



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Raik Hoffmann – 1/2019 vom 05.06.2019

Mehr Klarheit wünschenswert – dafür historisch hoher Abstand zum Intrinsic Value in unseren Portfolios

Raik Hoffmann – Fondsmanager der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1997
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany Small/Mid Cap, FPM Funds Ladon – European Value, Spezialmandat der Sycomore Asset Management, Paris

- Weiterhin massives Auseinanderlaufen zwischen Value und Quality/Growth
- Beispiel Heidelberg: Zweifel an Effizienz der Kapitalmärkte
- Unsere Stiltreue ist nicht mit Sturheit zu verwechseln

1

Ampel noch nicht auf Grün gesprungen

Nachdem wir in unserem Ausblick für dieses Jahr bis Sommer eine eher verhaltene konjunkturelle Entwicklung aufgrund der anhaltenden Schwäche des für Deutschland wichtigen verarbeitenden Gewerbes erwartet hatten, gefolgt von einer Rückkehr zu Trendwachstum in der zweiten Jahreshälfte, war eigentlich die Erwartung, mit diesem Update „grünes Licht“ geben zu können: Klarheit bei den Handelskonflikten sowie verbesserte Frühindikatoren, die unsere Annahme untermauert hätten, wären dafür hilfreich gewesen. Während das Handelsthema vor kurzem noch „vermeintlich gelöst“ schien, stellt sich die Situation heute eher als der Machtkampf zweier großer Rivalen dar. Dies ist ein schlechteres Szenario, welches wir im Rahmen unseres

FPM-Jahresausblicks genannt, aber nicht erhofft hatten. Auch die weltweiten Frühindikatoren zeigen noch keine Trendwende an. Doch dazu später mehr.

Quality/Growth derzeit gefragter als Value

Während die Märkte, schaut man auf die reinen Indexstände, scheinbar von „Rot“ auf „Grün“ geschaltet hatten, fällt die genaue Betrachtung etwas anders aus. Angetrieben von dem Zinsschwenk, insbesondere durch die US-Notenbank, konnten die Aktienmärkte bis zuletzt wieder deutlich zulegen. Allerdings zeigt ein Vergleich der Investmentstile, dass Quality und Growth – am besten noch in Kombination – Value wiederum deutlich geschlagen haben. Nachdem

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



die steigenden Zinsen im zweiten Halbjahr 2018 zunehmend die Aktien belastet hatten, wurden durch die Kehrtwende der Notenbank wieder die alten „animal spirits“ befeuert. Niedrige Zinsen rechtfertigen höhere Bewertungen. Bei aber weiterhin unsicheren Wachstumsaussichten kauft man dann eben am besten Quality Growth. Die Unternehmen sind zwar zum Großteil sportlich bis extrem hoch bewertet, aber gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen aus Sicht mancher Investoren immer noch ein Schnäppchen.

Heideldruck: Kapitalmärkte wirklich effizient?

Zwar wurden seit Jahresanfang auch bei einzelnen Aktien in unseren Portfolios die größten Übertreibungen wieder nach unten korrigiert, aber im Großen und Ganzen wird weiterhin kein Goodwill gezeigt bzw. einzelne Aktien verloren weiter an Wert. So konnte z. B. Heidelberger Druckmaschinen AG seine angekündigten Ziele erfüllen, aber ein Umsatz- und Ergebnisausblick auf Vorjahresniveau und eine Verschiebung der mittelfristigen Ziele aufgrund der weltweiten Unsicherheiten ließen die Aktie nochmal massiv einbrechen. Aktuell handelt die Aktie fast auf dem Niveau von 2012, als die Firma bei hohen Verlusten kurz vor der Insolvenz stand und zu massiven Restrukturierungen mit unsicherem Ausgang gezwungen war. Dass Heidelberger Druck mittlerweile umgebaut wurde, deutlich profitabler ist, eine verbesserte Bilanz vorweisen kann, in den nächsten Jahren bereits absehbar weitere Kostenentlastungen kommen und durch das neue Subskriptionsmodell Umsätze und Erträge in die Zukunft verschoben werden, scheint nicht zu interessieren. Die Aktie hat seit Sommer 2018 über 60 % an Wert verloren. Der Markt hat ja

angeblich immer Recht, allerdings kommen einem hier schon Zweifel an der angeblichen Effizienz der Kapitalmärkte. Dieses Beispiel zeigt aber exemplarisch die Herausforderung, mit der wir als Value-Investor aktuell konfrontiert sind. Für (vermeintlich) stabile und risikolose Geschäftsmodelle werden zum Teil exorbitante Bewertungen aufgerufen, die wir allerdings nicht bereit sind zu zahlen. Ganz einfach, weil diese Aktien – ähnlich wie Bundesanleihen – allenfalls in wenig denkbaren Extremszenarien sinnvolle Investments wären. Auf der anderen Seite gibt es jede Menge sehr günstig bewertete Unternehmen, deren einziger Makel es ist, dass die Entwicklung der nächsten Jahre etwas schwerer vorherzusagen ist. Nicht so, dass man keinen Bewertungsrahmen darüberlegen kann, aber leider auch nicht so, dass man das laufende oder das nächste Jahr präzise prognostizieren könnte. Value-Investoren und Stockpicker werden hier allerdings mit so hohen Discounts entschädigt, dass bei einem längeren Investmenthorizont paradiesische Zustände herrschen. Die oft kurzfristige Perspektive der Kapitalmärkte kann aber leider temporär zu einer relativen Underperformance führen, was die Geduld unserer Investoren aktuell auf eine harte Probe stellt. Um diese relative Underperformance auszuschließen, müssten wir auch in unseren Augen überbewertete Aktien in der Hoffnung kaufen, dass sie noch eine Weile weiter outperformen – eine Woche, einen Monat oder ein Jahr, wer weiß das schon. Man würde letztendlich auf eine weitere Outperformance einer zu teuren Aktie spekulieren – das genaue Gegenteil von Investieren. In preiswerte Unternehmen zu investieren und darauf zu setzen, dass sich die Kurse irgendwann wieder am fairen Wert

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



orientieren, ist in unseren Augen die langfristig überlegene Investmentstrategie. Auch wenn unsere Stiltreue aktuell wie Sturheit aussieht, hat unsere Treue zu unserem Wertemaßstab und Bewertungsrahmen ohne Wenn und Aber mehrfach zu sehr erfreulichen Ergebnissen für unsere Investoren geführt.

Bewertungsdiskrepanz als Chance

Wie schon im letzten Update geschrieben, gibt es an den Finanzmärkten immer wieder einen „Return to the Mean“. Bewertungsdiskrepanzen, insbesondere extreme, sind nie von Dauer, wann sie jedoch verschwinden, weiß man erst im Nachhinein. Wahrscheinlich braucht es dafür leicht steigende Zinsen (zumindest definitiv keine negativen zehnjährigen Bunds) und ein etwas besseres Inflationsumfeld bzw. -zuversicht. Die Bewertungen sind mittlerweile jedoch so massiv auseinandergeklaffen, dass das Chance-/Risiko-Profil für unseren Investmentstil immer attraktiver geworden ist. Allein das Ausbleiben einer Deflation dürfte als Unterstützung für Value-Aktien ausreichen. Ob dies bereits kurzfristig reichen wird vor dem Hintergrund eines weiter unsicheren Umfelds, muss sich zeigen.

Szenarien zum Handelskonflikt

Leider ist es in den letzten Wochen ziemlich offensichtlich geworden, dass der „Handelskonflikt“ uns leider länger begleiten wird. Falls es überraschend doch noch zu einer Lösung kommen sollte, wird dies wohl eher ein vorübergehender Waffenstillstand als eine langfristige Lösung sein. Dieser Einschätzung liegen weniger die jüngsten

Zollerhöhungen zu Grunde, als vielmehr die Eskalation um Huawei. Spätestens jetzt ist klargeworden, dass nicht Handelsbilanzdefizite, sondern (geo)politische und strategische Überlegungen eine übergeordnete Rolle spielen. Durch diesen Schritt werden Silicon Valley & Co. Milliardenumsätze verlieren, durch eine immer noch mögliche Einigung vielleicht nicht sofort, aber sehr wahrscheinlich mittelfristig. China wird versuchen, noch schneller unabhängig von amerikanischer Technologie zu werden. Die wie immer großzügig subventionierten Pläne zum Aufbau einer eigenen Halbleiterindustrie werden ja schon länger verfolgt und mit Sicherheit weiter beschleunigt. Dies wird unabhängig davon sein, ob man sich nicht doch noch irgendwie „einigt“. Dass Trump dieses Risiko eingegangen ist, zeigt die (neue?) Qualität dieses Konfliktes. Gleichzeitig reduziert dies auch eine wirkliche Einigungsbereitschaft beider Seiten. China versucht seit vielen Jahren, sich einseitig Vorteile zu verschaffen (Subventionierung/Schutz von Industrien und Staatsbetrieben zur Schaffung von globalen Champions, geostrategische Expansion in rohstoffreiche Länder, Aufschütten von Inseln in fremden Hoheitsgebieten ...) und wird dies wohl eher forcieren als einstellen und die USA scheinen dies nicht länger hinnehmen zu wollen. Ob vor diesem Hintergrund noch hohe Bewertungen für Technologiewerte angemessen sind, sollte zumindest kritisch hinterfragt werden. Vielleicht ist dies der Auslöser, welcher die absolute Fokussierung des Marktes auf Quality Growth beendet.

Der Markt preist ein, dass Europa in dieser Situation nur verlieren kann. Sollte es keine Lösung geben, wird Europa aufgrund der größeren Exportabhängigkeit stärker als die USA unter der

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



globalen Unsicherheit leiden. Sollte es doch irgendeine „Lösung“ geben, wird Trump als nächstes mit Autozöllen gegen Europa vorgehen. Gleichzeitig wird Europa zunehmend unter Druck geraten, sich auf eine Seite zu schlagen – bei den Meinungsverschiedenheiten in Europa kein leichtes Unterfangen. Zu allem Überfluss kommen von unserer Bundesregierung seit Jahren Gesetze, die die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands reduzieren anstatt sie zu verbessern.

4 Dass der Handelskrieg uns eine Rezession bescheren wird, halten wir für nicht wahrscheinlich. Genau dieses aber preist der Markt in Teilssegmenten des Marktes ein. Unsicherheit ist Gift für die wirtschaftliche Dynamik. Wirtschaft ist zum Großteil Psychologie, und folglich führt die aktuelle Unsicherheit zum Verschieben von Investitionsentscheidungen. Wenn man nicht weiß, ob es z. B. Zölle auf Autos zwischen den USA und Europa geben wird, verschiebt man nicht dringend nötige Investitionen. Dasselbe gilt für den Brexit. Als solcher keine Katastrophe (der Wechselkurs wird es im Zweifel richten), aber ohne die zukünftigen Rahmenbedingungen zu kennen, wird eben auf Sicht gefahren. Und die chinesischen Konsumenten, ohnehin durch einen gewissen kollektiven Herdentrieb gekennzeichnet, halten sich beispielsweise beim Kauf von (vor allem chinesischen) Autos weiter zurück, was die deutschen Zulieferer mehr als die deutschen Autohersteller trifft. Selbst die Senkung der Mehrwertsteuer konnte im April und im Mai keine Trendwende bewirken. All dies sind Aussagen, die wir aus unseren Unternehmensgesprächen als Feedback erhalten.

Diese Unsicherheit lässt sich auch an den Einkaufsmanagerindizes oder am Ifo-Index ablesen. Nach einem kurzen Anstieg im März haben sich die letzten Daten wieder abgeschwächt. In den USA geht es in rapidem Tempo abwärts. Dort ist der jüngste Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes auf das Niveau von 2009 (!) gefallen. Einen gewissen Rückgang konnte man erwarten, da die Effekte der Steuerreform und des Stimulus-programms aus 2018 auslaufen (Annualisierung). Bisher bezieht sich die Schwäche weiterhin auf das verarbeitende Gewerbe, während sich der Dienstleistungsbereich noch widerstandsfähig zeigt – wie auch in Deutschland. Somit ist wohl sehr wahrscheinlich, dass ohne eine überraschende „Einigung“ im Handelsstreit das Wachstum unterhalb des Trends liegen wird. Dies wird allerdings auch bedeuten, dass die Geldpolitik extrem locker bleiben wird und damit höhere Bewertungen am Aktienmarkt rechtfertigt, so lange keine kräftige Rezession die Gewinne signifikant unter Druck bringen wird. Wie erwähnt ist allerdings eine Rezession nicht unser Basisszenario, da normalerweise wichtige Voraussetzungen wie Fehlbewertungen, Blasen oder Fehlinvestments außerhalb von China nicht in einem relevanten Ausmaß sichtbar sind. Damit sollte es denkbar erscheinen, dass sich zehnjährige deutsche Staatsanleihen zumindest aus dem negativen Bereich wieder leicht ins Plus bewegen. Das wäre fundamental angesichts des normalen Wachstums mehr als gerechtfertigt und würde den Aktienmärkten als Ganzes nicht schaden, aber unsere Aktien wohl etwas begünstigen.

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



Steigende oder zumindest stabile Inflationserwartungen?

Bleibt die Frage nach der Inflation, die ja quasi für immer vom Markt beerdigt wurde. Steigende Inflationsraten sind nach 40 Jahren Zinsrückgang und Nullzinsen jenseits der Vorstellungskraft. Alternde Bevölkerungen in den westlichen Industriestaaten, Globalisierung, neue Technologien sowie mehr Preistransparenz durch das Internet sind einige der Begründungen. Andererseits braucht man ja gar nicht unbedingt steigende Inflationsraten. 1,5 % bis 2 % wie aktuell in den USA ergeben sich auch für Europa bei ähnlicher Berücksichtigung von Mieten und Wohneigentum, und das sind jetzt keine Zahlen, die deflationsbegründende negative Zinsen rechtfertigen. Wenn man sich fragt, was am Kapitalmarkt anders laufen könnte als die überwiegende Mehrheit es erwartet, dann könnten es genau diese Erwartungen sein. Neben den oben genannten Argumenten für dauerhaft niedrige Inflationsraten und Zinsen gibt es auch durchaus einige Gegenargumente. Nichts, was in den nächsten 6 bis 12 Monaten eine massive Richtungsänderung bewirken sollte, aber langfristig nicht völlig unbeachtet bleiben sollte. Wie gesagt, für steigende Kapitalmarktzinsen würde schon ein Ende der Deflationsdiskussion ausreichen.

Welche Punkte könnten für steigende oder zumindest stabile Inflationserwartungen sprechen? Auch wenn die eingeführten Zölle eine Verschiebung des Preisniveaus darstellen, wirken sie natürlich zusammen mit der Verlagerung von Produktion und Wertschöpfungsketten weg von Billiglohnländern preistreibend. Dass die Globalisierung sich tendenziell wieder umkehrt,

liegt auch an den stark steigenden Löhnen in diesen Ländern. So sind z. B. die Arbeitsmärkte in Osteuropa zunehmend leergefegt, die Lohnsteigerungen liegen mittlerweile teils deutlich im prozentual zweistelligen Bereich. Die weitgehende Vollbeschäftigung in Deutschland, aber auch in vielen anderen Industriestaaten, werden ebenfalls eher preistreibend wirken. Zusammen mit der Tatsache, dass ab dem nächsten Jahrzehnt zunehmend die geburtenstarken Jahrgänge der Babyboomer in den Ruhestand gehen, wird sich die Situation eher weiter verschärfen. Rechtspopulistische Tendenzen werden ebenfalls zunehmend durch Umverteilung adressiert. Alles in allem eine Gemengelage, die eigentlich eher kaufkraftsteigernd und damit auch in der Tendenz preissteigernd wirken sollte.

Wenn man den Klimawandel konsequent weiterdenkt, auch wenn er aufgrund der Größe der Herausforderung wohl so lange wie möglich nur halbherzig adressiert wird, sind auch hier steigende Kosten die einzig logische Konsequenz. Allerdings ist nach der Europawahl zunehmend fraglich, ob ein halbherziges Aussitzen durch die etablierten Parteien funktionieren wird. Produktionsmittel werden obsolet (siehe Kohleausstieg, aber auch in allen anderen Bereichen, die energieintensiv sind), riesige erforderliche Investments in neue Energieträger, Infrastrukturen, usw. sind erforderlich. Dies wird nicht zum Nulltarif zu haben sein. Degradierende Böden, Ernteauffälle durch extremere Wetterbedingungen, zunehmende Skepsis gegen die industrielle Landwirtschaft bei gleichzeitig steigenden Bevölkerungszahlen und mehr Wohlstand (Fleischkonsum) sprechen ebenfalls nicht gerade für in der Tendenz stabile Preise für Nahrungsmittel. Nach 40 Jahren rückläufiger



Inflationsraten sind diese eben auch in den Inflationserwartungen verankert und es wird eine Weile dauern, bis sie sich wieder nach oben verändern. Aber auch nicht völlig unmöglich in unseren Augen.

Aktuelle Unsicherheiten guter Einstiegszeitpunkt?

Alles in allem weiterhin ein durchwachsendes Bild, aber mit Potenzial für ordentliche Renditen am Aktienmarkt. Vielleicht weniger klar als man es sich zu diesem Zeitraum gewünscht hätte, auch weil die Unternehmen teilweise in ihren Prognosen eine bisher nicht absehbare Erholung in der zweiten Jahreshälfte unterstellen, was in den nächsten Wochen nochmals zu Gewinnrevisionen führen könnte. Dennoch lässt sich als Stockpicker derzeit problemlos ein Portfolio mit extrem billigen Aktien zusammenstellen mit Bewertungen, die nur in Zeiten

großer Krisen unterboten werden. Kleinere Rückschläge können kurzfristig nicht ausgeschlossen werden, ist doch die Erholung der Märkte im ersten Quartal den Frühindikatoren vorausgelaufen. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus sowie angesichts der gegenwärtigen Bewertungen sollten sich diese im Rahmen halten. Im Durchschnitt unserer Portfolios haben wir ein Upside von rund 90 % auf den inneren Wert, was historisch gesehen am oberen Rand der Erwartungen liegt. Entsprechend könnten sich die aktuellen Unsicherheiten als guter Einstiegszeitpunkt in unsere Fonds herausstellen.

6

Ihr Raik Hoffmann

Disclaimer: Die in diesem Kommentar 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.