



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 4/2017 vom 09.10.2017

Weiterhin stabile Rahmenbedingungen für Aktien – aber Augen auf in Sachen Zinsen

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Erfreuliche Entwicklung im dritten Quartal 2017
- Bullenmarkt auf fundamental festen Beinen
- Weiterhin verzerrte Zinsmärkte
- Erwartung höherer Zinsen
- Nach wie vor passende Bedingungen für unsere Favoriten

1

Q 3: Konjunktur-Richtung stimmt, teilweise deutliche Gewinne am Aktienmarkt

Das dritte Quartal des Jahres erwies sich entgegen den Erwartungen einer sommerlichen Schwäche als recht erfreulich. Die Konjunktur bewegt sich global synchron in die richtige Richtung, nach oben, die politischen Unsicherheiten sind in den Hintergrund getreten, die Gewinne der Unternehmen zeigen sich von ihrer positiven Seite, und die Bondmärkte haben trotz der tendenziell steigenden Zinsen die gute Stimmung nicht eingetrübt. Allerdings gilt die letzte Aussage nur auf der Ebene des Gesamtmarktes: Die sicheren Häfen am Aktienmarkt, die in den letzten Jahren äußerst beliebt waren, haben im laufenden Jahr eine deutliche Underperformance verzeichnen müssen. Dagegen profitierten niedrig bewertete zyklische Aktien von der Stabilisierung der Konjunktur und erzielten teilweise deutliche Gewinne. In Summe sehen wir den Markt weiter als absolut fair und im Vergleich zum Bondmarkt als unterbewertet an. Die Bewertungsdifferenz zwischen den einzelnen Marktsegmenten hat sich reduziert, ist aber weiter vorhanden.

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



Fundamental feste Beine des Bullenmarktes, aber weiterhin verzerrte Zinsmärkte

Wir sehen die Lage als zurzeit recht stabil an. Allerdings wird in Zeiten wie diesen die Basis für zukünftige Probleme gelegt.

Politische Risiken, die im Vordergrund der Medienberichterstattung stehen, sind ein nicht zu bestreitendes Problem: Unwahrscheinlich, aber von großer Bedeutung, wenn sie eintreten. Allerdings dürften trotz Nordkorea, EU-Krise, Brexit, Russland, Trump die Probleme auch nicht wesentlich relevanter sein als meistens in der Vergangenheit: Diese sind nur in der Erinnerung klein, damals waren sie genauso groß wie die heute anstehenden. Da wir nichts Wesentliches zu diesem Thema beitragen können, lassen wir sie einmal außen vor.

Der große Pluspunkt ist derzeit, dass sich die Konjunktur weltweit auf einem auf den ersten Blick soliden Aufwärtstrend befindet. Die USA entwickeln sich seit Jahren stabil, China boomt weiterhin, in Europa hat ebenfalls mittlerweile in allen Ländern die Wende zum Besseren stattgefunden. Selbst Staaten, in denen sich eine Krise breitgemacht hatte wie in Russland oder Brasilien, sind mittlerweile wieder auf einem Wachstumskurs. Somit ist der Bullmarkt nicht mehr nur von Hoffnungen getragen, sondern steht auf fundamental festen Beinen.

Die Befürchtung, dass sich die Hausse aufgrund der Tatsache, dass sie schon lange anhält, ihrem Ende nähert, teilen wir nicht. Haussen sterben nicht an ihrem Alter, sondern daran, dass die sie tragenden Treiber nicht mehr gegeben sind. Das können unterschiedliche Parameter sein: Eine zu hohe Bewertung, eine überhitzte Konjunktur, die zu Fehlallokationen des Kapitals führt, sowie eine restriktivere Notenbankpolitik, letztere zumeist von den beiden ersten Aspekten verursacht, sind die mit Abstand wichtigsten Ursachen. Zurzeit ist nichts davon zu sehen, mit der möglichen Ausnahme der Bewertung des US-Aktienmarktes. Somit könnte man die Dinge ja weiter entspannt angehen.

Allerdings gibt es ein relevantes Problem: Das sind aus unserer Sicht die weiterhin verzerrten Zinsmärkte, und das nicht nur in der Eurozone und im Dollarraum. Mittlerweile sind in den meisten Weltregionen nominale Wachstumsraten zu verzeichnen, die von weit unter den früher üblichen Zinssätzen begleitet werden. Das liegt nicht nur an den (zu) tiefen Notenbankzinsen, sondern auch an der Tatsache, dass große Anleihebestände durch die Notenbanken gekauft wurden. Dies hat auch in den Währungsräumen, in denen die Notenbanken nicht zu diesem Instrument gegriffen haben, Auswirkungen auf die längerfristigen Zinssätze. Zum Beispiel haben asiatische Notenbanken ihre Bundesanleihen reduziert und stattdessen US- und andere Staatsanleihen gekauft. Hinzu kommt, dass an den Anleihemärkten nach einer gewissen Zeit diese Verzerrung gar nicht mehr wahrgenommen wird und das so erreichte Zinsniveau als nachhaltig angesehen wird. Das führt dann zu einem sorglosen Investieren in die Schulden von Ländern, die vor kurzem noch als Pleitekandidaten angesehen wurden, und das aus gutem Grund.

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



Zinspolitik: Erwünschte Effekte ...

Nun mag man entgegen der üblichen Lehre in Ausnahmesituationen Anleihekäufe der Notenbanken noch akzeptieren. Bei einem globalen, relativ synchronen Aufschwung erscheint dies nicht nur überflüssig, sondern irgendwann gefährlich. Tiefe Zinsen erleichtern nicht nur Schuldner zu Lasten von Gläubigern das Leben, wie man an der wundersamen Verbesserung der europäischen Haushaltsdefizite ablesen kann. Die tiefen Zinsen ermuntern zudem zu Investitionen, die bei einem höheren Zinsniveau nie getätigt worden wären. Dieser Anreiz zu höheren Investitionen ist ja auch gerade das, was die Notenbanken sehen wollen und was sie subventioniert haben, neben der Umverteilung zwischen Gläubigern und Schuldnern.

... und ungewollte Nebeneffekte

Dummerweise hat diese Subventionierung (mindestens) zwei ungewollte Nebeneffekte: Es kommt zum einen zu einer Umverteilung zwischen den Marktteilnehmern, und zwar von den Zinssparern hin zu denjenigen, die bereit sind, sich neu zu verschulden oder die bereits verschuldet sind. Das ist nicht nur der Staat: Tendenziell sind die Profiteure Unternehmen, die Leidtragenden die Sparer. Das dürfte im Lauf der Zeit wesentlich zur viel beklagten Umverteilung von unten (eher aus der zins- und lebensversicherungssparenden Mitte) nach oben beitragen, insbesondere dann, wenn wie in Deutschland unternehmerische Beteiligungen wie Aktien von breiten Teilen der Bevölkerung eher als ein Chip für das Casino angesehen werden. Zum anderen werden so Anreize geschaffen, in nicht nachhaltige Projekte zu investieren. Das kann man beispielsweise ablesen am deutschen Luxusimmobilienmarkt, an der globalen Bereitschaft, Luxusautos zu kaufen, da sich sparen nicht mehr lohnt, aber möglicherweise auch an Blüten wie Bitcoins, da die Opportunitätskosten praktisch bei Null liegen.

Am Aktienmarkt haben sich die Präferenzen ebenfalls geändert: Der Anreiz, Schulden zu reduzieren, ist extrem niedrig. Vielmehr werden Unternehmen heute wieder dafür gefeiert, dass sie Übernahmen tätigen, selbst wenn diese teuer sind, da die Refinanzierung eben extrem niedrig ist und somit ein Zusatzgewinn selbst ohne ganz große Anstrengung fast schon von alleine erreicht werden kann. Dies alles befeuert über Zweit- und Drittrunden auch andere Industrien, die von all dem profitieren.

Noch keine größere Gefahr abzusehen, aber: Augen auf

Wir wollen nicht zu pessimistisch erscheinen. Wir sind der Ansicht, dass diese Prozesse zwar nicht mehr am Anfang ihrer Entwicklung stehen, dass die denkbaren Probleme heute aber auch noch nicht aus dem Ruder laufen würden, falls sich die Zinsen einmal deutlicher nach oben bewegen. Üblicherweise sind die Finanzierungen (bisher jedenfalls noch) solider gestrickt als vor der Finanzkrise, die Eigenkapitalquoten von Banken und Schuldnern deutlich höher als damals. Vor allem aber dürfte das allgemeine Risikobewusstsein der letzten Jahre größere realwirtschaftliche Auswirkungen begrenzen:

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



Es gab jahrelang eher zu geringe Investitionen als zu hohe, was sich heute teilweise auch in entstehenden Knappheiten niedergeschlagen hat. Also: Noch keine größere Gefahr, aber die Saat ist gelegt, und die Notenbanken täten mehr als gut daran, rechtzeitig, das heißt bald, zu reagieren.

Das liegt vor allem an den genannten und ungewollten Nebeneffekten der Geldpolitik und nicht an erster Stelle daran, dass der deutsche Finanzminister bald gar keine Zinsen mehr zahlen muss. Die benannte Umverteilung würde erst dann zu einem Problem, wenn niemand mehr bereit wäre zu sparen. Aber ein Vertrauensverlust, der die Voraussetzung dafür wäre, dürfte deutlich später sichtbar werden als die Effekte, die sich aus der Fehlallokation von Kapital ergeben. Im Übrigen bedeuten steigende Zinsen keine unmittelbaren Verwerfungen für die europäischen Staatshaushalte: Schließlich sind die tiefen Zinsen für einen relevanten Teil der Schulden auf längere Zeit festgezurr. Somit würden nur neue sowie Verlängerungen bestehender Schulden unter steigenden Zinsen leiden, nicht aber der gesamte Bestand. Damit gäbe es für die Staaten einige Zeit, sich auf veränderte Rahmenbedingungen einzustellen (vielleicht sollte man mit dem Blick auf die USA hier allerdings nicht zu optimistisch sein).

Höhere Zinsen erwartet – und mit ihnen weiterer Rückenwind für einige 2017er-Gewinner

4
Eines ist aus unserer Sicht ziemlich eindeutig: Höhere Zinsen werden kommen. Wir erwarten als wahrscheinlichste Variante, dass wir nicht auf die früher gewohnten Levels sehen werden, sondern eher auf einem tieferen Niveau bleiben werden. Allerdings könnte es bei einem sinkenden Vertrauen in die Währungen sowie die Notenbanken, die weit hinter der Kurve bleiben, dazu kommen, dass wir auch ganz andere Zinshöhen sehen könnten. Sollten die Zinsen im Rahmen unserer Erwartungen bleiben, hätte dies neben den bereits heute bekannten Verlierern wie den stabilen hochwertigen Unternehmen, aber auch verschuldeten Gesellschaften auch einige Gewinner zur Folge: Das sind die Unternehmen, die zu einem guten Teil bereits 2017 auf der Gewinnerstraße sind. Zu nennen sind hier bspw. Banken, Versicherungen, schuldenfreie Unternehmen oder Unternehmen mit hohen Pensionsverpflichtungen.

Favoritenwechsel gut ein Jahr alt – Bewertung erlaubt weitere Gewinne

Basierend auf den Erfahrungen der letzten Jahre gehen wir davon aus, dass einmal begonnene Trends sich solange fortsetzen, wie sich die Rahmenbedingungen nicht grundsätzlich ändern. Der Trend hin zu Zyklikern, durchschnittlichen Unternehmen und Profiteuren steigender Zinsen ist gut ein Jahr alt. Die Unternehmen, die in diese Kategorie hineinfallen, sind unterdurchschnittlich bis fair bewertet. Der letzte Trend (hohe Qualität, starke Visibilität, starke Free-Cash-Flows) startete 2009 von einer extrem niedrigen Bewertungsbasis. Dies lag zum einen an den allgemeinen Rahmenbedingungen der Weltfinanzkrise, zum anderen aber auch an der bei vielen stabilen Unternehmen damals oft hohen Verschuldung. 2009 war dies ein absolutes No-Go, heute ist es fast wieder eine Tugend.

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



Eine ähnliche Bewertungs- und Wahrnehmungsverzerrung weisen unsere Favoriten nicht auf. Insofern erwarten wir eher solide als exorbitante Gewinne bei einer Fortsetzung der bis auf weiteres stabilen Rahmenbedingungen – und behalten die Zinsen im Auge.

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.