigender Preise steigende Umsätze und teilweise auch sehr solide Gewinne erzielen, und zwar auch außerhalb der Grundstoffindustrien. Das ist fast schon wieder lustig, wenn es dann heißt, dass die Rezession noch nicht sichtbar ist.

Der Markt hat die Rezession mehr oder weniger eingepreist. Trotz tieferer Bewertung sind die europäischen Märkte genauso abgesunken wie die amerikanischen. Ursache ist natürlich die politische, militärische und energiepolitische wahrgenommene Schwäche, die zudem den Euro weiter gedrückt hat. Die Befürchtungen hinsichtlich der Gasversorgung vor allem Deutschlands haben sich in den letzten Wochen durch einen massiven Selloff der zyklischen Titel sichtbar gemacht. Manche Strategen sind der Ansicht, dass die Bewertungen nicht konform sind mit dem, was in Rezessionen üblich ist: Das gilt in erster Linie für die Indexebene, nachdem dort weiterhin die in den letzten Jahren äußerst beliebten Qualitätstitel eine hohe Gewichtung bei einer hohen Bewertung aufweisen. Für die „normalen“ Aktien sieht die Welt ganz anders aus.

Energieversorgung ist eine größere Sorge als Inflation und Rezession

Wo stehen wir? Wenn die Historie relevant ist, in vielen Bereichen ganz weit unten.

Bekanntermaßen ist die Unsicherheit etwas, was an der Börse gar nicht geschätzt wird, und nach Corona sind wir hier erneut in „unchartered territories“. Nicht Konjunkturschwäche und Inflation, sondern die Energieversorgung treibt die Investoren in die Kapitulation. Wobei die beiden ersten Aspekte schon unangenehm genug sind.

Zur Inflation kann man festhalten, dass sie in erster Linie getrieben ist durch die Knappheiten auf der Angebotsseite, immer noch coronabedingt, nun aber auch durch den Ukrainekrieg. Rechnet man diese Effekte heraus, läge die Kerninflation ohne Energie und Nahrung statt des Gesamtwerts von ca. 8 % bei immer noch hohen, aber nicht so absurden 3 bis 4 %. Auch hier sind vermutlich noch Effekte aus den Coronaverwerfungen sichtbar: Logistikkosten, Durcheinander etwa an den Flughäfen, fehlendes Personal, das mittlerweile woanders beschäftigt ist usw. Seit ein paar Wochen jedoch sind die längerfristigen Inflationserwartungen bereits wieder auf einem deutlich fallenden Pfad, so dass vermutlich auch die Zinserhöhungen durch die Notenbanken nicht in die neulich noch befürchteten Höhen führen sollten. Fallende Aktienkurse, Unsicherheiten aufgrund der geopolitischen Lage, einbrechendes Konsumentenvertrauen haben ja ebenfalls restriktive Auswirkungen auf die Konjunktur und das Preisniveau, und insofern wird den Notenbanken die Arbeit teilweise abgenommen.

Viele Aktien handeln auf rekordtiefen Bewertungen...

Wo stehen wir auf Ebene der Einzelwerte? Ein paar Beispiele, ohne dass dies Kaufempfehlungen sein sollen. BASF ist bewertet unterhalb des Buchwertes. Das ist in keiner Krise der letzten 20 Jahre passiert. Normalerweise liegt die Bewertung zwischen dem 1,5-fachen und dem



3-fachen des Eigenkapitals. Covestros Bewertung liegt ebenfalls unterhalb des Buchwertes, hinsichtlich des Unternehmenswertes einschließlich der Schulden auf einem Rekordtief. Seit dem Börsengang hat das Unternehmen seine Schulden halbiert, das Eigenkapital verdoppelt, Eigenkapitalrenditen zwischen 10 und 30 % erzielt, und wächst regelmäßig in der Größenordnung von 5 % p.a. Beide Unternehmen haben ein globales Produktionsnetzwerk, bspw. stehen nur 25 % der Anlagen von Covestro in Deutschland. Die restlichen 75 % stehen in Ländern, die kein Problem mit dem Gaseinkauf haben. Bei BASF haben sich die Anleger darauf geeinigt, dass Wintershall einen Wert von Null hat, obwohl ein relevanter Teil der Produktion außerhalb Russlands stattfindet, in Russland das Geschäft weiterläuft und eine theoretisch denkbare Enteignung der dortigen Assets vermutlich in irgendeiner Form kompensiert werden wird. Und ja, BASF würde unter Lieferausfällen bei Gas sehr leiden, aber das ist kein dauerhaftes Problem und betrifft nur den kleineren Teil des Konzerns. Wie gesagt, die Unsicherheit, die an den Aktienmärkten schwer erträglich ist, führt dazu, dass die Investoren lieber den schlimmsten Fall unterstellen und dann an das Thema einen Haken dranhängen.

...und nutzen dies vermehrt zu Aktienrückkäufen

Ein anderes Beispiel ist die Zunahme der Unternehmen, die Aktienrückkäufe durchführen, darunter einige Unternehmen, die jahrelang dem Credo anhängen, dass Aktienrückkäufe in die Kategorie unternehmerischen Versagens fallen. Eine Ansicht, die wir natürlich in keiner Weise teilen und die auch vollkommen unlogisch ist. Sie zeigt aber die Aversion von Unternehmen, das Kapital den Eigentümern auch auf einem anderen Weg als der Dividende zukommen zu lassen:

Mit Dividende kann man sich eher eine Reputation aufbauen. Zudem trägt es auch keine (eher formal relevanten) Kursrisiken, falls die Aktien nach einem Rückkauf einmal auf ein tieferes Niveau fallen. Zu nennen sind hier bspw. BMW oder HeidelbergCement. Es gibt offensichtlich Bewertungsniveaus, bei denen die Dinge neu betrachtet werden.

Jetzt könnten wir noch über 30 bis 100 andere Unternehmen schreiben mit einem ähnlichen Tenor. Das wesentliche ist: Viele Aktien werden heute bewertet mit einem Abschlag auf den fairen Wert zwischen 30 bis 60 %. Wenn ich diesen Abschlag haben will, muss ich zu diesen Kursen kaufen. Ob sie noch billiger werden: Das kann niemand sagen. Was man aber sagen kann: Die meisten Leute kaufen eben nicht, wenn die Aktien billig sind, sondern wenn sie sich dabei wohlfühlen. Das Dumme an dieser Strategie ist, dass sie zwangsläufig zu nicht mehr als durchschnittlichen Ergebnissen führen kann, wenn überhaupt.

Die Begründungen für die tiefen Kurse schließen sich teilweise aus oder sind oft genug losgelöst von den Fakten

Es gibt viele widersinnige Kommentare, die der Unsicherheit an den Märkten geschuldet sind. Was die Inflation angeht: Die soll auf Jahre hoch bleiben. Nach den angebotsinduzierten Preissteigerungen soll nun eine Lohn-Preisspirale folgen, um die gestiegenen Lebenshaltungskosten zu kompensieren. Gleichzeitig wird aufgrund der Erwartung fallender Preise für die Unternehmen, die gerade besonders von den gestiegenen Preisen profitieren, in den nächsten Jahren von deutlich sinkenden Gewinnen ausgegangen. Die augenblicklichen Gewinne werden also als nicht



nachhaltig angesehen. Das kann passieren. Wenn aber die Löhne steigen, aber nicht die Preise, würde die Kaufkraft deutlich zulegen. Was für die Konjunktur etwas ganz anderes bedeuten würde als die nun angeblich anstehenden mageren Jahre, in denen der Konsum unter den hohen Preissteigerungsraten leidet, da die Verbraucher die Inflationsraten nicht kompensieren können. Am Ende sagt dies mehr über die Stimmung aus (alles ist schlecht, und wenn das einmal nicht der Fall ist, dann wird es schlecht, auch wenn sich die Annahmen gegenseitig ausschließen sollten) als über die Realität. Wir legen uns da einmal auf wenig fest, außer dass wir die Chancen, die sich aus diesen Widersprüchen ergeben, nutzen wollen. Denn letztendlich werden die Widersprüche eben hingenommen oder ohne Reflektion vorgeschoben, wenn man sich nicht traut, niedrige Bewertungen für Aktien nutzen zu wollen.

4

Weiterhin eine Anmerkung zu einem Märchen, das die Runde macht: Deutschland habe seinen Wohlstand nur externen Besonderheiten zu verdanken, und die Voraussetzungen dafür sind jetzt entfallen. Der Wohlstand ist in großer Gefahr. Billige Energie aus Russland, Exporte nach China und Sicherheit aus den USA: Einer quatscht dem anderen nach. Gas aus Russland kostete ein paar Mrd. € weniger als Gas aus anderen Ländern, dieser Unterschied war nicht der entscheidende Faktor für das deutsche Wirtschaftssystem, wenn auch von einem gewissen Zusatznutzen. Für ein Land, das pro Monat 1 Mrd. € für angeblich medizinisch fragwürdige Covid-Tests ausgeben kann, nicht die ganz große Nummer. Der Gaspreis wird in den nächsten Quartalen so oder so eine ganz andere Belastung darstellen. Das hat aber mit dem Ukrainekrieg und nicht mit dem deutschen Wirtschaftsmodell, das dann nicht mehr funktionieren soll, zu tun. Und wird nicht

nachhaltig so teuer bleiben. Der Preisnachteil von Gas aus anderen Ländern im Vergleich zu Russland liegt weit unter 1 % des BSP – wenn man die Infrastruktur zur Lieferung einmal hat. China ist in der Tat ein riesiger Absatzmarkt, und zwar für die gesamte Welt. Dass deutsche Unternehmen aber naiv gewesen wären und aus heutiger Sicht besser zu Hause geblieben wären, ist Unfug erster Güte. Die Unternehmen sind mittlerweile so groß in China, dass sie selbst massive Investitionen im chinesischen Markt intern finanzieren können, sei es aus eigenen Gewinnen, sei es mit einer Finanzierung durch chinesische Geldgeber. Die angebliche Deglobalisierung liegt auch daran, dass Unternehmen mittlerweile immer lokaler werden: So werden z. B. von deutschen Autoherstellern immer mehr Produktionsstätten in China errichtet, einschließlich einer lokalen Zulieferindustrie (ebenfalls oft die üblichen deutschen Unternehmen), was Kosten, die Gefahr von Handelskriegen, von Zöllen oder steigenden Logistikkosten senkt. Ist das De-Globalisierung? Zudem: Wenn die Wertschöpfung zu einem wachsenden Teil in anderen Ländern stattfindet, dann hat dies zur Folge, dass die ausländischen Märkte für die Unternehmen immer wichtiger werden, für die deutsche Binnenvolkswirtschaft aber das Gegenteil zutrifft. Insofern kann man immer weniger von der deutschen Wirtschaft auf die deutschen Unternehmen schließen. Siehe Covestro: Ein Viertel der Kapazität in Deutschland, größter Standort Shanghai. Da dies zusätzliche Arbeit für den Top-down-Strategen verursacht, wird dieser Blick auch gerne einmal vermieden, sonst wären vielleicht auch die Aussagen nicht mehr so knackig. Aber vielleicht näher an der Realität. Und zum letzten Argument, dass die Sicherheit an die USA outgesourced wurde: Das stimmt zwar, lag aber nicht am deutschen Verteidigungsetat, der einer der

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



höchsten in der Welt ist, sondern an einer vollkommen verwehrten politischen Führung (und das betrifft das Verteidigungsministerium noch nicht einmal an erster Stelle) sowie Verwaltungsstrukturen, die offensichtlich die üblichen Defizite in Deutschland noch weit überbieten. Wenn die Bundeswehr gestärkt werden soll, ist am Ende wohl eher die politische Führung und die Bereitschaft dazu für den Erfolg entscheidender als mehr Geld zu überweisen. Insofern sollte man sich nicht irre machen lassen von Kommentatoren mit starker Haltung und wenig Interesse an Fakten, die gerne einmal aus dem politischen Lager stammen, das staatliches Handeln im Zweifel für erfolgversprechender hält als das, was Unternehmen abliefern. In Summe ist der Defätismus solcher Aussagen vollkommen unproduktiv, vor allem, wenn diese Aussagen die Grundannahme beim Investieren sein sollten.

5

Die „Zeitenwende“ wird die Überwindung vieler Schwachstellen ermöglichen

Das alles soll die gegenwärtige Situation nicht verharmlosen. Es ist nicht nur eine Rezession, die ansteht, es ist eben auch die häufig genannte Zeitenwende. Wie sich die Dinge in den nächsten Jahren entwickeln werden ist offen. Mit Ausnahme eines sich ausweitenden Krieges, von dem ganz sicher Russland auch nichts Positives zu erwarten hätte und der dementsprechend sehr unwahrscheinlich ist, gibt es aber auch substantielle Chancen. Viele Dinge, die sich seit Jahren zäh entwickeln, behindert durch Gesetze und Behörden, mit Massen von Gerichtsverfahren blockiert, können unter dem aktuellen Druck ganz anders gehandhabt werden. So können viele für die Energiewende erforderliche Maßnahmen nun umgesetzt werden. Die Schwächen der deutschen Behörden wurden bereits in der Coronazeit offensichtlich. Mit dem hoffentlich

entsprechenden Veränderungsdruck. Daneben wie erwähnt die Bundeswehr, Strukturen in der EU und eine aktivere Außenpolitik, die nicht nur den Autokraten die Bühne überlässt.

Die Frage der Gasversorgung ist ernst, aber nicht hoffnungslos

Wie die Frage der Gasversorgung gelöst wird ist offen. Viele Wege können beschritten werden. Klar ist, dass es eine Lücke in den nächsten Quartalen geben würde, wenn Russland kein Gas mehr liefert. Je nach Gegenmaßnahmen liegt diese Lücke aber vermutlich irgendwo im Bereich 5 bis 20 % des Gasbedarfs. Von dem 50 %-igen Anteil von Russland am gesamten deutschen Gaseinkauf sollte man sich nicht in die Irre führen lassen, auch wenn die vermutlich viel geringere Zahl immer noch unangenehm wäre. Entscheidend aus Sicht des Aktionärs eines Unternehmens wäre zunächst einmal die Frage, wie Unternehmen von dieser Gemengelage betroffen wären. Und hier ist die Antwort nach heutigem Stand der Dinge eindeutig: Unter normalen Umständen würden Produktionsausfälle, die sich aus der Gasknappheit ergeben, bei weitem noch nicht zu einem Verlust führen, sondern in einem unterschiedlichen Ausmaß die Gewinne reduzieren. Und zwar in einem Umfang von vielleicht 20 bis 40 % im Fall der Chemieindustrie, grob geschätzt, auch wenn einzelne Unternehmen stärker betroffen sein könnten. Und ohne die Annahme der Weitergabe der höheren Preise an die Kunden, was auch nicht ganz realistisch sein dürfte. Es könnte natürlich sein, dass das Gas ganz normal weiter geliefert wird: Früher hat Russland von Deutschland ca. 10 Mrd. € p.a. für die Gaslieferungen erhalten, heute sind es bei den aktuellen Terminpreisen eher 30 bis 40 Mrd. €. Für den Versuch, die Europäer unter Druck zu



setzen, würde Russland also in den nächsten Jahren auf 100 Mrd. € im Fall von Deutschland verzichten, plus weitere 100 bis 200 Mrd. € von anderen EU-Staaten: Das könnte der Preis sein, den Russland einsetzt in der Hoffnung, die westlichen Sanktionen loszuwerden. Kriegentscheidend dagegen wohl eher nicht. Zudem hätte Russland dann auch weniger Geld, um bspw. die Opfer westlicher Sanktionen zu kompensieren. Plus mögliche Schadensersatzzahlungen, plus die technischen Schwierigkeiten, die Gasproduktion in Zukunft wiederaufzunehmen: Dies spricht nicht dafür, dass es zwingend ist, dass Russland die Lieferungen einstellt. Man wird sehen.

Stabilität und Sicherheit haben wieder enorme Prämien aufgebaut

Das aktuelle Geschehen am Kapitalmarkt zeigt eine Umkehr der Kursbewegung seit Jahresanfang. So sind in den letzten Wochen Rohstoffpreise, zyklische Aktien und Zinsen gefallen, die alten Lieblinge dagegen, vorneweg die Qualitätsaktien, sind gestiegen. Sicherheit geht über alles. Wir sind der Ansicht, dass es sich hier, was die Aktien angeht, um eine Bewegung gegen den Trend handelt. Die Bewertungsunterschiede haben sich erneut ausgeweitet. Diese Diskrepanzen sind auf Dauer schlicht zu groß. Beigetragen zu dieser Bewegung hat vermutlich die Erkenntnis, dass eine Rezession in den nächsten Quartalen wahrscheinlicher ist als keine Rezession. Allerdings scheinen auch die Abwicklungen einiger aggressiver spekulativer Positionen eine Rolle zu spielen. Dass zum Beispiel die Weizenpreise angesichts der erwarteten Lebensmittelknappheit in den nächsten Quartalen mittlerweile wieder unter das Niveau von vor dem Ukrainekrieg gefallen sind, ist ansonsten kaum erklärlich. Für andere Rohstoffe

gilt ähnliches. Auch hier wird man sehen, welche Interpretation die richtige war. Wir sehen an erster Stelle das Glattstellen der „Inflations-Knappheits-Positionen“ und den Wechsel in die vertrauten „Qualitäts-Stabilitäts-Stellungen“ angesichts der drohenden Rezession, und zwar unabhängig von irgendwelchen Bewertungsmaßstäben.

Auf dem aktuellen Bewertungsniveau überwiegen mittelfristig die Chancen deutlich...

Wir dagegen bleiben aufgrund der massiven Bewertungsdiskrepanzen weiter bei der Strategie, in niedrig bewertete Unternehmen mit einem klar erkennbaren Risikoprofil zu investieren, deren Bewertung zum großen Teil auf einem tieferen Level liegt als seit vielen Jahren. Und zwar nicht nur gemessen an möglicherweise schwankenden Gewinnen, sondern an der nachhaltigen Substanz. Hier sind einige Chancen neu hinzugekommen. In dieser Situation kann man immer flexibel bleiben und, wenn sie sich ergeben, noch größere Opportunitäten nutzen, die im Lauf der Zeit entstehen können. Wir glauben nicht, dass die Auswirkungen der Zinserhöhungen auf die Lieblinge der letzten Jahre in vollem Umfang sichtbar sind, das geben die Bewertungen einfach nicht her.

...die man am einfachsten nutzen kann, indem man auch im Tiefpunkt investiert bleibt

Wir glauben, dass es deutlich zu spät ist, bei seinem Risikomanagement jetzt noch auf eine Risikoreduktion per se zu setzen: Das wäre etwas für die Zeit gewesen, in denen es zu Aktien keine Alternative gab. Heute sind wir offensichtlich näher am Boden als am Gipfel. Und den Versuch, den Boden genau zu treffen, und zwar mit der Erhöhung eines Investitionsgrads von 0 auf 100 %: Diese naive Vorstellung haben wir schon lange

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



abgehakt. Und den Effekt, die Cashquote in der Nähe des Lows, wo immer es auch sein wird, von 5 auf 4 % zu senken: Den wird man mit der Lupe suchen müssen. Für mehr reicht aber die verzweifelte Suche nach dem Tiefpunkt in der Regel nicht aus. Insofern lassen wir es eben

bleiben und freuen uns über die billigen Aktien in unseren Portfolios.

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.