



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 3/2018 vom 10.07.2018

Vom Irrglauben, in Zeiten der Unsicherheit in gefühlte Sicherheit fliehen zu müssen

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

- Negative Performance für Value-Investoren durch sich zuspitzende Performance-Divergenz
- Normalisierung der Konjunkturentwicklung und Verunsicherung durch Politik
- Erinnerungen an den Neuen Markt werden wach
- Erwarten nur eine Korrektur, aber keinen Bärenmarkt
- Viele Gründe, unserem Investmentstil und unseren Werten weiterhin treu zu bleiben

1

Performance-Divergenz spitzt sich zu, Einbußen der letztjährigen Outperformance

Das erste Halbjahr verlief am deutschen Aktienmarkt zweigeteilt, für alle FPM Funds in der Wertentwicklung nicht zufriedenstellend. Durch die schwache Entwicklung wurde ein Großteil der im Vorjahr erzielten Outperformance gegenüber dem Markt wieder eingebüßt. Ursache war die sich zuspitzende Performance-Divergenz zwischen „normalen“ und sehr guten/sehr stabilen Unternehmen: Hier hatte sich bereits in den letzten Jahren eine Bewertungsdifferenz aufgetan, die jedoch anders als im vergangenen Jahr, als nach Jahren der Verunsicherung wieder Zuversicht in die Weltwirtschaft eingezogen war, wieder zugenommen hat. Die Ursachen dafür lagen nicht in der aktuellen wirtschaftlichen Entwicklung, sondern in Befürchtungen und Verunsicherungen, die im Wesentlichen ihren Ursprung auf dem Feld der Politik hatten. Somit stiegen die Risikoprämien an, wobei das Momentum dazu beitrug, dass bei den üblichen Verdächtigen der Worst Case eingepreist wurde, während die Nachfrage nach Aktien, die als stabil wahrgenommen werden, teilweise zu neuen Rekordwerten führte.

Hier haben auch Unternehmen, die über eine eindeutig hohe Qualität verfügen, zum Teil erhebliche Kurseinbußen hinnehmen müssen. Andererseits waren unter den Gewinnern aber nicht in erster Linie die Unternehmen vertreten, deren Gewinnentwicklung positiv überraschte,

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



sondern die Gesellschaften, denen eine stabile Geschäftsentwicklung unabhängig von der Konjunktur unterstellt wird. Dies galt sogar auch für Unternehmen, deren Gewinnentwicklung eher enttäuschend war.

Normalisierung der Konjunkturentwicklung Ende 2017 und verunsichernde Politik

Diese Entwicklung hat zwei Ursachen: Zum einen verlief die Konjunkturentwicklung Ende 2017 auf einem nicht nachhaltigen hohen Niveau, so dass früher oder später eine Normalisierung stattfinden musste. Diese ist auch eingetreten, was jedoch nur überschaubare Auswirkungen auf die Kurse hatte. In Summe bewegt sich das Wirtschaftswachstum weiter auf einem sehr guten Niveau, insbesondere in den USA. In der EU sind zwar Eintrübungen festzustellen, die jedoch die grundsätzlich immer noch soliden Zahlen nicht substantiell beeinflusst haben.

Die zweite Ursache lag in der Politik. Anders als die alte Börsenweisheit sagt, hatten politische Börsen diesmal keine kurzen Beine. Und ebenfalls anders als in der Vergangenheit waren es diesmal nicht der Nahe Osten oder die europäischen Staaten, sondern vor allem die USA, die den Anstoß lieferten. Dies betrifft den Zinssteigerungszyklus, der angemessen, wenn nicht überfällig war und der erwartet wurde, aber eben unterhalb der Oberfläche zu Anpassungsbedarf führt. Wichtiger für das Sentiment und möglicherweise am Ende auch für die Realwirtschaft waren jedoch die von den USA neu eingeführten Zölle, die Gegenmaßnahmen anderer Staaten sowie die Befürchtung einer Eskalation in den nächsten Monaten. Die Auswirkungen sind weitgehend unklar. Die Streitereien, die in aller Öffentlichkeit ausgetragen werden und die auf einem teilweise bemerkenswert tief liegenden Niveau stattfinden, sorgen dafür, dass die Unsicherheit an den Märkten signifikant zugenommen hat. Daneben gingen Themen wie die sich hin quälenden Brexit-Verhandlungen, die EU-Flüchtlingsdiskussion oder die chinesischen Ad Hoc-Entscheidungen zu den Photovoltaikinvestitionen fast unter, auch wenn die Folgen für verschiedene Unternehmen auch hier im Aktienkurs spürbar wurden.

Als Folge trennten sich die Investoren von zyklischen Aktien und von Aktien, deren Industrien in den Diskussionen an erster Stelle als Ziele für Zölle genannt werden. Da wir in diesen Segmenten unter der Annahme einer halbwegs stabil verlaufenden Konjunktur eine Reihe immer noch tief bewerteter Unternehmen mit nicht eingepreisten Potentialen in unseren Portfolios hielten, mussten wir überdurchschnittliche Verluste verzeichnen.

Unser Umgang mit den derzeitigen Herausforderungen

Wäre es nicht sinnvoll gewesen, in andere Marktsegmente auszuweichen? Per heute natürlich ja. Das Problem, mit dem man dann konfrontiert sein kann, wird jedoch bereits im ersten Halbjahr deutlich: Wenn eine Bewertung zu euphorisch ist, getrieben durch das Momentum einer Aktie, sind herbe und dauerhafte Verluste oft die Folge. Beispielsweise verzeichneten im letzten Jahr

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



eine Reihe von Unternehmen eine sehr positive Entwicklung, die am Aktienmarkt zu einer Rekordbewertung auf der Basis von Rekordgewinnen führte. Nun sind diese Unternehmen teilweise in der falschen, nämlich zyklischen Kategorie gelandet und möglicherweise von den Zöllen betroffen. Folge sind teilweise erhebliche Kursverluste im laufenden Jahr. Dies passierte nicht aufgrund einer deutlich verschlechterten Geschäftslage, sondern vor allem aufgrund einer höheren Bewertung, die wenig Sicherheitsmarge aufwies und bei einer leicht steigenden Unsicherheit den Investment Case nicht mehr unterstützt haben.

Erinnerungen an den Neuen Markt

Unter den Aktien, die sich im ersten Halbjahr 2018 gut entwickelt haben, sind wenige Unternehmen, bei denen eine überraschend gute Gewinnentwicklung den Kursanstieg getragen hat. Im Wesentlichen hat sich die bereits hohe Bewertung von stabilen Unternehmen weiter erhöht. Wenn bei diesen nur die geringste Enttäuschung zu verzeichnen ist, oder vielleicht auch nur, wenn sich die allgemeine Lage etwas entspannen würde (was bspw. nach den US-Kongresswahlen der Fall sein könnte), sind hier deutliche Kursverluste möglich (analog der Lieblinge des letzten Jahres). Natürlich ist es nicht ausgeschlossen, dass es eine Entwicklung wie in den Jahren 1998 bis 2000 geben könnte, als der breite Markt stagnierte bzw. leicht fiel und nur die Gruppe der Telekom-Medien-Technologieaktien eine gute und zwar extrem gute Performance erzielte. Da wir wissen, wie das ausging, wollen wir gar nicht versuchen, schlauer als Andere zu sein, was nicht bedeutet, dass unsere Leidenschaftlichkeit noch weiter auf die Probe gestellt werden könnte – eine Woche, einen Monat, ein Jahr. Allerdings ist festzustellen, dass breite Teile des Marktes seit 2015 bestenfalls stagnieren, teilweise auf dem Rückzug sind, obwohl die Entwicklung vieler Unternehmen seit damals positiv ist. Dementsprechend hat sich deren Bewertung deutlich reduziert, und zwar nicht nur für Zykliker oder Finanzwerte, sondern auch für eigentlich stabile Unternehmen mit einer hohen Qualität, bei denen aber nicht Alles so lief wie erwartet. Vielleicht sind wir also dem Ende der Bewertungsdivergenzen näher als dies den Anschein hat.

Die Zölle-Diskussion

Wenn man die Diskussion um die Zölle ernst nimmt, was man durchaus tun sollte, sind natürlich die Aktien der von US-Seite genannten Industrien die ersten Opfer. Da sich der Rest der Welt dies nicht bieten lässt, werden möglicherweise auch auf der anderen Seite Zölle eingeführt, anstatt sich darüber zu unterhalten, wie man diese endgültig loswerden könnte. Dann könnte sich herausstellen, dass die zyklischen Industrien vielleicht gar nicht die am stärksten betroffenen sind. Wenn es im Binnenmarkt keine Alternative gibt, wird der Zoll einfach auf den Produktpreis draufgeschlagen, z. B. im Maschinenbau, der immer mehr zu einem globalen Oligopol geworden ist. Autohersteller haben bereits eine Fertigung in den USA, insofern könnte es sinnvoll sein, diese um die bisher importierten Modelle zu erweitern und die bisher aus USA exportierten Modelle in

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



den Staaten zu produzieren, in denen sie verkauft werden. Dies hat in China auch funktioniert und kostet nur einen Bruchteil der Zölle, die fällig wären, wenn der Absatz unverändert laufen würde. Das kann auch Harley-Davidson, auch wenn es den US-Präsidenten überrascht. Die Annahme, dass 100 % der Zölle zu Lasten der Hersteller gehen werden, ist ziemlich naiv, erscheint allerdings bei den heutigen Bewertungen in den Kursen bereits enthalten zu sein.

Andererseits könnten sich Probleme für die Unternehmen ergeben, wenn die Preise im Importland reguliert sind. Hier kann wahrscheinlich nicht einfach der Zoll an die Kunden weitergegeben werden. Das würde für große Bereiche des Gesundheitsmarktes gelten. Und falls jemand denkt, das sei für deutsche Unternehmen nicht relevant: 12 % der deutschen Exporte in die USA sind pharmazeutische Produkte. Dies soll nur ein Beispiel sein, dass es fundamental gesehen nicht immer sinnvoll sein muss, in unsicheren Zeiten in stabile Industrien zu investieren.

Vom Reflex, im Fall von Unsicherheit gefühlte Sicherheit zu wählen

Insofern sehen wir die Entwicklung der letzten Wochen weniger unter dem Gesichtspunkt, dass hier eine neue fundamentale Situation richtig eingepreist wurde, sondern den Reflex, in Unsicherheit erst einmal in die gefühlte Sicherheit zu fliehen. Somit steigen die Preise für sichere Assets und es sinken die Preise für gefühlt unsichere Anlagen. Dass dabei wieder einmal für den Flow das Bewertungsrisiko keine Rolle spielt, stellt in unseren Augen das größte Risiko dar.

4

Exzessiv gepreiste Sicherheit ist eben keine Sicherheit: Wenn meine Versicherungsprämie höher ist als der mögliche Schaden hat es keinen Sinn sich zu versichern. Insofern verzichten wir darauf, da wir in unseren Investments einen hohen Risikopuffer in den gegenwärtigen Kursen bereits berücksichtigt sehen.

Korrektur, aber kein Bärenmarkt

Ganz generell gehen wir davon aus, dass wir es zurzeit mit einer Korrektur, aber keinem Bärenmarkt zu tun haben, auch wenn die Kursverluste teilweise heftig sind. Der Unterschied für uns ist, dass in einem Bärenmarkt die Kursverluste eben nicht in einer überschaubaren Zeit wieder aufgeholt werden, sondern entweder permanent sind oder nur über eine lange Zeit wieder kompensiert werden. Für einen Bärenmarkt fehlen verschiedene Voraussetzungen. Neben der Bewertung und eher geringen Fehlallokation von Kapital aufgrund der durch die Finanzkrise bedingten Unsicherheit, ist der wichtigste Grund, dass es sehr viele Indikatoren gibt, die auf eine Fortsetzung des Aufschwungs hinweisen. Die wesentliche Bedingung für einen Bärenmarkt ist regelmäßig eine Rezession. Dafür sind zurzeit gar keine Hinweise gegeben. Außer, die Politik dreht vollkommen durch, was unwahrscheinlich erscheint, aber leider auch nicht ganz auszuschließen ist.

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



Das bedeutet nicht, dass die Korrektur zwangsläufig schnell ausgestanden ist. Der Ablauf ist aber normalerweise so, dass steigende Risikoprämien in alle Aktien eingepreist werden. Dies hat bisher im Wesentlichen in den zyklischen und als unsicher angesehenen Branchen stattgefunden. Unsere Annahme ist es, dass früher oder später der Rest des Marktes an der Reihe ist. Daher halten wir es nicht für angebracht, nun die als sicher angesehenen Titel auszubauen, ganz im Gegenteil. Wir sehen bereits die ersten Anzeichen der Korrektur in diesen Segmenten. Und hier ist das Problem, dass erfahrungsgemäß ein Strömungsabriss dazu führt, dass die Momentum-Investoren erst einmal aus einer Aktie rausgehen müssen, Verkäufe einsetzen, die solange die Kursentwicklung dominieren, bis ein Preisniveau erreicht ist, auf dem Value-Investoren wieder bereit sind einzusteigen. Das kann ein weiter Weg sein. Bis dahin werden die bereits heute abgestraften Titel viel Zeit haben, mit einer ordentlichen Geschäftsentwicklung neue Investoren für sich zu gewinnen.

Erwartung für Unternehmen positiver als die in die Politik

Der noch schönere Fall wäre, dass sich die Herren und Damen Politiker, die für dieses neu angerichtete Chaos verantwortlich sind, zügig auf eine sinnvolle Lösung einigen. Man könnte den USA ja die Importzölle nach Europa streichen: Da die US-Importzölle laut EU vor allem die amerikanischen Verbraucher treffen, würden umgekehrt europäische Verbraucher und damit Europa von einer Streichung der europäischen Importzölle profitieren. Aber diese Überlegung ist vor dem Hintergrund der politischen Realitäten eher lächerlich. Daher setzen wir auf die oben aufgeführten Überlegungen, bleiben bei unserem Stil, unserer Ausrichtung und wären gerne bereit, uns durch die Politik auch einmal positiv überraschen zu lassen. Ansonsten müssen es die Unternehmen richten. Diesbezüglich sieht unsere Erwartung angesichts der Bewertungen deutlich positiver aus.

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.