



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2017 vom 24.01.2017

Favoritenwechsel am Aktienmarkt

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 Norges Bank Investment Management (Norwegischer Staatsfonds)

- Bewertungsorientierter Ansatz wieder erfolgreich
- Disziplinierter Investmentstil erweist sich als richtig
- Konjunktur entwickelt sich eher positiv
- Bewertung der Aktien ist nicht teuer
- Hohe Wahrscheinlichkeit, dass Zinsen keine neuen Tiefststände erreichen werden
- Leiden der hoch bewerteten Tiefzinsprofiteure bei steigenden Zinsen
- FPM Funds: Weiter überdurchschnittliche Gewichtung im „Deep-Value-Bereich“

Zweiteilung des Jahres 2016 – Von den alten Lieblingen zu neuen Favoriten

Das Jahr 2016 lässt sich in zwei Abschnitte unterteilen. Zunächst setzte sich der Trend der letzten Jahre fort. Die Zinsen fielen auf immer neue Rekordtiefs, befeuert durch die Bondkäufe der Notenbanken, an erster Stelle der EZB. Im ersten Quartal verzeichneten auch die Rohstoffpreise ihre Tiefstände. In diesem Umfeld waren in erster Linie die Aktien mit stabilen, gut prognostizierbaren Gewinnen, einer überdurchschnittlichen Qualität sowie gute Wachstumsperspektiven gefragt. Die Bewertung spielte keine besondere Rolle. Mit den Tiefständen bei den Rohstoffpreisen änderte sich seit dem Sommer zunächst das Umfeld für die Zinsen: Trotz der EZB-Käufe erreichten die Anleihenmärkte keine neuen Höchststände mehr. In der Folge wechselten auch die Favoriten am Aktienmarkt: Gekauft wurden die zuvor teilweise verschleuderten Verlierer tiefer Zinsen. Am Ende des Jahres waren die großen Gewinner über das Gesamtjahr gesehen Aktien mit einem durchschnittlichen bis leicht überdurchschnittlichen Geschäftsmodell, ohne grandiose Wachstumsperspektiven, vor allem aber ohne besondere aktuelle Problemthemen, die im Vergleich zu den Lieblingsaktien der letzten Jahre zuvor moderat bewertet waren. Hier konnten bei einem stabilen Geschäftsverlauf solide zweistellige Renditen erzielt werden, ohne dass zuvor eine besonders niedrige Bewertung vorgelegen hätte. Die alten Lieblinge der Qualitätsaktien verzeichneten in der zweiten Jahreshälfte teilweise deutliche Verluste und gaben ihre vorherigen Gewinne wieder ab.

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



Entwicklung der Performance der FPM Funds den Trends entsprechend

Aufgrund der Ausrichtung auf einen bewertungsorientierten Investmentansatz entwickelte sich die Performance der FPM Funds entlang dieser Trends. Zunächst absolut und relativ schwach, allerdings mit einer sehr starken zweiten Jahreshälfte, so dass die Verluste aufgeholt und in Gewinne verwandelt werden konnten, teilweise spürbar über der Marktentwicklung. Es erwies sich als richtig (und ist letzten Endes alternativlos), nicht den Stil zu wechseln, der sich als der langfristig erfolgreichste erwiesen hat und der umfassend ökonomisch fundiert ist. Für uns ist nicht „Quality the new Value“ und ähnliches, was man an Extrembereichen von Marktentwicklungen zu hören bekommt. Und auch wenn es gelegentlich schmerzt: Volatilität ist nicht gleich Risiko, außer in mathematischen Modellen. Sie wird nur zum Risiko, wenn man sie nicht ertragen kann und zum falschen Zeitpunkt aussteigt anstatt seine Chancen zu nutzen. Risiko besteht in einem dauerhaften Verlust von Kapital, der sich durch Aussetzen nicht wettmachen lässt. Dieses Risiko ist jedoch oft nicht verbunden mit den operativen Risiken eines Unternehmens, sondern schlicht mit einer zu hohen Bewertung einer Aktie.

Konjunktur stabil und Bewertungsniveau der deutschen Aktien alles in allem angemessen

Per Saldo lässt sich sagen, dass bezogen auf den Zeitpunkt des Jahreswechsels nicht viel passiert ist. Die Frage stellt sich natürlich, ob die Trends der letzten Monate ein Ausreißer waren oder eine Zeitenwende ankündigen. Bevor wir zu unserer Sicht der weiteren Perspektiven kommen, stellen wir die gegenwärtigen Rahmenbedingungen dar.

2

Zunächst zu den Wachstumserwartungen. Trotz der bescheidenen Stimmung, die weiterhin an den Finanzmärkten, aber auch in der Öffentlichkeit vorzuherrschen scheint, haben sich in den letzten Monaten die Konjunkturperspektiven stabilisiert. Erstmals seit Beginn der Finanzkrise geht es global in einem gemäßigten Tempo aufwärts. Erfreulicherweise, mit Ausnahmen wie z. B. den Immobilien in manchen deutschen Großstädten, in einem wenig euphorischen Umfeld. Teilweise hat man den Eindruck, dass eher Unglaube herrscht, ob es denn diesmal eine etwas nachhaltigere Verbesserung geben wird. Zehn Jahre, in denen es auf und ab ging, sind eine lange Zeit, und jede Weltregion hat in diesem Zeitraum mindestens einmal ein Desaster gefühlt ganz nahe vor Augen gehabt. Heute lässt sich bis auf weiteres aber festhalten, dass es keine einzige relevante Größe gibt, die nach unten weist, ganz im Gegenteil (wie immer: China ist zu schwierig, um nicht als Black Box gesehen zu werden, scheint sich aber ebenfalls positiv zu entwickeln).

Die Bewertung der deutschen Aktien ist insgesamt absolut gesehen weder teuer noch billig, gemessen an den Zinsen jedoch weiter sehr niedrig. Allerdings sind die Diskrepanzen zwischen den verschiedenen Sektoren und den Marktsegmenten weiterhin hoch, wenn auch niedriger als vor ein paar Monaten. Zudem sollte man, wenn man die Bewertung des Aktienmarktes im Vergleich zu seiner Historie auf Indizebene betrachtet, berücksichtigen, dass sich die Zusammensetzung der deutschen Indizes in den letzten Jahren und Jahrzehnten erheblich verändert hat. Bester Ausdruck dafür ist, dass die größte Branche, zusammen mit den Autowerten, heute nicht Maschinenbau, Banken oder Versorger sind,

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



sondern: Die Health-Care-Branche. Die Softwareindustrie (SAP) hat einen Indexanteil, der mehr als doppelt so hoch liegt wie die beiden verbliebenen Banken. Vor 20 Jahren gab es noch fünf Banken im DAX.

Ein aus unserer Sicht ebenfalls wichtiger, wenn auch vielleicht trivialer Hinweis: Nur weil der DAX nahe seines All-Time-High handelt, bedeutet dies noch lange nicht dass er teuer sein muss. Der Kurs-DAX, der nicht die gezahlten Dividenden beinhaltet und der damit der Berechnung des S+P oder des Dow Jones gleicht, liegt weiter deutlich unter den Höchstständen aus dem Jahr 2000, und das trotz der Tatsache, dass der Großteil der Gewinne der Unternehmen, die seitdem erzielt wurden, nicht ausgeschüttet, sondern reinvestiert wurde.

Zinsen und Inflationsraten dürften ihre Tiefststände gesehen haben

Also: Die Konjunktur entwickelt sich eher positiv, die Bewertung der Aktien ist nicht teuer. Bleibt dann zuletzt die Frage nach der Entwicklung der Zinsen und der Inflationsraten. Diese sind in den letzten Jahren der entscheidende Faktor für die massiv auseinanderlaufenden Bewertungen am Aktienmarkt geworden: Während ein Teil des Aktienmarktes von den fallenden Zinsen profitierte, litten andere Bereiche in einem spürbaren Ausmaß. Unter den Verlierern findet man Unternehmen mit hohen Pensionsverpflichtungen, Banken, Unternehmen mit geringen Schulden und einer hohen Liquidität. Die Gewinner waren Unternehmen mit stabilen oder hohen Wachstumsraten (hier steigt der Barwert von weit in der Zukunft liegenden Gewinnen mit fallenden Zinsen immer weiter), aber auch Gesellschaften, deren Geschäftsmodell auch auf einer signifikanten Verschuldung fußt. In einzelnen Bereichen schließlich glichen sich positive und negative Auswirkungen aus.

Aufgrund der immer noch hohen Bewertungsdiskrepanzen könnte die Entwicklung der Zinsen in den nächsten Jahren weiterhin einer der wichtigsten Treiber für die Aktienkurse bleiben, diesmal jedoch in einer entgegengesetzten Richtung. Wir investieren zwar nicht Top-down, stellen die Portfolios also nicht in erster Linie nach volkswirtschaftlichen Überlegungen zusammen. Wenn sich allerdings ein einzelner volkswirtschaftlicher Parameter auf einem extremen Niveau befindet und sich dadurch ein erheblicher Einfluss auf die Bewertungsmaßstäbe sehr vieler Aktien entwickelt hat, ist es erforderlich, in Ergänzung der Unternehmensanalyse diesen Parameter etwas genauer zu betrachten. Und das sind in diesem Fall die Zinsen.

Aus unserer Sicht erreichten die Zinsen nicht allein durch die Perspektive einer dauerhaft niedrigen Inflation ihre Tiefststände. Die Entwicklung wurde offensichtlich vielmehr verstärkt durch die Notenbankinterventionen, aber auch durch die regulatorischen Rahmenbedingungen sowie teilweise durch die Selbstzufriedenheit vieler Investoren am Bondmarkt. Hier wurden vermutlich oft genug Kursgewinne mit nachhaltigen Coupons verwechselt und nicht erkannt, dass die laufenden Renditen zu Lasten der künftigen Erträge gehen dürften. Im Zweifelsfall wird darauf vertraut, dass die Notenbanken Käufer sein werden, was sein kann, aber nicht sein muss. Es könnte am Ende auch ausgehen wie im Fall von Kettenbriefen oder US-Immobilien vor der Krise ab 2007: Den Letzten beißen die Hunde.

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



Aus ökonomischer Sicht sehen wir es in Anbetracht der sich stetig verbessernden Konjunktur als äußerst wahrscheinlich an, dass die Zinsen keine neuen Tiefstände erreichen werden, solange die Notenbanken nicht jedes Preisregime vollkommen aus den Angeln heben wollen.

Wenn es keine neuen Tiefstände gibt, gibt es zwei Möglichkeiten: Die Zinsen ändern sich wenig, oder sie steigen.

Bei stabilen Zinsen dürfte die unterschiedliche Wertschätzung der verschiedenen Segmente am Aktienmarkt nicht weiter auseinanderlaufen. Da die Gewinnergruppe noch mit einem deutlichen Bewertungsaufschlag handelt, gibt es auch in diesem Fall einen soliden Bewertungspuffer für die Verlierer tiefer Zinsen. Anders sieht die Welt aus, wenn die Zinsen steigen sollten. Dann könnten sich die Tendenzen der letzten Jahre beginnen umzukehren. Insofern gibt es zwei Möglichkeiten: Im Fall stabil niedriger Zinsen kann man mit einer Ausrichtung auf niedrig bewertete Tiefzinsverlierer nicht viel verlieren, im anderen Fall möglicherweise erheblich gewinnen.

Steigende oder stagnierende Zinsen?

Die Frage ist dann noch im Wesentlichen: Was spricht für steigende Zinsen, was für stagnierende?

Aus unserer Sicht ist das Thema Deflation basierend auf der heutigen Datenlage beendet. Nach der Weltfinanzkrise, der Eurokrise sowie der Rohstoffpreiskrise ist wenig von einer neuen Blase zu sehen, die in absehbarer Zeit platzen könnte. Die Auswirkungen dieser drei genannten Krisen, die alle weit über das hinausgingen, was als übliche Baisse angesehen wurde, zeigten sich unter anderem in Form der extrem niedrigen Inflationsraten. Die Auswirkungen dieser Krisen beginnen sich jedoch abzuschwächen, und damit der Druck auf die Preissteigerungsraten. Jetzt kommt der grundsätzliche Trend wieder zum Vorschein: Letztendlich hängt die Inflationsrate, insbesondere in einer Welt, in der Dienstleistungen einen immer höheren Anteil am Volkseinkommen haben, in erster Linie von der Lohnentwicklung und zweitens von der Produktivitätssteigerung ab. Mit praktisch überall sinkenden Arbeitslosenquoten – in relevanten Märkten wie den USA oder Deutschland ist bereits Vollbeschäftigung erreicht – wird das Thema Deflation vermutlich so schnell nicht wiederkehren.

Wir argumentieren nicht, dass die Inflation schnell oder auf unangenehme Höhen steigen wird, auch aus dem simplen Grund, weil wir es nicht wissen. Mit den Notenbanken, die mit voller Absicht vermutlich auch bei steigenden Inflationsraten sehr zögerlich sind oder sein werden, die Zinsen zu erhöhen, ist diese Möglichkeit aber auf mittlere Sicht auch nicht vollkommen ausgeschlossen. Lieber werden sie steigende Inflationsraten akzeptieren als einen Aufschwung abzuwürgen. Allein eine weitere Zinsstabilisierung hätte aber schon erfreuliche Auswirkungen für eine Reihe von Unternehmen, wie man schon in den letzten Monaten sehen konnte. Bei Aktien, die von stabilen oder auch nur leicht steigenden Zinsen profitieren könnten, bestehen aber aus unserer Sicht weiter erhebliche Bewertungschancen. Erfreulicherweise bedarf es hierzu keiner größeren Verbesserung der operativen Ertragslage, eine stabile Fortsetzung der aktuellen Entwicklung wäre aus unserer Sicht vollkommen ausreichend für weitere Kursgewinne.

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



Die Reaktion des Aktienmarktes – unsere Szenarien

Als letztes stellt sich die Frage, wie der Aktienmarkt insgesamt auf steigende Zinsen reagieren könnte. Es gibt ohne Frage ein Level, bei dem steigende Zinsen negativ wären. Offen ist das Niveau, bei dem dies passieren würde.

Hierzu kann man sich unterschiedliche Szenarien ausdenken. Normalerweise ist die Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherenditen positiv. Das war in den letzten 16 Jahren auf Ebene des Gesamtmarktes nicht mehr der Fall, wohl aber wie erwähnt in einigen großen Subsegmenten des Aktienmarktes. Die nun entstehenden Ängste (die gibt es ja immer, sonst gäbe es ja keine Risikoprämie von Aktien im Vergleich zu Anleihen) betreffen das Zinsniveau, bei dem der Aktienmarkt unter Druck käme. Wie meistens sind die Erwartungen hinsichtlich dieser Levels nicht weit von dem entfernt wo wir heute bereits stehen: Genannt werden bspw. knapp 1 % für Bundesanleihen oder 3 % für amerikanische Staatsanleihen. Zudem wäre dann zu befürchten, dass die Aktien mit einer überdurchschnittlichen Volatilität an erster Stelle unter Druck kommen dürften.

Wir haben ein anderes Szenario. Die negative Korrelation besteht seit einem Zinsniveau von 5–6 % bei deutschen und amerikanischen Staatsanleihen, insofern ist es nicht unmittelbar klar, warum bereits bei einem Zins von 1 % für Bundesanleihen ein Problem auftreten sollte (außer als sich selbst erfüllende Prophezeiung). Zum anderen ist dies wieder eine Betrachtung auf Gesamtmarktebene. Was die Befürchtung hinsichtlich der besonders gefährdeten Aktien angeht: Die überdurchschnittlichen Risiken spiegeln sich aus unserer Sicht seit längerem in hohen Bewertungsabschlägen wider. Wir halten es für wahrscheinlicher, dass bei steigenden Zinsen die hoch bewerteten Tiefzinsprofiteure leiden werden, während die niedrig bewerteten Segmente, die von steigenden Zinsen profitieren, auch in diesem Fall eine positive Performance verzeichnen könnten. Als Vorbild kann man die damals niedrig bewerteten „Old-Economy-Aktien“ nach der Jahrtausendwende nehmen, die in einem epochalen Bärenmarkt eine positive Kursentwicklung aufweisen konnten. Geht man weiter in der Kapitalmarktgeschichte zurück, sieht man, dass es in den 50er Jahren ebenfalls über mehrere Jahre eine negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen gab, und zwar bei steigenden Zinsen und steigenden Aktienkursen. Das ist auch logisch, denn sonst ergäbe sich eine dauerhafte Outperformance von Anleihen gegen Aktien. Aus unserer Sicht ist es ziemlich eindeutig, in welchem Marktsegment die Risikopuffer eingebaut sind und in welchen nicht. Insofern bleibt unsere Portfolioausrichtung weiterhin überdurchschnittlich gewichtet im „Deep-Value-Bereich“.

5

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.