



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 3/2019 vom 17.07.2019

Unser Verständnis vom richtigen Investieren – auch in stark sicherheitsgetriebenen Zeiten

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Flucht in vermeintlich sichere Titel vergrößerte Bewertungsabstände zwischen Marktsegmenten
- Value-Stil führt in diesem Umfeld zu unbefriedigenden Ergebnissen – rückblickend
- Bewertungsdivergenzen in dieser extremen Größenordnung brachten in der Vergangenheit jedoch erfreuliche Resultate

Bewertungs-Gap zwischen Marktsegmenten vergrößerte sich

Das erste Halbjahr 2019 erwies sich für die Investoren an den internationalen Aktienmärkten als durchaus erfreulich. Die hohen Verluste des Vorjahres konnten zumindest teilweise kompensiert werden, in manchen Märkten oder verschiedenen Aktien sogar mehr als wettgemacht werden, so dass neue Höchststände erreicht werden konnten. Allerdings waren die Aktienmärkte erneut gekennzeichnet von einer Diskrepanz der Kursentwicklung der verschiedenen Marktsegmente: Sehr gut schnitten Wachstums- und Qualitätstitel sowie Aktien von Unternehmen mit stabilen Cash-Flows ab. Dagegen waren Zykliker sowie Unternehmen, bei denen Unsicherheiten hinsichtlich Qualität und Stabilität aufkamen, Underperformer und verzeichneten teilweise sogar Verluste. Schwierig wurde es auch dann, wenn Unternehmen, die zuvor als Qualitäts- und Wachstumstitel angesehen werden, diesen Nimbus verloren haben: Dann sinken nicht nur die

Gewinnerwartungen, sondern auch die Bewertungsparameter. Und da nichts ewig funktioniert: Das kann jedes Unternehmen treffen, selbst, um einmal eine Branche zu nennen, Unternehmen aus dem Gesundheitssektor.

Gekennzeichnet war das erste Halbjahr von zwei großen Antreibern: Einer weltweiten Konjunkturabschwächung verbunden mit kollabierenden Zinsen auf sichere Anlagen, was zusätzlich befeuert wurde durch die Notenbanken und sie in ihrer Absicht bestärkte, die Geldpolitik erneut zu lockern und so die Zinsen auf noch tiefere Niveaus zu bringen. Die Abschwächung, die aus einer Boom-Situation Anfang 2018 heraus mit einer Normalisierung des Wachstums begann, wurde aus unserer Sicht wesentlich verstärkt durch die vielfältigen politisch verursachten Unsicherheiten, an erster Stelle die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China. Diese führten, nachdem sie mehrfach aufgewärmt wurden, nach und nach zu einer Zurückhaltung bei Industrieunternehmen und Verbrauchern. Hinzu kam, dass die chinesische

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



Regierung dem ungebremsten Kreditwachstum seit 2017 Zügel anlegte, was wie gewünscht bereits an sich zu einer Reduktion des Wachstums führte. Beides zusammen betraf besonders Industrieunternehmen und generell alle Gesellschaften, die grenzüberschreitend tätig sind. Als ein von der Industrie stark abhängiges Land war auch Deutschland davon überproportional betroffen. Hinzu traten, wie in allen europäischen Staaten, Befürchtungen über die Stabilität der EU. Alles per se nichts Dramatisches, aber in der Summe eben zu viel, um die begonnene Abschwächung zu stabilisieren.

Handelsstreitigkeiten nicht ausreichend, um Wirtschaft in Rezession zu treiben

Wenn man somit auf die letzten 10 Jahre blickt, hat sich die Entwicklung wiederholt: Einem zweijährigen Aufschwung folgte eine ähnlich lange schwächere Phase. Diese Abschwächungen waren jeweils bedingt durch Aspekte, die durchaus relevant waren, aber die nicht ausreichten, um die Konjunktur in eine Rezession zu treiben. 2011/12 war es die Schuldenkrise insbesondere in Europa, 2015/16 der Einsturz der Rohstoffpreise, insbesondere des Ölpreises, und nun eben die Handelsstreitigkeiten. Es spricht für die robustere Verfassung der Weltwirtschaft nach der Krise 2008, dass dies nicht zu einer Rezession führte. Allerdings hatten die Schwächephasen ihre Auswirkungen auf die Gewinnsituation der eher zyklischen Unternehmen.

Unsicherheit in der Realwirtschaft und an den Finanzmärkten führten zu weiteren Erhöhungen der Risikoprämien

Für die FPM Funds erwiesen sich die ersten sechs Monate des Jahres erneut als schwierig. Zwar konnten die Fonds per Saldo Kursgewinne verzeichnen, diese blieben aber deutlich hinter der

Entwicklung des Gesamtmarktes zurück und konnten somit auch die Verluste des letzten Jahres nicht kompensieren. Nachdem die ersten vier Monate des Jahres sich noch als sehr erfreulich erwiesen haben, ist mit dem erneuten Aufkommen der Spannungen zwischen den USA und China seit Anfang Mai die Unsicherheit wieder massiv angestiegen, in der Realwirtschaft wie an den Finanzmärkten. Mit der erneuten Vollbremsung in China implodierten die Zinsen weltweit, mit den entsprechenden Auswirkungen auf die unterschiedlichen Segmente der Aktienmärkte. Und mit der Suche nach Sicherheit wurde alles verkauft, was als unsicher angesehen wurde. Da aus unserer Sicht bereits vor der jüngsten Entwicklung die Unsicherheiten mehr als ausreichend in den Aktien eingepreist waren, waren die Fonds in den nun wieder alles andere als gefragten Titeln übergewichtet. Geschuldet ist dies letztendlich unserem Investmentstil: dem Value-Investing.

Unser Verständnis des Value-Investings

Ist dieser Stil dauerhaft aus der Mode gekommen und wird auch in Zukunft nicht mehr funktionieren, wie man gelegentlich lesen kann? Dazu bedarf es aus unserer Sicht einiger Klarstellungen.

Value-Investing bedeutet für uns nicht, die Aktien mit dem tiefsten Kurs-Gewinnverhältnis oder alles zu kaufen, was einen Abschlag auf den Buchwert aufweist. Value-Investing bedeutet vielmehr, dass die nachhaltige Bewertung eines Unternehmens im Vordergrund der Investmententscheidung steht. Dabei soll die durchschnittliche Profitabilität oder das durchschnittliche Wachstum zugrunde gelegt werden, verkürzt gesagt. Es bedeutet in keinem Fall, dass bspw. Wachstum keine Rolle bei der Bewertung spielt. Es bedeutet viel mehr, dass man versucht, alle Aspekte, die einen nachhaltigen Einfluss auf den Wert eines Unternehmens haben, zu berücksichtigen. Dabei spielen Aspekte wie Stabilität der Gewinne, Wachstum, Kapitalintensität usw. eine

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



wesentliche Rolle. Da man die Zukunft nicht kennt, muss man natürlich mit Erwartungen und Szenarien arbeiten und optimalerweise einen Sicherheitsabschlag einpreisen. Das ist dann aber immer noch keine Garantie dafür, dass die zugrundeliegenden Zahlen auch die Realität wiedergeben. Aber etwas Besseres hat man eben nicht. Was kein Value-Investing ist: Zu sagen, man kauft Wachstum oder Qualität oder auch bestimmte Themen, unabhängig vom Preis. Letzten Endes bezahlt man einen Preis, nämlich den Aktienkurs, und darauf wird die Rendite berechnet. Wenn man allerdings unter der Annahme kauft, dass man jemanden findet, der die schöne Geschichte eines Investments ebenfalls goutiert und einen höheren Preis zu zahlen bereit ist: Dann sind wir im Bereich der Spekulation. Was der Plan von Investoren ist, die eine Bundesanleihe mit 10 Jahren Laufzeit mit einer Rendite von minus 0,4 % kaufen: Das kann jeder selbst einordnen. Ähnlich lief es vor der Finanzkrise mit dem sogenannten Kondo-Flipping in den USA: Eine teure Wohnung kaufen mit dem Ziel, diese gleich noch teurer weiterzuverkaufen. Das funktioniert eben nicht unlimitiert, weil die Bewertung wie bei jeder Form des Investierens früher oder später eine unwiderstehliche Anziehungskraft ausübt.

Value-Investing erhebt nicht den Anspruch, dass sich der Kurs einer Aktie zügig in Richtung des fairen Wertes bewegen sollte. Das tut er oft nicht, selbst wenn man mit seinen nachhaltigen Erwartungen richtigliegen sollte: Der Kurs hat sich ja auch aus einem bestimmten Grund von diesem fairen Wert entfernt, und so lange dieser Grund in der Wahrnehmung eines Investments dominiert, kann sich diese Anpassung hinziehen. Zudem können aus allen möglichen Überlegungen bei Investoren ganz andere Aspekte dominieren: Liquidität oder Sicherheit können im Lauf der Zeit unterschiedlich hoch gewichtet werden; Themen, die gerade gut gelaufen sind, können extrapoliert werden und auf Jahre fortgeschrieben werden.

Suche nach Sicherheit und Qualität hat die Preise in ungeahnte Höhen getrieben

Und das ist aus unserer Sicht der entscheidende Punkt: Das Umfeld, in dem sich die Weltwirtschaft seit der Finanzkrise bewegt, ist von einer strukturellen Unsicherheit geprägt. Die Nachfrage nach Sicherheit ist somit in die Höhe geschossen. Oft auch nur formal, wie man an der durchaus bescheidenen Qualität manchen festverzinslichen Wertpapiers sehen kann: Hier zählt nur die Erwartung des versprochenen Coupons – ob dieser dann gezahlt wird, wird man sehen. Damit einhergehend nimmt die Regulierung einen viel breiteren Rahmen ein als in der Vergangenheit, die geringe Volatilität mit erhöhter Sicherheit gleichsetzt. Zudem garantieren die niedrigen Zinsen auch den Unternehmen, die unter normaleren Umständen dem Untergang geweiht wären, das Überleben, was wiederum die Produktivität in der Gesamtwirtschaft reduziert und somit nur ein eher geringeres Wachstum erlaubt. Was wiederum die Zinsen auch ohne die Notenbanken tief hält und andererseits die Unsicherheit zusätzlich befeuert. Zudem erlauben die tiefen Zinsen, anders als in der Vergangenheit, keine Kompensation für die schwankenden Kurse an den Aktienbörsen. Somit wurde der Bedarf nach Sicherheit und die Bereitschaft, dafür auch einen erheblichen Preis zu bezahlen, in ungeahnte Höhen getrieben.

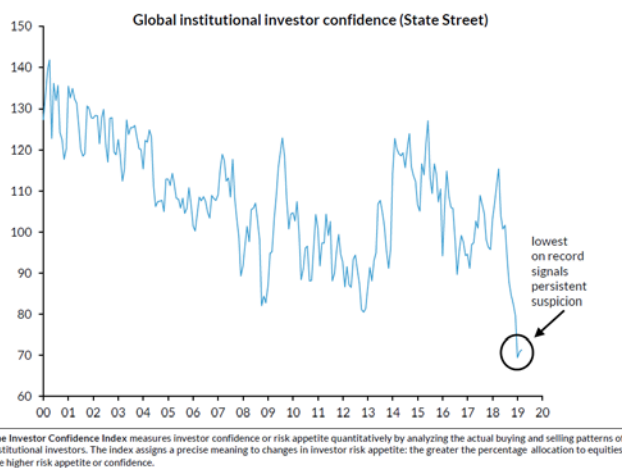
Risikoaversion ist seit 2018 explodiert – mathematisch beschrieben

Wir waren der Ansicht, dass mit dem Jahr 2017, also dem Jahr 10 seit dem Ausbruch der Finanzkrise, eine Tendenz in Richtung einer Normalisierung eintreten sollte, was Zinsen, Wachstum und vor allem die allgemeine Risikobereitschaft angeht. Das Gegenteil ist passiert. Was neben den Ängsten, die durch die Handelsstreitigkeiten losgetreten wurden, strukturelle Ursachen dieser tief sitzenden Unsicherheit sind: darüber kann man breit

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



spekulieren, und dafür gibt es vermutlich eine Vielzahl von Erklärungen, politisch, gesellschaftlich, technologisch, medial. Fakt ist, dass die Risikoaversion, die ihren Tiefstand vor 20 Jahren zum Höhepunkt der Technologieblase erreichte, letztes Jahr explodierte. Mit der Konsequenz, dass neben der Abschwächung der Realwirtschaft auch die Bewertungsverschiebung zu erheblichen Verwerfungen an den Aktienmärkten führte, auch wenn man dies auf Indexebene nicht erkennen kann.



Quelle: KeplerChevreux, 24.04.2019

Mathematisch lässt sich das so beschreiben: Der Barwert der zukünftigen Cash-Flows eines Unternehmens, also der Aktienkurs, errechnet sich aus den erwarteten Cash-Flows, abgezinst zum sicheren Zins plus einer Risikoprämie. Die Divergenzen in der Performance der unterschiedlichen Aktienmarktsegmente erklären sich somit durch die Verschiebungen dieser Parameter: Der sichere Zins ist implodiert, was den Unternehmen mit einem sicheren Cash-Flow und vor allem mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten

geholfen hat. Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 40, 50 und mehr für Unternehmen, die ein stabiles Wachstum aufweisen, sind keine Seltenheit mehr. Für die gleichen Unternehmen wurden in der Vergangenheit KGVs von unter 20 bezahlt. Gleichzeitig ist aufgrund der deutlich erhöhten Unsicherheit die Risikoprämie deutlich angestiegen, was bspw. die Aktienkurse der zyklischen Unternehmen unter Druck gebracht hatte. Die im Durchschnitt tiefere Bewertung ist auch aus unserer Sicht vollkommen angemessen: Volatilität hat nun eben einen Preis. Allerdings trifft nun die tiefe Bewertung auch auf die zyklisch tieferen Gewinne. Somit gab es Druck von zwei Seiten. Hier nun finden wir Unternehmen mit einem KGV von deutlich unter 10 und deutliche Abschläge auf die Buchwerte auch bei solide profitablen Unternehmen. Mit dem Ergebnis, dass die bereits zuvor großen Bewertungsabstände zwischen den Marktsegmenten sich weiter vergrößert haben.

Derzeitige Situation am Aktienmarkt fast vergleichbar mit der im Jahr 2000

Der Aktienmarkt befindet sich nun aus unserer Sicht in einer Situation, die mit derjenigen im Jahr 2000 vergleichbar ist: Extreme Bewertungsdiskrepanzen zwischen den einzelnen Marktsegmenten. Damals wurden Extrempreise für Wachstumsraten bezahlt, heute für Sicherheit. Das heißt allerdings nicht, dass damit eine sofortige Trendwende zwingend ist, wie man gesehen hat. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist nur deutlich gestiegen. Die Frage, die sich dann natürlich stellt, ist wie immer: Was ist der Auslöser dieser Trendwende? Und wie jedes Mal wird man es erst danach genau wissen. Allerdings liegt der Verdacht nahe, dass es wie am oberen Wendepunkt 2018 ein Wechsel in der Konjunkturdynamik sein wird, wann immer dieser stattfindet.

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



Ausrichtung der FPM Funds

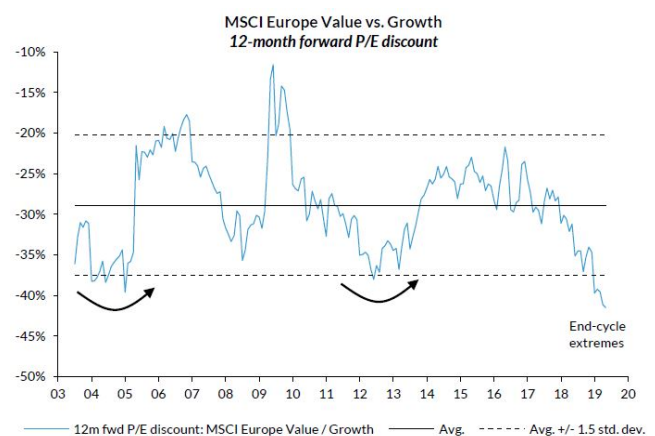
Unsere Ausrichtung ist die folgende: Wir sind jeweils im Großen und Ganzen hälftig investiert in ungefähr normal bewerteten Unternehmen mit einer soliden und weitgehend stabilen Profitabilität sowie in Unternehmen, deren dauerhafte Rentabilität stark angezweifelt wird und die dementsprechend teilweise extrem niedrig bewertet sind. Nicht vertreten sind wir in Aktien, die aufgrund ihrer hohen Qualität eine extrem hohe (Raritäten-) Bewertung aufweisen. Das wäre nicht kompatibel mit unserem Investmentansatz. Wir sehen dies als hochriskant an: Wenn hier einmal nicht alles glattgeht, besteht die Gefahr signifikanter Verluste. Nichts gegen die jeweiligen Unternehmen, die oft erstklassige Gesellschaften sind. Mit der Qualität als Investment hat dies nur dann etwas zu tun, wenn der Preis nicht unsinnig hoch ist, den man für diese Qualität zu zahlen hat. Und als Erinnerung für die wirklich langfristigen Investoren: In vielen von diesen Hochqualitätstiteln waren wir nach der Finanzkrise investiert, als sie ebenfalls schon gut, aber eben auch preiswert waren.

Trends sind weit fortgeschritten – Wendepunkt in den nächsten Monaten wahrscheinlich

Mit dem Blick nach vorne: Um die heutigen Bewertungsdiskrepanzen zu rechtfertigen, ist eine Rezession erforderlich, für die, von Schocks abgesehen, die Voraussetzungen fehlen (die Black Box China einmal beiseitegelassen). Weder sind die Konsumausgaben gefährdet (die Konsumenten sind nicht übermäßig verschuldet, die Arbeitslosigkeit ist niedrig), noch gab es eine Kreditblase in den westlichen Volkswirtschaften, und auch nicht in den meisten Wachstumsregionen. Das bedeutet nicht, dass wir bspw. in Deutschland aufgrund der zyklischen Natur der Volkswirtschaft eine Stagnation über zwei oder drei Quartale für unwahrscheinlich erachten. Der Schock, der die spürbare Abschwächung bewirkt hat, nämlich der

Handelskrieg, müsste allerdings durch eine weitere Verschlechterung der Konjunktur noch übertroffen werden, um die heutigen Kurse zu rechtfertigen. Eine Besserung der Dinge wäre es bereits, wenn die Abwärtsdynamik nachlassen würde. Gleiches gilt für eine Stabilisierung der Zinsen auf dem heutigen Niveau.

Auch wenn die Abwärtsdynamik in den letzten Wochen nachgelassen hat: Eine Wende zeichnet sich zurzeit noch nicht ab. Allerdings sollte man erfahrungsgemäß auch nicht auf die harten Konjunkturdaten setzen: Die Finanzmärkte sind der beste Gradmesser. Eine Stabilisierung wäre der erste Vorbote eines Wechsels. Das wäre die Voraussetzung dafür, über das Ausnutzen der Bewertungsdiskrepanzen in der Breite nachzudenken. Allerdings weisen bereits heute so viele Unternehmen eine historisch gesehen lächerliche Bewertung auf, dass man als Value-Investor schlicht nicht an ihnen vorbeikommt. Daher unsere Portfolioausrichtung, die auch Unternehmen beinhaltet, bei denen wir Gewinnwarnungen für wahrscheinlich halten.



Quelle: KeplerChevreux, 24.06.2019

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



Erhebliche Chancen für niedrig bewertete solide Aktien – auch im Falle einer nur teilweise stattfindenden Normalisierung

Um dies nochmal zu sagen: Wir sehen die Aktienmärkte in einer fast diametral anderen Lage als vor 20 Jahren, nicht was die Bewertung in der Breite angeht, sondern was die Risikobereitschaft und die Zuversicht für die nächsten Jahre angeht. Damals lagen die Zinsen bei 6 %, und niemand fand dies lächerlich. Die erwarteten Wachstumsraten lagen bei nicht wenigen Unternehmen jenseits der 20-Prozent-Marke, bei selbstverständlich steigender Profitabilität. Heute wird man schon als Optimist angesehen, wenn man Zinsen von null Prozent im Euroraum für angemessen halten sollte. Schaut man sich das politische Umfeld an, hört man immer, dass die Notenbanken ihr Pulver

verschossen haben. Wer es nicht verschossen hat, sind die europäischen Staaten, und wie die Diskussion läuft, werden sie es nutzen. Nicht im nächsten Quartal, aber die Wahrscheinlichkeit steigt, dass sich das im Lauf der Zeit ändern wird. Nimmt man als Vorbild die USA, die von einem ausgeglichenen Haushalt Meilen entfernt sind: dann besteht hier erhebliches Potential, ohne dass die Anleihemärkte in Wallung geraten. Aber das ist nicht das Thema für die nächsten Monate, sondern eher die nächsten Jahre. Relevanter sind die Bewertungsunterschiede, die sich aus dem Fortschreiben der Trends der letzten 20 Jahre ergeben haben. Von diesem Niveau aus von einer Fortsetzung dieser Trends auszugehen halten wir für verwegen. Eine nur teilweise stattfindende Normalisierung brächte dagegen für niedrig bewertete solide Aktien erhebliche Chancen mit sich.

6

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.