



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 4/2018 vom 15.10.2018

Von der Launenhaftigkeit des Marktes – und was das derzeit für uns als Value-Investoren bedeutet

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Zweigeteilter Markt: Teures noch teurer, Billiges noch billiger
- Setzen auf Wachstums- und Qualitätsaktien ist kein Allheilmittel
- Rückblick auf das bislang unerfreuliche FPM-Jahr 2018
- Gründe für das Kippen des Sentiments
- Normalisierung der Risikoprämien: erhebliche Chancen

1

Weiterhin zweigeteilter Markt

Der deutsche Aktienmarkt zeigte im laufenden Jahr wieder, wie mehrheitlich in den vergangenen Jahren, zwei Gesichter. Anders als im vergangenen Jahr, in dem die niedrig bewerteten Value-Aktien angesichts der stabilen Konjunktorentwicklung eine deutlich bessere Performance erreichen konnten als die hoch bewerteten Qualitäts- und Wachstumstitel, hat sich diesmal das Blatt erneut gewendet. Unter den Titeln, die eine besonders gute Performance erzielen konnten, sind die – Zufall oder auch nicht – jeweils in den verschiedenen Indizes sehr stark vertretenen großen Titel, was dazu führte, dass die Indexperformance im positiven durch eine vergleichsweise geringe Zahl von Unternehmen getrieben wurde, während die Mehrzahl der Titel auf der Verliererseite stand, teilweise mit erheblichen Abschlägen. Musterbeispiele sind die mit Abstand größten Titel im DAX bzw. MDAX, nämlich SAP und Airbus, die beide zudem nicht mehr gerade zu den billigsten Unternehmen zählen.

Allheilmittel, auf Wachstums- und Qualitätsaktien zu setzen?

Im Nachhinein könnte man somit denken, dass eine simple Strategie die besten Ergebnisse gebracht hätte: Kaufe Wachstums- und Qualitätsaktien. Allerdings sollte man etwas Wesentliches beachten. Was eine Wachstums- oder Qualitätsaktie ist: Diese Sicht kann sich schnell ändern. Ist die Bewertung aufgrund hoher Wachstumserwartungen oder der Einstufung als Qualitätstitel hoch, sind die Risiken, die sich aus

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



der Bewertung ergeben, gelegentlich auch sehr hoch, unabhängig von der eher stabilen Qualität und Wachstumsperspektive eines Unternehmens. Werden die Erwartungen nicht oder nicht vollständig erfüllt, geht es auch zügig wieder in die andere Richtung, und zwar gelegentlich mit einer erheblichen Wucht. Und das, ohne dass das eigentliche Geschäftsmodell nachhaltig zerstört sein muss. Insofern ist das Investieren, anders als es in den letzten Jahren den Anschein hatte, nicht damit erledigt, hohe Wachstumsraten und überdurchschnittliche Qualitäten zu identifizieren. Zu nennen sind unter vielen Unternehmen nur die MDAX-Vertreter Osram oder Jungheinrich: Das erste Unternehmen verzeichnete aufgrund von Gewinnwarnungen einen Verlust von fast 60 %, nachdem es im letzten Jahr noch als dauerhafte Wachstumsstory angesehen wurde. Jungheinrich-Aktien gaben 30 % nach, und zwar ganz ohne Gewinnwarnung. Beide Aktien sind mittlerweile im Vergleich zum Markt wieder fair bewertet, aber trotz der Verluste optisch immer noch nicht extrem billig, was eben an der Qualität liegt, die der Markt beiden Unternehmen weiter zubilligt.

Wir mögen ebenfalls gute Unternehmen, aber eben nicht mehr ihre Aktien, wenn kein Raum für einen Irrtum in den Erwartungen besteht. Wir fokussieren uns auf Titel, die wir aufgrund ihrer niedrigeren Bewertung für unterschätzt halten. Das sind manchmal Aktien von Unternehmen, die eine gewisse Langeweile ausstrahlen, manchmal auch Aktien, die aus einem in unseren Augen nicht nachhaltig gültigem Grund negativ wahrgenommen werden, und manchmal, aber zurzeit eher selten, Unternehmen, deren Wachstums- oder Ertragspotentialpotential oder deren Qualität unterschätzt wird.

Rückblick auf das bisherige Jahr 2018

2

Was lief in diesem Jahr unerfreulich für uns? Zum einen wie erwähnt waren die beinahe einzigen Titel, die 2018 Gewinne erzielen konnten, die bereits hoch bewerteten Wachstumswerte. Während wir bei Aktien von Unternehmen, die trotz ihrer überdurchschnittlichen Qualität eine nachvollziehbare Bewertung aufwiesen wie SAP, Sixt oder Merck, investiert sind, waren wir nicht in den Titeln investiert, deren KGV von 30 auf 60 angestiegen ist. Desgleichen verzichteten wir weiter auf Immobilienaktien, über denen insgesamt die Zinswende als Damoklesschwert schwebt. Das ersparte uns andererseits auch Verluste mit hoch bewerteten Aktien, deren Unterstützung im Markt abris, siehe die beiden genannten Titel. Allerdings mussten wir schmerzhaft Verluste insbesondere bei Titeln hinnehmen, die sich im Vorjahr unter den großen Gewinnern befanden. Darunter sind einige Turnaround-Kandidaten sowie Unternehmen mit einer teilweise durchwachsenen Historie, die aber niedrig bewertet waren und vor allem eine klare und nachvollziehbare Strategie für eine nachhaltige Verbesserung der Ertragslage umsetzen. Hier reichte im Wesentlichen aus, dass das Kursmomentum nicht mehr trug: Dann wurden Ertragsperspektiven, die sich teilweise auf die Jahre ab 2020 beziehen, auf einmal als zu weit in der Zukunft liegend gesehen, und der Abverkauf setzte ein. (Unter den Gewinneraktien sind dagegen einige Titel, die unter großer Begeisterung des Marktes bereits ihre Ziele für 2025 verkündet haben: In diesem Fall wird den Unternehmen aufgrund ihrer positiven Historie ein solches Ziel vom Markt abgekauft.) Dabei spielte wie meistens in Märkten, die vom Momentum getrieben werden, keine Rolle, ob die Bewertung teuer, fair oder niedrig war. Kurse machten wieder einmal Nachrichten. Und gelegentlich muss man schon einige Phantasie entwickeln, um die gegenwärtigen tiefen Bewertungen zu rechtfertigen, aber dem geübten Marktteilnehmer bereitet es wenig Probleme, KGVs von 5-6 als fair zu betrachten.

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



Dann nimmt man einfach an, die nächste schwere Krise steht vor der Tür, nachdem man sich ein solches Szenario vor 12 Monaten in keiner Weise vorstellen konnte und das natürlich auch die Lieblinge aus dem Qualitätslager in keiner Weise beeindrucken kann.

Gibt es eine Blase? Äpfel mit Äpfeln vergleichen!

Aus unserer Sicht ist die Lage vergleichbar bezüglich der Struktur, aber nicht bezüglich der Dimensionen mit derjenigen am Ende der 90er Jahre. Alles, was Technologie, Medien oder Telekom war, handelte auf absurden Bewertungen, der Rest des Marktes war recht preiswert. Heute sind nur wenige Unternehmen mit extrem hohen Bewertungen zu finden, dagegen gibt es viele sehr niedrig bewertete und ebenfalls eine große Menge normal bewerteter Titel. Wenn es eine Blase gibt, sollte man sich vielleicht einmal im Bereich der Anleihen umschauen. Die Aussage, dass der Markt im Vergleich zu seiner Historie normal bewertet ist, berücksichtigt nicht, dass sich die Marktstruktur grundlegend geändert hat: Das mit Abstand größte Unternehmen im DAX, SAP, weist eine Bewertung auf, die mehr als doppelt so groß ist wie die aller Versorger, Banken (eine) und Maschinen-/Anlagenbauer/Stahlunternehmen (ebenfalls eins) zusammen. Da sollte eine etwas höhere als die historische Bewertung eigentlich normal sein, vom Vergleich zu den historisch niedrigen Zinsen einmal ganz abgesehen.

Unter der Annahme, dass nicht alle Margen sich in einer Schwächephase als stabil erweisen werden, kann man die Betrachtung auf die Buchwerte der Unternehmen ausweiten, bei denen sich ein vergleichbares Bild ergibt. Nachhaltig bedeutet dies, dass entweder eine Rezession kommt, die bei vielen Unternehmen in den Kursen eingepreist ist, oder diese Aktien schlicht billig sind.

3

Gründe für das Kippen des Sentiments

Was waren die Ursachen dafür, dass das Sentiment so schnell und massiv von der einen in die andere Richtung gekippt ist?

Zum einen sehen wir durch die zunehmende Computerisierung des Investierens eine wachsende Bedeutung des Momentums: Wenn alle nach vergleichbaren Regeln investieren (nur stabiles Wachstum, alles verkaufen nach einem Profit-Warning, ESG-Regeln umsetzen frei von ökonomischem Sachverstand usw.), drängt immer mehr Kapital in die gleichen Aktien. Das geht solange gut, bis es eben nicht mehr gut geht, siehe Osram oder Jungheinrich. Sich mit den einzelnen Unternehmen auseinanderzusetzen wird als fruchtlos angesehen, Bewertung spielt keine Rolle mehr (bis sie eben doch wieder relevant wird: Um einmal ein Unternehmen zu nennen, dass trotz katastrophaler Presse für die Branche und trotz eines Profit-Warnings incl. Dividende nicht underperformed hat: BMW, mit einem KGV von 7, mit weniger als dem ausgewiesenen Eigenkapital bewertet und einem Netto-Cashbestand im Industriegeschäft von 50 % des Aktienkurses).

Momentum wird aus fundamentalen Gründen aufgebaut oder ändert seine Richtung und stoppt wie gesagt eben nicht auf der Höhe einer angemessenen Bewertung. Im Jahr 2018 waren verschiedene Gründe für den Richtungswechsel und die Dynamik zu finden. Im Einzelnen:

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



1. Nachlassende Wachstumsdynamik außerhalb der USA, wenn auch weiterhin in Europa im Rahmen des Wachstumspotentials: Diese Normalisierung ist für die Nachhaltigkeit des Wachstums eigentlich eher zu begrüßen, hat aber zur Folge, dass teilweise hohe Erwartungen nicht eingehalten werden konnten, in erster Linie sich jedoch das Sentiment eingetrübt hat.
2. Eine überdurchschnittlich große Zahl von Gewinnwarnungen, teilweise begründet mit der sich abschwächenden Konjunkturdynamik, mehr aber durch steigende Faktorkosten (Inflation wird wieder sichtbar: Rohstoffkosten, Ölpreise, Lohnsteigerungen), und verschiedentlich bedingt durch Punkt 3
3. Politisch verursachte Unsicherheiten in einer seit langem nicht mehr gesehenen Häufung:
 - Brexit: Mit jedem Tag wird der Unsinn sichtbarer, was aber die britische Regierung, wahrscheinlich aus Angst vor lautstarken Populisten nicht daran hindert, den beschlossenen Weg weiter zu gehen. In den Zahlen noch nicht zu sehen, aber mit spürbaren Konsequenzen, wenn keine sinnvolle Lösung gefunden wird. Das berücksichtigt der Markt bereits heute.
 - Italien: Hier ist die Regierung offensichtlich der Ansicht, dass die gegenwärtigen Probleme unterschiedliche Ursachen haben, die aber alle nicht in Italien liegen, und dass ökonomische Gesetze nicht für Italien zu gelten scheinen. Wenn der italienische Bondmarkt die Regierung zwingen wird, sich wieder an ökonomischen Gesetzen zu orientieren, wird dies ebenfalls Auswirkungen auf andere Bereiche der Finanzmärkte haben. Allerdings sind wir hier schon einen Teil des Weges gegangen.
 - In Deutschland, aber auch anderen Staaten, sind keinerlei Bemühungen um die Förderung von Wachstum zu sehen, vielmehr aus Angst vor populistischen Strömungen eine Umverteilungssorgie, die die nächste jagt.
 - Gerichtsentscheidungen, deren Konsequenzen Unternehmen unmittelbar oder durch politischen Druck wie im Fall der Autohersteller dreistellige Millionen-Beträge kosten. Das kostet nicht nur Gewinne, sondern senkt auch die Bewertung, betrifft aber nur einzelne Fälle.
 - Als einzelne Maßnahme die Umstellung der Abgasmessung auf den WLTP-Standard, der die deutsche Autoindustrie, obwohl es eigentlich nur eine Formalie ist und bei etwas mehr Zeit geräuschlos abgelaufen wäre, mit einem Ergebnisschaden von mehr als einer Milliarde Euro belastet, somit auch den deutschen Fiskus mindestens mehrere Hundert Millionen Euro kostet. Der scheint es ja zu haben, außer wenn Steuersenkungen diskutiert werden. Zudem drückt auch dies das Sentiment.
 - Und natürlich als wichtigster Punkt, die USA: Handelsstreitigkeiten, die für Unternehmen handfeste Konsequenzen haben, entweder in Form von Zöllen oder in Form von Produktionsanpassungen. Damit zusammenhängend Gegenmaßnahmen insbesondere aus China, die z.B. zu den Gewinnwarnungen von Daimler und BMW beigetragen haben. Die ganze Diskussion hat, auch wenn zurzeit wieder etwas zurückgerudert wird, einen erheblichen negativen Einfluss auf die allgemeine Stimmung, denn hierdurch wird nichts Anderes in Frage gestellt als eine wesentliche Säule der Architektur der Weltwirtschaft.
4. Der letzte, vielleicht aber überragende Grund für die Eintrübung an den Märkten ist die Zinswende in den USA und damit wahrscheinlich auch im Rest der westlichen Welt. Die Zinsen liegen wieder auf einem Niveau, das aus heutiger Sicht für viele Investoren nach den Jahren der Dürre wieder



als investierbar erscheinen dürfte, auch wenn die Realverzinsung angesichts der steigenden Inflationszahlen weiterhin bescheiden ist. Insofern ist der Druck, zumindest im Dollarraum, Geld schnell zu reinvestieren, gesunken. Zudem beeinträchtigt dies auch Staaten, vor allem einige Schwellenländer, die sich bei tiefen Zinsen gerne in Dollar finanziert haben und nun mit steigenden Zinsen und Dollarkursen zu kämpfen haben.

Im letzten Jahr lief in der Weltwirtschaft alles wie am Schnürchen. Ausnahme waren vielleicht die immer noch grassierenden Nachwehen der Finanzkrise, die zu einem im Vergleich zur Vergangenheit deutlich gesteigerten Bedarf an tatsächlicher oder nur gefühlter Sicherheit führten. In den Jahren vor 2017 schlug sich dies in einer hohen Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Investments nieder und zu entsprechend hohen Risikoprämien bei Investments, deren Qualität als unterdurchschnittlich eingestuft wurde. 2017 erschien die Risikobereitschaft in der Realwirtschaft erstmals seit vielen Jahren wieder auf dem Weg der Normalisierung. Jetzt ist die Unsicherheit zurückgekehrt und hat sich in einer noch weiteren Ausweitung der Risikoprämien für die „unsichereren“ Cash-Flows niedergeschlagen.

FPM-Sicht und -Ausrichtung

Dies lief anders als von uns erwartet. Wir sahen eine Normalisierung der Wachstumserwartungen als zwingend und keinesfalls dramatisch an. Steigende Rohstoffkosten werden, wenn auch mit Zeitversatz, üblicherweise an die Kunden weitergereicht, so dass sich nach einem gewissen Ruckeln wieder eine Normalisierung der Margen einstellt, vom Wegfallen gelegentlicher Windfall Profits einmal abgesehen. Und insbesondere sahen wir mit den steigenden Inflationsraten und Zinsen die Aktien hoch bewerteter Unternehmen mit stabilen und wachsenden Cash-Flows als gefährdet an. Letzten Endes sinkt der Barwert eines Assets, einfach nachvollziehbar am Beispiel einer Immobilie, mit steigenden Zinsen. Insofern leuchtet es nicht gerade ein, warum man in Unternehmen investieren soll, die eben nicht in der Lage sind, steigende Inflationsraten an ihre Mieter weiterzugeben. Gleiches gilt für Unternehmen, deren weit in der Zukunft liegende und gegenüber heute deutlich höhere erwartete Gewinne höher abgezinst werden. Dagegen sind „normalere“ Unternehmen mit einer guten Marktpositionierung in der Lage, steigende Kosten mehr oder weniger zügig an ihre Kunden weiterzureichen. Sollte dies nicht der Fall sein, gäbe es ja auch keine steigenden Inflationsraten. Soweit die Theorie.

Jetzt zur Praxis. Unsere Ausrichtung hatte eine stabile Risikoprämie unterstellt, genauer: einen stabilen Verlauf der Kurve mit den Risikoaufschlägen in Relation zu den zugrundeliegenden Risiken, die aufgrund der traumatischen Erfahrung mit der Finanzkrise sowieso deutlich steiler lief als dies früher der Fall war. Heutzutage erwartet ja offensichtlich jeder zweite Marktteilnehmer in Kürze die nächste, noch größere Finanzkrise. Es kam anders: Dank der genannten wachsenden Unsicherheiten ist eine Normalisierung der Risikoprämien eben nicht eingetreten, vielmehr ist der Verlauf der Risikoprämien noch steiler geworden als er bereits war, ablesbar eben am Spektrum und der Divergenz in der Bewertung der Aktien in den verschiedenen Marktsegmenten.

Auch wenn dies ärgerlich ist und wir diese Entwicklung gerne vermieden hätten: Es ist letztendlich das Ergebnis unseres Investmentstils. Es ist nicht die Aufgabe, Extremsituationen zu prognostizieren und sich darauf einzurichten, wie beispielsweise die heutigen massiven Divergenzen in der Bewertung zu

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



antizipieren, sondern auf bestimmte Entwicklungen zu reagieren. Extremsituationen zeichnen sich dadurch aus, dass sie selten eintreten, sonst wären sie ja nicht extrem. Wenn man diese immer berücksichtigen würde, käme kein Investment in Frage: Irgendetwas kann immer schiefgehen, selbst bei Staatsanleihen, z. B. dank steigender Zinsen. Und mit Liquiditätshaltung hat man eine Garantie: auf Dauer wird man durch die Inflation enteignet.

Erhebliche Chancen aus unserer Sicht

Wir sehen in der gegenwärtigen Situation eine erhebliche Chance, allerdings unter einer Voraussetzung: Die Wirtschaft entwickelt sich über die nächsten Quartale weiter mehr oder weniger normal weiter, also das, was heute der Konsens ist und was auch das wahrscheinlichste Ergebnis sein dürfte. Wenn sich die politischen Unsicherheiten normalisieren sollten oder eine gewisse Gewöhnung und ein Umgehen mit der neuen Lage eingestellt hat, sollten sich auch die Risiko-Spreads wieder normalisieren. Die steigenden Zinsen sind bei den Bewertungen der normalen Unternehmen angesichts der tiefen KGVs (5-10 bei „Standardunternehmen“) aus unserer Sicht bereits berücksichtigt. Bei einem weiteren Aufschaukeln, einem weiteren massiven Anstieg der Ölpreise oder einem Ausbreiten der Finanzierungsprobleme einzelner Emerging Markets (das sind die Länder, deren Bonds angesichts geringer Verschuldung vor ein paar Jahren noch auf eine riesige Nachfrage in westlichen Anlegerkreisen trafen) gilt das natürlich nicht mehr. Allerdings ist das wahrscheinlich weitgehend in den heutigen Kursen berücksichtigt. Als relativ gesehen positive Entwicklung zeichnet sich zurzeit ab, dass die Kurse bei den niedrig bewerteten Aktien in den letzten Wochen in eine mögliche Bodenbildung eingetreten sind, während die hoch bewerteten Titel schwächer werden. Das könnte ein Hinweis darauf sein, dass die Korrektur bereits weit fortgeschritten und sich in ihrer Endphase befindet.

Die größte Gefahr, die sich aus unserer Sicht im Augenblick zusammenbraut, ist das Überschießen der US-Wirtschaft: 6 % Nominalwachstum, Zinsen von gut 3 % und ein Haushaltsdefizit von 5 % (und steigend) sind in keiner Form nachhaltig. Aber daran stört sich im Jahr 2018 kaum jemand: Die Party ist im vollen Gange, und der Rest der Welt darf nur zuschauen. Das Aufräumen nach der Party ist dann ein Thema für die Jahre nach 2020. Bis dahin haben die Risikoprämien und damit die Bewertungen jede Menge Zeit für eine Normalisierung. Und zwar in beide Richtungen.

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.