



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

Martin Wirth – 4/2022 vom 24.10.2022

### **No place to hide an den Finanzmärkten – und wie es weitergehen könnte mit kühlem Kopf und rationaler Herangehensweise**

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

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

- Gewaltiges Bollwerk gegen weiter fallende Kurse
- In der Rezession kaufen hat sich als die beste Strategie erwiesen
- Die Rolle von Gaspreisen für das deutsche Wirtschaftsmodell
- Inflation, Zinsen und Ukraine-Krieg: Umgang mit und Auswirkungen von „Doppelwumms“
- Szenarien für die Finanzmärkte

<sup>1</sup> Dachte man seit der Jahrtausendwende bereits mehrfach, dass nun etwas Schlimmes geschehen sei, was nicht übertroffen werden könnte, ist man 2022 erneut eines Besseren belehrt worden. Der Rezession 2001 (bemerkt nur durch sinkende, da zuvor überbewertete Aktienkurse), der Finanzkrise 2007 bis 2009, der Schuldenkrise ab 2011, den Verwerfungen im internationalen Handel, losgetreten durch Donald Trump, folgte die Corona-Pandemie. Diese hat aus heutiger ökonomischer Sicht durch die Lockdowns, aber auch durch die unterschiedlichen staatlichen Eingriffe massive Schäden verursacht, die erst nach und nach ans Licht kommen. Stichworte sind das Durcheinander in Produktion, Logistik und Verwaltung sowie ein Personalmangel in vielen Regionen, etwa durch staatliche Geldgeschenke, vor allem in den USA, die letzten Endes eine seit Jahrzehnten nicht gesehene Inflation verursachten. Letztere wurde natürlich auch verursacht durch in Panik verfallene Notenbanken

mit einer extrem expansiven Geldpolitik. Und nun also ein Krieg in Europa, den Russland gegen die Ukraine angezettelt hat. Dieser hat abgesehen von allem anderen ebenfalls in einem erheblichen Umfang zur Inflation und zur Verknappung wichtiger Güter beigetragen. Bleiben vorerst als Steigerungen nur noch der Einsatz von Atombomben, ein Krieg zwischen China und den vielen von China als Rivalen angesehenen Staaten sowie ein Kometen-einschlag. Sowie natürlich die Klimakatastrophe mit ihren Folgen.

#### **Gewaltiges Bollwerk gegen weiter fallende Kurse**

Man sieht, wir sind schon weit gekommen, aber es geht noch schlimmer. Jedenfalls wird der Markt nicht getragen von erfreulichen Rahmenbedingungen sowie einem überbordenden Optimismus. Und negative Überraschungen sind etwas, was niemand mehr ausschließen will und in irgendeiner Form bei seinen Investments

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



berücksichtigen wird. Das alles bildet immerhin ein gewaltiges Bollwerk gegen weiter fallende Kurse: Schaut man einmal nicht auf die Indizes und ihre durch eine überschaubare Zahl von großkapitalisierten Titeln halbwegs solide Performance, sieht man eine große Mehrheit von Aktien, die meilenweit von ihren Höchstständen der letzten zehn Jahre entfernt sind.

### **Inflation, Zinsen und der Krieg in der Ukraine sind ein massiver Gegenwind**

Seit Jahresbeginn war der Gegenwind für die Märkte also auf einem rekordverdächtigen Niveau. Zum einen war dies die unterschätzte Inflation sowie die ebenfalls unterschätzte aggressive Bereitschaft der Notenbanken, gegen die Inflation anzugehen, vor allem aber die steigenden langfristigen Zinsen, deren Anstieg sich nur eine Minderheit der Investoren vor zehn Monaten vorstellen konnte. Gleiches gilt für den Krieg in der Ukraine: Zunächst einmal, dass er überhaupt stattfindet. Und dann, dass Russland, nachdem es seine Ziele nicht erreichen konnte, an jeder Stelle, an der es mehrere Alternativen gibt, den Weg der Eskalation wählt.

### **Aber: Unter den Umständen haben sich relevante Aspekte besser entwickelt als erwartet**

Vieles entwickelte sich besser als erwartet: Die Verteidigungsbereitschaft und -fähigkeit der Ukraine, deren Unterstützung durch den Westen, aber auch die signifikante Schwäche von Russland. Diese könnte strategisch einen riesigen Gewinn für die Menschheit darstellen, auch wenn sie auf Sicht der nächsten Quartale und in rein ökonomischer Hinsicht erhebliche Kosten mit sich bringen wird, vor allem in Europa und dort besonders in Deutschland, wie man dies an der Kursentwicklung der Aktien ja ablesen kann. Das Gute ist: Russland, als der globale Schulhofschläger und Rollenvorbild für viele

andere Autokraten, hat sich als viel schwächer dargestellt als von allen erwartet, die das Gehabe seit Jahrzehnten aushalten und akzeptieren müssen. Der Preis einer verbesserten Weltordnung ist hoch, vor allem natürlich für die Ukraine. Aber irgendwann war er fällig, wie man heute weiß, und: wahrscheinlich ist er nicht ansatzweise so hoch wie befürchtet. Ebenfalls positiv zu sehen ist nicht zuletzt die Fähigkeit des Westens, sich von russischen Energielieferungen auf absehbare Zeit und unter hohen Kosten, aber eben auch ohne den Zusammenbruch von Industrie und Gesellschaft freimachen zu können. Deutschland scheint für den Winter unter normalen Umständen gerüstet zu sein, und auch die Unternehmen haben vielfältige Maßnahmen getroffen. Als Beispiel kann die BASF dienen: Hieß es im Frühjahr noch, dass bei einer Auslastung von unter 50 % das Werk Ludwigshafen geschlossen werden müsste, wird nun gesagt, dass bei 50 % bereits eine gute Profitabilität beginnt. Dies möglicherweise auf Ebene des Deckungsbeitrags und durch Fokussierung auf höherwertige Produkte, aber eben weit entfernt von den Weltuntergangsszenarien im Frühjahr.

### **No place to hide an den Finanzmärkten**

Im Jahr 2022 gab es kaum einen Platz, an dem man sich mit seinem Kapital sicher verstecken konnte. Staats- und Unternehmensanleihen, hoch bewertete Wachstumstitel, niedrig bewertete Normalaktien: Dies alles stand unter Druck, und aufgrund der besonderen Lage eben auch besonders in Deutschland. Bewertungen sind längerfristig ein entscheidender Treiber für die Kursentwicklung und im Gegensatz zu anderen Treibern besser einzuschätzen. Kurzfristig dominieren jedoch die Abweichungen von Erwartungen. Und hier ergaben sich das ganze Jahr über Verschlechterungen für die Unternehmen, so dass permanent ein Grund gegeben war, Aktien zu

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



verkaufen. Von wenigen Ausnahmen abgesehen (Energie, Agrar, teilweise Banken) waren Unternehmen betroffen durch sich verschlechternde Geschäftsaussichten (eher die „Value“-Aktien) oder wurden Opfer ihrer hohen Bewertung, die unter steigenden Zinsen litt. Kombinierte Portfolios mit einem Aktien-/Rentenmix verzeichneten in den USA die schlechtesten Ergebnisse der letzten 100 Jahre, abgesehen von den Jahren 1931 und 1937, was hilft, die Größenordnung einzustufen zu können.

Cash war ebenfalls von Anfang an keine Alternative: Reale Verluste in Deutschland in Höhe der Inflationsrate waren vorprogrammiert, was im Nachhinein immer noch weit besser war als das, was den Besitzern von Aktien und Anleihen widerfuhr. Also alles in allem ein Desaster, gegen das man sich als Investor kaum wehren konnte.

Die Frage ist nun, wie es weitergeht und wie man die Lage einschätzen kann.

3

### **In der Rezession kaufen hat sich als die beste Strategie erwiesen**

Zunächst einmal gilt: Nicht in der Rezession laufen die Märkte schlecht, sondern auf dem Weg dorthin. Während einer Rezession laufen Aktien dann eher schlecht, wenn sie zuvor hoch bewertet waren, und gut, wenn dies nicht der Fall war. Nach einer Rezession ist die Performance dramatisch positiv. Das Dumme ist, dass man erst Monate nach dem Ende einer Rezession weiß, dass sie offiziell beendet wurde. Insofern muss man in den sauren Apfel beißen und kaufen, wenn die Lage unsicher, die Aktien aber billig sind. Wie im letzten Quartalsbericht aus dem Juli bereits angekündigt ist eine Rezession in diesem Winter so gut wie ausgemacht. Das ist jetzt auch der Konsens. Insofern besteht diesbezüglich weitgehende Klarheit. Die offenen Fragen sind: Wie lange wird die Rezession dauern, und wie entwickeln sich die

Zinsen und die Inflationsraten. Ohne dazu eine eigene prononcierte Meinung zu haben ist es offensichtlich so, dass die Märkte mittlerweile ein aggressives Vorgehen der Notenbanken erwarten, was somit ebenfalls eingepreist sein dürfte. Wie es aussieht, ist der Zinserhöhungszyklus Ende des Jahres möglicherweise bereits beendet. Zu beachten ist ebenfalls, dass die steigenden Preise, vor allem in Europa und in Deutschland, eine erhebliche restriktive Auswirkung haben werden, die die Wirkung der Zinserhöhungen noch ergänzen wird. Insofern sieht das nicht nur aus wie eine Vollbremsung, das ist eine.

Entscheidend für die weitere Entwicklung ist, wie sich in diesem Umfeld die Inflationsraten entwickeln, und hier gibt es nicht nur schlechte Nachrichten. Verschiedene Rohstoffpreise fallen seit Monaten und berücksichtigen damit eine schwächere Nachfrage. Die enorm hohen Inflationsraten, die zur Zeit in Europa noch mehr als in Nordamerika zu verzeichnen sind, haben ihre Ursache vor allem in den Verwerfungen auf der Beschaffungsseite. Dies wird sich in den nächsten Quartalen und Jahren wahrscheinlich wieder weitgehend normalisieren. Auf ganz kurze Sicht ist dies nicht möglich, da hilft auch keine restriktive Notenbank. Wie stark Zweitrundeneffekte sein werden wird man sehen. Erste Tarifabschlüsse in Deutschland sehen angesichts der Vorgaben vernünftig aus.

Auch wenn die anstehende Rezession, vor allem in Deutschland, stärker ausfallen könnte als dies in der Regel der Fall ist, hat sie den Vorteil, dass sie seit Monaten erwartet und dementsprechend keine Überraschung sein wird, auf die man sich einstellen muss. Wer das jetzt noch nicht berücksichtigt hat, ist wahrscheinlich am falschen Ort.

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



Was schwieriger ist als in früheren Rezessionen ist die Unklarheit darüber, wie es mit der Verfügbarkeit bspw. von unterschiedlichen Vor- und Zwischenprodukten aussieht. Nicht alles sieht gelöst aus, allerdings erscheint die Lage weit besser als noch vor wenigen Monaten unter den gegenwärtigen Bedingungen befürchtet wurde. Die Mengen sind das eine, das andere sind die Preise, was insbesondere grüne Politiker, wie in der Kernenergiedebatte sichtbar wurde, nur am Rande zu interessieren scheint. Um einmal die Dimensionen einzuordnen:

### **Gaspreise sind wichtig, aber nicht allein entscheidend für deutsches Wirtschaftsmodell**

Die verteuerten Gaspreise wirken wie eine massive Steuererhöhung, leider durch das Ausland, und diesmal auch eher als Kopfsteuer als an der individuellen Leistungsfähigkeit ausgerichtet, was vor allem private Verbraucher angeht. Im Unternehmensbereich sind die Verwerfungen unterschiedlich, je nachdem ob Unternehmen viel oder wenig Gas benötigen, ihre Beschaffungskosten abgesichert haben oder nicht, ob Gas benötigt wird für höher- oder niedrigwertige Produkte, die Zulieferer weiter produzieren können oder die Produktion in Länder verlagert werden kann, in denen deutlich niedrigere Gaspreise bezahlt werden müssen. Die Kosten liegen nach Schätzungen des Wirtschaftsministeriums bei 60 Mrd. € in 2022 und 100 Mrd. € in 2023. Das entspricht knapp 2 - 3% des deutschen Volkseinkommens. Zum Vergleich: Die EEG-Umlage zur Finanzierung des Ökostroms lag seit 2010 zwischen 10 und 16 Mrd. € p. a., die Gasrechnung in den vergangenen Jahren bei ca. 20 bis 30 Mrd. €. Wie hoch die tatsächliche Belastung sein wird, wird sich herausstellen. Wenn sich die neuen Bezugsquellen eingependelt haben, dürfte die jährliche Mehrbelastung bei 30 - 40 Mrd. € liegen, also bei 1 % des Volkseinkommens. Das ist

nun wirklich nicht das Ende der Welt und entspricht üblicherweise dem Produktivitätszuwachs eines einzigen Jahres. Den Erfolg der deutschen Unternehmen auf die niedrigen Energiepreise zurückzuführen ist lächerlich. Vielleicht schafft es der Staat ja, auch die überbordende Bürokratie zu reduzieren. Erleichtert könnte dies dadurch werden, dass er gerade selbst darunter sichtbar leidet. Dann könnte daraus noch ein positives Ergebnis entstehen und die höhere Gasrechnung überkompensieren.

### **Der Staat wird Großteil der Zusatzbelastungen übernehmen und zeitlich strecken**

Zwei Faktoren sind dabei unsicher:

Zum einen die Frage, wer dies alles bezahlt und wann die Rechnung fällig wird. Mit dem „Doppelwumms“ von bis zu 200 Mrd. €, also 5 % des Volkseinkommens, hat die Regierung beschlossen, einen Großteil der Mehrbelastung erstens zu sozialisieren und zweitens zeitlich zu strecken. Damit wird die deutsche Neuverschuldung richtig gerechnet ungefähr auf dem üblichen französischen Niveau liegen, außerhalb von Krisenzeiten wohlgermerkt. Insofern kein Grund sich aufzuregen, wenn man der üblichen europäischen Argumentation folgt. Damit wird die zu erwartende Rezession erheblich gemildert, auch wenn der Verteilungseffekt aufgrund der noch nicht fixierten Maßnahmen nicht sicher ist. Das Grundprinzip sollte aber jedem ersichtlich sein, auch wenn das Geschrei aufgrund der fehlenden Konkretisierung noch so groß ist. Mit der steigenden Staatsverschuldung dank des erneut beschlossenen Sonderhaushalts wird der Nachfrageausfall mindestens teilweise ausgeglichen, rein rechnerisch sogar weitgehend. Die Rechnung, die an Norwegen und andere Staaten bezahlt wird, zahlt somit der deutsche Staat. Bei den Empfängerstaaten dagegen sieht

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



die Rechnung natürlich genau anders herum aus, minus der zusätzlichen Logistikkosten im Vergleich zur früheren russischen Lieferung. In Summe könnte die Rezession somit weniger stark ausfallen als dies neuerdings teilweise befürchtet wird.

Was auch unsicher, aber relevant ist, sind die indirekten Effekte der explodierenden Gaspreise. Zum einen fehlen Produkte, die gasbasiert sind, aber nur eine geringe Wertschöpfung ausweisen, von der Kohlensäure für die Getränkeindustrie bis hin zu Düngemitteln. Daneben und wahrscheinlich noch wichtiger sind die Verteilungseffekte der verzerrten Preise. Überall bekannt und diskutiert sind die Windfall-Profits der Stromerzeuger, die von den durch das Gas getriebenen hohen Strompreisen profitieren. Je nachdem wie diese gehandhabt werden, werden sie ebenfalls in zweistelliger Milliardenhöhe liegen. Unabhängig davon, wie man dazu steht, führt dies zu weiter erhöhter Unsicherheit. Andererseits wird dieses Geld zu einem großen Teil im Inland verbleiben. Auch dieses Problem ist zeitlich befristet. Es wird allerdings nicht dadurch gelöst, dass man ganz viele erneuerbare Energien dazu baut, was in grenzenloser Naivität die Lösung sein soll, sondern dadurch, dass man die Rohstoffe für die regelbaren Energien aus anderen Quellen besorgt. Aber hier kann man sicher sein, dass dies passieren wird. Auch wenn es nicht immer die lautesten sind, die am meisten verstehen, wenn man die Debatte um das Merit-Order-Prinzip verfolgt.

### **In Relation zum nominalen Volkseinkommen relativieren sich die Zusatzschulden**

Noch ein paar Zahlen zur Einordnung der Kosten des „Doppelwumms“ und der Verteilungswirkung, die das gegenwärtige Umfeld hat. Wer nun erschreckt vor der Summe von bis zu 200 Mrd. € sollte sich vor Augen halten, dass es vermutlich

nicht die Allgemeinheit ist, die diesen Schaden tragen wird. Unter der Annahme, dass Deutschland in 2022 real wenig wächst, aber eine Inflation von geschätzten 8 % aufweisen wird, führt dies zu einem Zuwachs des nominalen Volkseinkommens von fast 300 Mrd. €. Somit wird die Schuldenquote dadurch alleine kaum steigen, insbesondere, wenn ein guter Teil der staatlichen Unterstützung ins Jahr 2023 fällt. Berücksichtigt man dann noch, dass die Staatseinnahmen von der Inflation erheblich profitieren, ist es nicht ausgeschlossen, dass der Staat trotz steigender Ausgaben rechnerisch auf der Gewinnerseite stehen könnte.

### **Ökonomisch wird die Rechnung am Ende durch die Nominalsparer bezahlt werden**

Wer zahlt dann also das Ganze? Der Nominalsparer. Und zwar in einer atemberaubenden Größenordnung: Lag die reale (Brutto-) Umverteilung in den letzten Jahren bei negativen Zinsen und einer überschaubaren Inflation bei ca. 50 - 100 Mrd. € p.a., sind es 2022 eher 400 (!) Mrd. €. Wer das nicht glauben mag: Hier kommt die Rechnung. Das deutsche Finanzvermögen, weitgehend festverzinslich, beträgt mehr als 5 Bio. €, und bei Zinsen von 0 % und einer Inflation von 8 % ergibt sich der genannte Realwertverlust. Und darin sind die Kursverluste der Anleihen noch nicht einmal enthalten! Wer glaubt, dass Nominalzinsen von nun 2 % für zehnjährige Anleihen attraktiv sind, der sollte noch einmal darüber nachdenken und dabei auch die erwarteten Inflationsraten nicht ganz unterschlagen. Oder es ist ihm egal, was real bei den Investoren ankommt. Zumindest kann man hier auf den ersten Blick erkennen, was man gemeinhin unter „financial repression“ versteht: Die mal langsamere, mal schnellere Enteignung des Sparers durch staatliches Handeln, angefangen von der Zinsmanipulation durch die Notenbanken. Das gab den Staaten in den letzten Jahren die Chance, unangenehme Reformen



weitgehend zu vermeiden, dafür aber herzhaft Bürokratie und Sozialstaat auszubauen. Der Dank für letzteres war begrenzt, wie man den Medien täglich entnehmen kann. Und es darf immer mehr sein: In Hessen ist in den letzten 50 Jahren die Zahl der Lehrer um 50 % gestiegen, die der Schüler um 25 % gesunken. Selbst hier möglicherweise nicht Äpfel mit Äpfeln verglichen: Man könnte zum Ergebnis kommen, dass dies eine substantielle Verbesserung ist. Stattdessen wird ein massiver Lehrermangel beklagt und vor dem Zusammenbruch des Schulsystems gewarnt. Vor einer Enteignung der Sparer hat dagegen niemand hörbar gewarnt. Dies sei hiermit für die Leser dieses Berichts getan.

Zu guter Letzt soll aber auch eine weitere Möglichkeit nicht unerwähnt bleiben: Die Inflation wird kollabieren und wieder auf ein Niveau unter 2 % sinken. Und selbst das ist nicht vollkommen ausgeschlossen, wenn auch wahrscheinlich nicht im nächsten Jahr, da dann noch Zweit- und Drittrundeneffekte die Preise treiben werden. Und dann wird die Notenbank die Repression auf tieferem Niveau einfach fortsetzen.

### **Aktien sind reale Werte, deren Preise durch die Rahmenbedingungen temporär gedrückt sind**

Hier wird es ebenfalls spannend für Aktien. Im Augenblick ist der Markt damit beschäftigt, die Schwierigkeiten der nächsten Monate zu erraten und einzupreisen. Das ist nichts Neues: Der Blick auf die Lage in sechs Monaten ist die Kernkompetenz des Aktienmarktes, ernstgemeint und ohne Augenzwinkern. Es ist offensichtlich, dass die Gewinnschätzungen, die derzeit kursieren, zu hoch sind. Analysten orientieren sich nun einmal an den Vorhersagen der Unternehmen, und diese wiederum müssen für eine Anpassung ihrer offiziellen Erwartungen vereinfacht gesagt verschiedene Formalien einhalten, und das

benötigt Zeit. Man könnte nun sagen, warum man das nicht erraten kann. Antwort: Das erledigt der Aktienmarkt von ganz alleine, die Analystenschätzungen folgen hier nur der Realität. Das ist nicht weiter schlimm, denn Analysten haben viel relevantere Funktionen als die immer richtige Gewinnschätzung zu veröffentlichen.

### **Mit den Konjunkturerwartungen fielen auch die Aktienkurse ...**

Mit den fallenden Konjunkturerwartungen und den steigenden Zinsen fielen die Kurse. Soweit wenig überraschend. Auf der anderen Seite ist aber festzustellen, dass die ganz große Mehrheit der Unternehmen es geschafft hat, einen Großteil der Kostensteigerungen an die Kunden weiterzuleisten. In einer Rezession mag das temporär anders sein. Bei einer Stabilisierung der Rahmenbedingungen werden Aktien dennoch im Gegensatz zu den Nominalanlagen in der Lage gewesen sein, die Inflation deutlich besser kompensiert zu haben als Anleihen oder Spareinlagen, was sich wie gesagt bereits heute abzeichnet. Wie kommt es dann, dass die Aktien fallen? Eben durch die Fokussierung auf die nächsten sechs Monate, die kurzfristige Nachrichtenlage sowie vielleicht am stärksten von allen Effekten die Liquiditätsnöte vieler Marktteilnehmer. Somit hat man die Chance, mit seiner deutlich stärker entwerteten Liquidität Aktien zu kaufen, deren Wert in den meisten Fällen auf Dauer gesehen real wenig und nominal schon gar nicht gefallen sein dürfte, die aber dennoch deutlich billiger geworden sind. Sieht aus wie ein gutes Geschäft.

### **... und handeln heute in vielen Fällen auf rekordniedrigen Bewertungen**

Deutsche Aktien sind heute in vielen Fällen auf den tiefsten Bewertungslevels der letzten Jahrzehnte, gemessen an der Substanz und nicht an den volatilen Ergebnissen. Insofern ist die Chance für

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



einen solventen und mittelfristig orientierten Investor klar. Was leider vollkommen unklar ist: Wie solvent sind andere Marktteilnehmer? Wer liquidieren muss, verkauft eben, und zwar unabhängig von der Bewertung. Was in den letzten Monaten am Bondmarkt passiert ist, ist epochal. Die Erkenntnis, dass von den Kursgewinnen am Bondmarkt über die letzten zehn Jahre der größte Teil nur in Form temporärer Kursgewinne geliehen war und sich nun in Luft auflöst, ist in seiner Bedeutung für die Solvenz vieler Investoren schwer einschätzbar. Nachdem viele Investoren aus regulatorischen oder anderen Gründen die Volatilität von Aktien nicht mehr aushalten konnten, hat sich in den letzten 10 bis 15 Jahren eine Bewertungsprämie zu Gunsten von Aktien in Rekordhöhe aufgebaut. Darin ist noch nicht einmal berücksichtigt, dass Aktienbewertungen die reale Verzinsung widerspiegeln, während Anleihen nur eine nominale Verzinsung bieten. Die sich real betrachtet nun mal eben in Luft auflöst.

7

### **Aktien als Realwerte leiden unter einer Inflation in der Regel unterdurchschnittlich ...**

Das bedeutet nun nicht, dass auf der Aktienseite alles bestens ist. Mit dem Blick auf die aktuelle Performance sieht man, was mögliche Investoren am Aktienmarkt abschreckt. Allerdings wird im gegenwärtigen Umfeld allerhand durcheinander gewürfelt. Um das Potential zu zeigen, dass auch in einem inflationären Umfeld besteht, sollen hier einmal Immobilienaktien dienen, eine Kategorie, die wir in den letzten Jahren wegen der künstlich gedrückten Zinsen gemieden haben. Hier sieht der Markt im Augenblick drei Probleme: Durch die steigenden Zinsen sinkt der Barwert künftiger Erträge, gleichzeitig verteuert sich die Finanzierung der Schulden. Das bedeutet, c.p., dass der Ertragswert der Unternehmen gesunken ist. Ablesbar an Kursverlusten von 50 bis 80 %. Hinzu kommt die Frage, wie gut die Mieter die

gestiegenen Nebenkosten tragen können. Was der Markt vollkommen ignoriert ist die Tatsache, dass der Substanzwert gestiegen ist: Wohnungen zu bauen ist teurer geworden, insofern wird der Bestand nicht verdrängt durch günstigere Neubauten. Gleichzeitig steigt durch die steigenden Löhne auch die nominale Finanzkraft der Mieter, wodurch im Lauf der Zeit auch die Mieten steigen werden. Zudem sind die Anleihekurse deutlich gefallen, womit den Aktionären, die zu heutigen Kursen kaufen würden, weitere Wertzuwächse durch die tief verzinsliche Finanzierung zugewachsen sind.

### **... und sollten die Abschläge bei Normalisierung des Umfelds mindestens kompensieren**

Man sieht, es ist bei realen Werten, und diese werden durch Aktien verbrieft, alles andere als eindeutig, was die Effekte aus Inflation und steigenden Zinsen sind. Auf die teilweise kollabierenden nominalen Pensionsverpflichtungen sei hier noch einmal hingewiesen, die in der Wahrnehmung vieler Marktteilnehmer häufig genug wie unmittelbar fällige Finanzverbindlichkeiten bewertet wurden. In Summe sehen wir es eher so, dass die Aktien vieler Unternehmen ihren REALEN Wert trotz der gegenwärtigen Verwerfungen gehalten haben sollten, auch wenn die nächsten sechs bis zwölf Monate vielleicht nicht besonders angenehm sein dürften. Selbst temporär fallende Gewinne beeinträchtigen den nachhaltigen Wert nur wenig. Die hohen Inflationsraten werden auf Sicht an die Kunden weitergegeben bzw. wurden es schon; sonst hätten wir ja keine Inflation. Ausnahmen werden die Aktien sein, die zuvor auf überhöhten Bewertungen gehandelt wurden. Zahlen werden dies die Besitzer nominaler Werte – und sich später darüber beschweren, dass gewisse Leute immer reicher werden und andere nicht von der Stelle kommen.

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



Fasst man die Gesamtlage zusammen, so ergibt sich aus unserer Sicht das folgende Bild:

- Zinsen und Inflationsraten sind deutlich gestiegen und mit dem Blick auf die fallenden Rohstoffpreise vermutlich demnächst nahe an ihren Höchstständen.
- Die Notenbanken haben angesichts der sozialen Auswirkungen höherer Inflationsraten ihre Ausrichtung fast panikartig gedreht und werden die Zinsen sehr zügig erhöhen, angesichts der Ursachen der Inflation vielleicht sogar überziehen.
- Dank fallender Kurse bewegt sich die Bewertung vieler Aktien auf den Tiefstständen der letzten Jahrzehnte. Das Sentiment ist schlecht, die Positionierung der Investoren sehr defensiv, die Absicherungen sehr hoch.
- In den nächsten Monaten werden die Nachrichten nicht gut sein. Allerdings müssten für weitere Kursverluste die gegenwärtigen Befürchtungen noch unterboten werden. Anpassungen von Gewinnerwartungen fallen nicht in diese Kategorie: Die heutigen Gewinn-schätzungen nimmt niemand so richtig ernst.
- Mit einem nicht übertriebenen Investment-horizont von einem Jahr sollte man sich die Lage ausmalen, wie sie in einem Jahr realistischer-weise aussehen kann. Den schlechtesten Fall anzunehmen ist nicht konstruktiv.
- Allerdings sollte man die Verwerfungen an den in der Größenordnung dominanten Anleihe-märkten im Auge halten, wie etwa den Druck auf die Liquidität relevanter Akteure, und als Investor immer Herr seiner Entscheidungen bleiben.

Der Krieg in der Ukraine wird sich hinziehen, aber mittelfristig nicht relevant sein, solange Russland nicht ultimativ eskaliert. Die Gasknappheit wird sich in den nächsten Jahren nach und nach bereinigen, der Pfad ist heute zunehmend klar. Nochmals: Das größere Problem können die Zins-märkte sein. Hier lebten viele Marktteilnehmer in den letzten zehn und mehr Jahren von der Illusion, dass ihre Gewinne laufend erwirtschaftet wurden, während ein immer größerer Teil der Rendite dank der Notenbankkäufe auf Kursgewinne zurück-zuführen war. Nun haben sich in wenigen Monaten die Gewinne von fünf bis zehn Jahren in Luft aufgelöst, anders als bei Unternehmen, deren reale Substanz konstant angestiegen ist. Insofern stellt sich bei vielen Marktteilnehmern die Frage nach der Solvenz, verschlimmert nur durch Derivate, mit denen Erträge gemanagt werden sollten und die auf einmal nicht mehr liquide sind.

Ganz kurz gesagt: Den zur Zeit sehr großen Chancen stehen sehr große Unsicherheiten gegenüber, und umgekehrt. Sonst wären die Bewertungen nicht da wo sie sind. Kühler Kopf und rationales Herangehen, auch Chancen und nicht nur Risiken zu sehen und gleichzeitig zu beachten, dass dies nicht alle Marktteilnehmer so halten können sind der beste Rat, den wir geben können.

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.