

# QUARTALSKOMMENTAR

## JUNI 2016



FRANKFURT PERFORMANCE  
MANAGEMENT AG

# AKTUELLER KOMMENTAR

## VON MARTIN WIRTH



*Gründer und Vorstand  
Martin Wirth*

Das erste Halbjahr entwickelte sich anders als dies die meisten Investoren wie auch wir erwartet hatten: Zinsen fielen, US Aktien waren der große Outperformer, die teuren Aktien wurden noch teurer, die billigen noch billiger, die Risikoaversion nahm weiter zu.

Das geschah interessanterweise vor einem realwirtschaftlichen Hintergrund, der eigentlich eine ganz andere Tendenz hätte vermuten lassen: Die globale Konjunktur hat sich stabilisiert, die Rohstoffmärkte dürften ihren Tiefpunkt gesehen haben, die wirtschaftliche Entwicklung in Nordamerika sieht solide aus, wenn auch nicht boomend, aber mit zunehmender Knappheit am Arbeitsmarkt und damit einer Wende der Inflation. Und in Europa sieht es ebenfalls nach einer Tendenz zum Besseren aus, wenn auch langsam und von einem niedrigen Niveau. Die Kerninflation hier liegt zwar unter der Zielmarke der EZB, aber deutlich oberhalb einer immer wieder beschworenen Deflation. Zum Jahreswechsel dürfte sich auch die ausgewiesene Inflation wieder nach oben bewegen, basierend auf den dann im Jahresvergleich steigenden Rohstoffpreisen. Warum wir das für wichtig halten werden wir unten darstellen.

### **Zur aktuellen Marktbewertung**

Die generelle Argumentationskette lautet: Aktien sind nicht billig, eher überdurchschnittlich teuer, daher soll man, wenn überhaupt, nur die stabilen Werte kaufen: Hier ist das operative Risiko begrenzt, falls es zu einer Rezession

kommt.

Da werden mehrere Dinge missachtet und durcheinander geworfen.

Der Aktienmarkt ist deshalb mehr oder weniger wie im langfristigen Durchschnitt bewertet, weil es ein eher teures und ein ziemlich billiges Segment gibt. Aktien von Unternehmen mit einer hohen Qualität, stabilen Gewinnen, gut vorhersehbaren Entwicklungen und im allerbesten Fall sogar stabilen überdurchschnittlichen Wachstumsraten sind gut bezahlt bis teuer. Billig, auf Ertrags- oder Substanzbasis, sind Aktien von Unternehmen mit einer per Saldo durchschnittlichen Qualität, schwankender Ertragskraft (die aber durchaus hoch sein kann), unklaren Wachstumsperspektiven (die aber ebenfalls gegeben sein können) sowie mit unklaren Rahmenbedingungen, bspw. aus Regulierungsperspektive. Da unterscheidet sich der Aktienmarkt analog nicht vom Markt für Staatsanleihen. Hier sind viele Investoren schon glücklich, wenn sie ihr Geld in zehn Jahren wieder zurückbezahlt bekommen, und die Rendite zählt nicht viel.

Was die Marktbewertung zudem optisch erhöht erscheinen lässt ist die Tatsache, dass durch die deutlich höhere relative Bewertung der Qualitätsaktien die Gewichtung dieser Aktien im Index gestiegen ist. Diese Strukturänderung sorgt auf Indexebene dementsprechend ebenfalls für eine höhere Bewertung, so dass der einfache Blick in die Historie teilweise Äpfel mit Birnen vergleicht. Dies nur am Rande.

# AKTUELLER KOMMENTAR

## VON MARTIN WIRTH

Wenn man nun zum Schluss kommt, dass man die Gefahren der hohen Bewertung genau dadurch vermeidet, indem man die Titel kauft, die für die hohe Bewertung ursächlich sind, dann ist das blanker Unsinn. Diese Titel haben stabilere Geschäftsmodelle. Das Risiko ist aber auf der Ebene der Bewertung zu finden: Diese liegt bei den besonders beliebten Aktien deutlich über dem Niveau, was in der Vergangenheit üblich war und das sich auch aus den Fundamentaldaten der Unternehmen ableiten lässt. Treiber der Bewertung dürften weitgehend die tiefen Zinsen sein. Die Beliebtheit beruht also nicht auf der Bewertung (was sie sowieso selten tut). Es ist vielmehr so, dass wenn man schon Aktien kaufen muss: Dann nimmt man eben die Gruppe der operativ stabilen Unternehmen, unabhängig von der Bewertung. Und eines muss man sagen: Besser als unverzinsliche Anleihen sind diese Aktien auf Dauer allemal, solange uns nicht der Himmel auf den Kopf fällt.

### Unsere antizyklische Positionierung

Was unsere Positionierung angeht: Von der Bewertungsseite sind die Diskrepanzen mittlerweile so groß, dass sich viele Investoren auch nicht mehr so richtig trauen, in den Bereich der Qualitätsaktien zu investieren. Für den Bereich, der billig aussieht, reicht der Mut ebenfalls nicht aus. Bleiben als Kompromiss die Titel, die vielleicht nicht wachsen, aber eine erfreuliche Dividendenrendite ausweisen. Aus unserer Sicht ein teilweise gewagtes Unterfangen, wenn die Dividenden nicht solide durch Gewinne abgedeckt sind. Dementsprechend auch keine Strategie, die wir verfolgen würden, die aber der Trend der letzten Wochen wurde.

Unsere Positionierung sieht in der Tendenz so aus, dass wir auf Aktien setzen, deren Gewinnentwicklung nicht so stabil vorhersehbar ist, wie man dies am liebsten hätte, die aber so bewertet sind, als würde der worst case eintreten bzw. sich eine nicht einfache Lage nie mehr verbessern. Dass dies nicht die Lieblinge der Saison sind, ist an der Bewertung wie auch an der Performance der letzten Monate ablesbar. Dadurch sind die Bewertungsdiskrepanzen nur noch größer geworden.

### Warum machen wir das so

Das hat nichts mit dem Versuch zu tun, mit dem Kopf durch die Wand zu gehen. Vielmehr sehen wir die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen als eine Unterstützung an. Wie oben erwähnt: Die Lage ist gekennzeichnet von einer Stabilisierung der globalen Wirtschaft, einem Ende der Dis-Inflationierung durch die Stabilisierung der Rohstoffpreise wie auch der Emerging Markets, einer leichten Trendwende in Südeuropa, stabilerem Wachstum in den USA bei gleichzeitig hoher Beschäftigung. Wir sind der Ansicht, dass die Finanzmärkte weiter die Fortsetzung der Trends annehmen, die die letzten acht, vielleicht, was die Preisentwicklungen angeht, sogar die letzten 35 Jahre gegolten haben. Die Märkte in Europa erwarten für die nächsten Jahrzehnte keine Zinserhöhung mehr, und für die USA trotz offensichtlicher realwirtschaftlicher Verbesserungen ebenfalls nichts Relevantes mehr vor 2018. Eine gewagte Annahme, die aber selbst bei ihrem Eintreffen die Werthaltigkeit unserer Portfolios nicht negativ berühren sollte, auch aufgrund der relativen Positionierung der Unternehmen in ihrem Wettbewerb: So lange sich die Lage nicht deutlich verschlechtert, werden diese Unternehmen weiter ihr Geld verdienen. Auf Basis der aktuellen Daten zeichnet sich zur Zeit das Gegenteil ab.

Sollte sich die Stabilisierung der Wirtschaft weiter fortsetzen, erwarten wir substantielle Chancen, basierend auf den heutigen Bewertungen. Einstellige Bewertungen auf Basis des KGV's zu finden ist nicht allzu schwierig, auch für Unternehmen, die keine substantiellen Probleme haben und die ein solides Wachstum erzielen können. Steigende Zinsen wären in diesen Fällen aus unserer Sicht der Auslöser für eine Normalisierung der Bewertung. Für als solche wahrgenommenen sicheren Häfen wäre das Gegenteil der Fall. Basierend auf den Extremwerten in der Zinslandschaft sollte man nicht davon ausgehen, dass die heutige Situation dauerhaft sein wird. Konnte sich vor ein paar Jahren wohl niemand negative Zinsen für Staatsanleihen vorstellen, sind heute schon Zinsen zwischen 1 und 2% für Bundesanleihen kaum denkbar.

# AKTUELLER KOMMENTAR

## VON MARTIN WIRTH

Offensichtlich hat die EZB mit ihrer Politik des Anleihenankaufs nicht die Risikobereitschaft in den Märkten erhöht, sondern, im Gegenteil, die Verunsicherung nochmals gesteigert und das Drängen in die sicheren Anlagen weiter angeheizt. Dadurch wurden die bereits hoch bewerteten Anlagen noch teurer, wie u.a. an deutschen Immobilien ablesbar ist. Gleichzeitig wurden risikoreichere, aber eben auch deutlich billigere Anlagen gemieden. Mal schauen, wie lange das weitergeht. Aber so oder so: Basierend auf den Bewertungen ist unsere Portfoliostruktur aus unserer Sicht ziemlich alternativlos, unabhängig von der weiteren EZB-Politik.

### Unser Ausblick

Vorerst heißt es warten und darauf setzen, dass sich die Gewinne, die die Unternehmen erzielen, auch in der Bewertung ihrer Aktien niederschlagen, selbst wenn die Bewertungsdiskrepanzen weiter bestehen bleiben sollten. Das sollte eigentlich bei halbwegs stabilen Rahmenbedingungen bereits deutlich zweistellige Renditen bringen, nachdem sich die Bewertungen in den letzten Monaten weiter reduziert haben. Dagegen würde ein weiteres Auseinanderdriften der Bewertungen zwischen den Marktsegmenten weitere Schritte der EZB erfordern, die über die bereits heute erwartete nochmalige Senkung der Zinsen hinausgingen. Das wiederum ist politisch kaum vorstellbar: Irgendwann kommt der Punkt, an dem das Vertrauen ganz verschwindet oder sich die Sparer ihr Geld bar auszahlen lassen. Aber es ist eben auch nicht auszuschließen, wie die Entwicklung in der Schweiz zeigt. Was aber aus unserer Sicht viel relevanter ist: Es wäre auch nicht gedeckt durch die wirtschaftlichen Parameter.

Der fast alleinige Fokus der Märkte auf die Sicherheit erwarteter Cash Flows zur Vermeidung von Risiken hat bei einem sich wandelnden Umfeld wahrscheinlich erhebliche Auswirkungen: Risikovermeidung auf dieser Ebene – sprich: auf Aktienebene das operative Risiko – zu jedem Preis führt eben dazu, dass man dafür einen aus unserer Sicht viel zu hohen Preis bezahlen muss. Und das Bewertungsrisiko ist es, was uns als das relevantere für die nächsten Jahre erscheint, nicht das der Stabilität der Dividenden oder

Zinsen. Es ist gut möglich, dass wir uns in einer Blase befinden, die man bekanntermaßen nach Herrn Greenspan erst im Nachhinein als eine solche identifizieren kann. Falls die Zinsen eine solche darstellen, sollte man sich möglichst weit entfernt von den zinsgetriebenen Investments aufstellen. Falls die Zinsen keine Blase darstellen und die Welt nicht zusammenbricht, sollten die von uns präferierten Unternehmen von ihren Gewinnen profitieren, sofern die Bewertung nicht noch weiter schrumpft (die in manchen Fällen bereits heute 50% unter dem langjährigen Durchschnitt liegt). Falls die Finanzwelt zusammenbricht (warum auch immer, das können andere besser erklären als wir) können wir uns nicht vorstellen, dass Anleihen das Anlageinstrument der Wahl sein werden.

### Brexit revisited

Zum Brexit aus Sicht der Aktienmärkte: Das war natürlich ein Schock, der viele Marktteilnehmer noch mehr in die als sicher gefühlten Bereiche der Finanzmärkte getrieben hat. Die Kommentare insbesondere der Londoner Marktteilnehmer zeigten fast durchgängig mehr oder weniger Anzeichen von Panik. Allerdings, und mehr kann man aus heutiger Sicht für die nächsten Monate nicht belastbar sagen, war der Schaden bis heute überschaubar, insbesondere gemessen an den Prognosen, so dass die Positionierung in den Märkten zwischen den einzelnen Assetklassen offensichtlich bereits defensiv war. Dass dadurch nochmal ein Anreiz entstanden ist, unter den europäischen Aktien die als defensiv wahrgenommenen zu favorisieren, ist kein Wunder und dank der medialen Abdeckung insbesondere außereuropäischen Investoren kaum zu verdenken. Die bereits zuvor unbeliebten Aktien wurden nicht nur weiter verkauft, sondern auch in größerem Umfang seitens vieler Hedge Funds leerverkauft. Ob die Realität in den nächsten Quartalen sich so negativ für die wahrgenommenen Verlierer erweisen wird wie dies heute angenommen wird ist aus unserer Sicht fraglich, aber heute bereits mehr als eingepreist. Hier haben sich weitere sehr erfreuliche Chancen aufgetan.

Zum Brexit aus politischer Sicht: Keiner weiß, wie das Ergebnis aussehen wird, das die EU und Großbritannien

# AKTUELLER KOMMENTAR

## VON MARTIN WIRTH

in den nächsten zwei (?) Jahren aushandeln werden (unter der Annahme eines tatsächlichen Austritts, natürlich). Allerdings gehen wir davon aus, dass der Druck aus vielen Richtungen so sein wird, dass sich für die meisten Beteiligten am Status Quo wenig ändert. Das größte Risiko dürfte die Frage der Freizügigkeit der Arbeitnehmer sein und welche Kompromisse hier beide Seiten bereit sind einzugehen. Die EU vermutlich wenig. Dann wäre die Frage, was Großbritannien bereit ist aufzugeben. Wir glauben, einen Großteil der im Wahlkampf gemachten Versprechungen. Das wäre logisch insbesondere unter dem Aspekt, dass die meisten EU-Ausländer in Großbritannien Arbeit haben und somit von einem Arbeitgeber nachgefragt worden sind, zumindest dem Staat per Saldo wenig Kosten verursachen dürften. Nachdem sich die Emotionen ausgetobt haben, dürften rationalere Interessen die Diskussionen bestimmen.

### Politische Konsequenzen

Aus unserer Sicht wird sich also ökonomisch wenig verändern, politisch dagegen schon: An den Beschlüssen der EU, an die sich Großbritannien als Binnenmarktteilnehmer im Großen und Ganzen weiter halten muss, darf das Land nicht mitwirken. Aus Aktiensicht entspräche dies dem Tausch einer Stamm- in eine Vorzugsaktie. Finanzielle Vorteile dürften wahrscheinlich ebenfalls sehr überschaubar sein, wenn es sie denn überhaupt gibt: Die Schweiz und Norwegen zahlen ja bekanntlich ebenfalls in die EU-Kassen ein, ohne Britenrabatt. Oder aus sportlicher Sicht: Großbritannien tritt aus dem Golfclub aus, will aber weiter auf dem Platz spielen. Das kann das Land auch, gegen eine Greenfee. Die ist am Ende vielleicht sogar höher als der Mitgliedsbeitrag, und Mitbestimmungsrechte beim Umbau des Clubhauses gibt es auch nicht. Einen Vorteil hat Großbritannien aber doch: Es gibt keine Nachschusspflicht, wenn einmal ein Projekt so richtig daneben geht. In Summe, da lehnen wir uns wieder zum Fenster heraus, passiert ökonomisch gar nicht viel, und die geneigte Öffentlichkeit wird dieses Thema in ein paar Monaten aus den Augen verlieren, solange es keine Nachrichten von irgendwelchen EU-Gipfeln gibt. In Großbritannien dagegen dürfte es für einen gewissen Zeitraum von vielleicht zwei Jahren Unsicherheiten geben, insbesondere hinsichtlich der

Sinnhaftigkeit von Investitionen, die auf den Binnenmarkt ausgerichtet sind. Abgesehen davon wird sich die Volksseele in Bezug auf den Brexit auch schnell wieder beruhigen, bald wird die nächste Sau durchs Dorf getrieben. Auf diesen Annahmen beruhen unsere Portfolioausrichtungen. Der Markt geht eher von einem ungeordneten Austritt aus, mit einer massiven Abwertung des Pfunds und einem Zusammenbruch der britischen Nachfrage, mit allen Auswirkungen auf die anderen europäischen Volkswirtschaften. Für die es dann nach einer anstehenden Austrittswelle aus der EU noch schlimmer kommen wird. Das kann auch passieren, allerdings wäre dies weder rational noch gibt es dafür zur Zeit sichtbare Anhaltspunkte. Im Gegenteil, der Bedarf von Komikern und Entertainern regiert zu werden dürfte nach den jüngsten Erfahrungen deutlich gesunken sein.

### Auswirkungen auf die EU

Zur EU: Es wäre ein erheblicher Fortschritt, wenn die EU von ihren größten Unterstützern nicht dauernd so maßlos überhöht würde. Ein Friedensprojekt war die Gemeinschaft einmal in ihren Gründungsjahren. Heute ist sie eine Institution, in der die Mitgliedstaaten gemeinsame Interessen bündeln. Das wenigste hat mit Krieg und Frieden zu tun. Das bedeutet auch, dass die EU nicht sakrosankt ist, aber nicht, dass sie nicht ziemlich nützlich wäre.

Weiterhin wäre es extrem wertvoll, wenn sich die EU an ihre eigenen Regeln halten würde und die Einhaltung der Regeln auch durchsetzen würde. Dazu bräuchte man ein klares Bekenntnis aus den Mitgliedsstaaten.

Es hilft ebenfalls in keiner Weise, dass die Probleme, die es in den Mitgliedstaaten gibt, immer auf die EU abgeschoben werden. Nichts wird beschlossen, was nicht mit den Staaten abgestimmt wäre. Damit das so ist, gibt es Kompromisse, die man nur dann nicht benötigt, wenn man seine Interessen militärisch durchsetzen kann und will.

Und als letzter und vielleicht im heutigen Umfeld wichtigster Punkt: Keines der Probleme, unter denen verschiedene Staaten heute leiden, hat seine Ursache in der

# AKTUELLER KOMMENTAR

## VON MARTIN WIRTH

EU, Brüssel oder Berlin. Diese liegen praktisch ausschließlich in den einzelnen Staaten, genauso wie der Schlüssel zur Lösung dieser Probleme in den einzelnen Staaten liegt. Wenn dies nicht anerkannt wird, dann werden die Probleme allerdings auch nicht gelöst werden.

Ein Spaltpilz ist die Diskussion um eine Vertiefung der EU. Leider gibt es hier ein vollkommen gegensätzliches Verständnis, was eine Vertiefung bedeuten soll. Unter den eher linken Politikern ist dies eine Vergemeinschaftung der Sozialsysteme, gegenseitige Garantien für die Schulden und Transfers von den reicheren in die ärmeren Länder. Das andere Lager versteht darunter, sich gemeinsame Regeln zu setzen und diese Regeln im eigenen und im Interesse der anderen Mitglieder auch einzuhalten. Das kann unterstützt werden durch eine Verwaltung, die nicht nach Gutdünken ihres Präsidenten mal so, mal so entscheidet.

Es ist zu befürchten, dass der zweite Weg nicht erreicht werden kann, da es immer wieder Populisten geben wird, die ihre Karriere darauf aufbauen, mit der Beschimpfung anderer Staaten sowie der EU Wahlen zu gewinnen. Der erste Weg wäre ohne ein gemeinsames Regelwerk, an das man sich hält, sowieso der Spaltpilz der EU schlechthin. Selbst für den Fall, dass die Regeln eingehalten würden, wäre eine solche EU in den reicheren Staaten kaum vermittelbar. Wahrscheinlicher wäre es, dass nach Einführung einer gemeinsamen Sozialpolitik die Standards, die gefordert würden, sich an den wohlhabenden Staaten orientieren würden. Und die Regeln, die man sich gegeben hätte, würden dann nach bewährtem Vorbild bald wieder umgangen, solange es keinen einheitlichen Staat gibt. Nach den Entwicklungen der letzten Jahre kann man zu keinem anderen Ergebnis gelangen.

Es sieht dementsprechend und erfreulicherweise nach dem Brexit-Beschluss so aus, dass diejenigen Politiker, denen man einen ausgeprägten Instinkt für das Machbare unterstellen kann, für die nächsten Jahre eine weitere Vertiefung nicht mehr verfolgen wollen. Das wären gute Nachrichten. Alles andere würde früher oder später zu einem Zerfallen der EU führen, aller Beschwörungen der Unumkehrbarkeit von diesem und jenem zum Trotz. Die Probleme, die mit dem ehemals auch als Friedensprojekt angesehenen Euro

entstanden sind, dürften dann nur ein kleinerer Vorgeschmack auf das sein, was dann zwischen den einzelnen Staaten noch entstehen könnte.

### Mittelfristige Konsequenzen für die Märkte

Warum diskutieren wir unsere Sicht der politischen Rahmenbedingungen? Dieser Rahmen definiert letztendlich das Extremrisiko, das insbesondere angelsächsische Investoren in den letzten Jahren begonnen haben, in die Märkte einzupreisen, und zwar nicht ohne Grund. Verhandlungen mit dem Ziel, das Machbare zu erreichen und nicht inkompatible und von der Bevölkerung nicht gewünschte Ziele durchzudrücken, wären ein Zeichen dafür, diese Risikowahrnehmung zu reduzieren. Falls es nicht zu einer veränderten Politik in der EU kommt, dann werden die Risiken weiter steigen. Diese Prozesse werden sich aber so oder so über mehrere Jahre hinziehen.

Mit diesen Worten wollen wir den Briten danken. Selbstlos haben sie das Gemeinschaftswohl über das eigene gestellt. Wenn die anderen Staaten dies nicht als ein Warnzeichen verstehen wollen, dann haben wir es auch nicht besser verdient. Und die EU wird den Weg gehen, den viele Finanzmarktakteure schon lange erwarten und einpreisen. Dass diese negative Sicht jedoch in keiner Weise zwangsläufig ist, zeigt sich daran, dass in den letzten Jahren Reformmaßnahmen durchgeführt wurden, die sich nicht mit der defätistischen Einstellung vieler Beobachter decken. Die allmählich sichtbar werdenden Erfolge werden aber von den Märkten weitgehend ignoriert. Der Weg zur Besserung ist eben noch keine Erfolgsgarantie. Aber eher dies als ein zwangsläufiges Desaster. Wir werden sehen.

Ihr Martin Wirth