



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 2/2017 vom 07.04.2017

Weiterhin alle Zeichen auf Aktien

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)

- An internationalen Aktienmärkten stabiler Rückenwind durch Konjunktur
- Deutscher Aktienmarkt weiterhin fair bewertet
- Hohe Bewertungsdiskrepanzen zwischen einzelnen Marktsegmenten
- Notenbankpolitik: Erste Anzeichen eines Endes
- Trotz gestiegener Kurse und Tendenzen zur Risikovermeidung weiterhin genug Potential für Aktien

1

Aufschwung in Q1/2017 erscheint sich selbst tragend

Das erste Quartal 2017 verlief an den internationalen Aktienmärkten weitgehend recht erfreulich. Die Konjunktur gab einen stabilen Rückenwind, erstmals seit vielen Jahren macht sich der Eindruck eines sich selbst tragenden Aufschwungs breit. Am weitesten fortgeschritten ist die Entwicklung in den USA, wo sich die Fed endlich bequemte, die Zinsen um einen kleinen Schritt zu erhöhen. In Europa sieht die Situation nicht wesentlich schlechter aus, auch wenn die bestehenden Divergenzen in der wirtschaftlichen Entwicklung weiter bestehen. Wichtig ist dabei zu unterscheiden zwischen der augenblicklichen Entwicklung, die durchaus auch in den südeuropäischen Ländern positiv verläuft, und dem Potential, bei dem es weiter erhebliche Unterschiede zwischen Nord- und Südeuropa gibt, abzulesen an den Arbeitslosenquoten oder den laufenden Haushaltsdefiziten.

Aktien: Favoriten der letzten Jahre profitieren von alten Investitions-Mustern

Die Anleihemärkte haben sich ebenfalls positiv entwickelt, vermutlich dank der Käufe der EZB sowie der sich abschwächenden Inflationsraten, basierend auf dem Auslaufen des Rohstoffpreiseffektes. Dementsprechend zeigten sich auch wieder die alten Muster beim Investieren: Nach anfänglicher Schwäche konnten die Lieblinge der Hausse der letzten Jahre, nämlich Unternehmen mit stabilen Gewinnen, soliden

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



Wachstumsraten und einer überdurchschnittlichen Qualität, die relativen Verluste der letzten Monate teilweise wieder kompensieren. Dagegen mussten die niedrig bewerteten, aber als eher durchschnittlich oder zyklisch wahrgenommenen Unternehmen, einen Teil der Outperformance des zweiten Halbjahres 2016 wieder hergeben.

In Summe ist der deutsche Aktienmarkt weiterhin fair und im Vergleich zum Rentenmarkt unterbewertet. Das mag nahe an einem neuen Rekordhoch etwas überraschend erscheinen, aber der Anstieg der letzten Jahre bewegt sich weitgehend im Rahmen der Gewinnentwicklung sowie der ausgeschütteten Dividenden. Eine Ausweitung der Bewertung fand im Wesentlichen im Segment der stabilen Unternehmen statt, was maßgeblich durch die Entwicklung der Zinsen getrieben gewesen sein dürfte. Allerdings lag die Bewertungsausweitung weit unter dem, was angesichts der Entwicklung, die am Rentenmarkt stattfand, theoretisch angemessen gewesen wäre.

Notenbankpolitik der letzten Jahre zeigt erste Anzeichen eines Endes

Somit sind die Bewertungsdiskrepanzen zwischen den einzelnen Marktsegmenten weiterhin sehr hoch. Wir bleiben bei der Annahme, dass sich die Zinsen nicht auf neue Rekordtiefstände begeben werden, außer die Notenbank bricht zu ganz neuen Ufern auf. Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Entwicklung wäre dies aber vollkommen unsinnig. Stattdessen sind allmählich die ersten Andeutungen einer Endlichkeit der in den letzten Jahren umgesetzten Notenbankpolitik zu vernehmen.

2

Warum ist dies aus unserer Sicht sehr wahrscheinlich? Die Nebenwirkungen der Notenbankpolitik werden immer deutlicher. Anfangs schaffte es die EZB, die Staaten mit großen wirtschaftlichen Problemen aus ihren Liquiditätsnöten zu befreien. Das war der eigentlich weitestgehend positiv zu sehende Teil ihrer Politik. Die Erwartung, dass sich die Krisenstaaten, befreit von dieser Last und mit neuem Mut an die Aufgaben – namentlich die Reformen – begeben werden, hat sich leider nur teilweise bewahrheitet. Die Chancen, die mit einer solchen Politik verbunden wären, wurden von den zuständigen Politikern fast nie erfolgreich in ihrer Wählerschaft vermarktet. Wahrscheinlich wurden sie aufgrund der Sozialisierung der meisten Verantwortungsträger nicht einmal verstanden. (Nur zur Klarstellung: Die Sozialisierung ist nicht nur im Süden nicht immer der Verantwortung angemessen. So ist der deutsche Finanzminister, der gegen den Widerstand der Bundesbank Griechenland zum Euro verholpen hat, bekanntlich von seiner Ausbildung her Lehrer. Auch hatten Wunsch und wirtschaftliche Naturgesetze nichts miteinander zu tun, das ist kein südeuropäisches Privileg.) Insofern wurden in quälenden Jahren die formalen Vorgaben wenn überhaupt mit Hängen und Würgen erreicht, aber insbesondere das Abschaffen wachstumshemmender und korrupter Strukturen oft verschoben und vermieden. Insofern ist es kein Wunder, dass sich eine Aufholdynamik im Süden nicht entfalten konnte.

Jetzt zur Gegenseite: In den solventen Staaten und bei solventen Investoren kam die Niedrigzinspolitik wie bei den schwächelnden Staaten ebenfalls bestens an. Um die Größenordnung darzustellen: Bei einem Finanzvermögen in Deutschland von 5 Billionen (deutsche, nicht amerikanische Billionen) bedeutet eine Verschiebung des Zinsniveaus von einem Prozent eine Umverteilung von fünfzig Milliarden Euro – pro Jahr. Man darf ziemlich sicher sein, dass die EZB-Politik für Deutschland mindestens eine Verschiebung in

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



dieser Größenordnung bewirkt hat. Dies bedeutet, dass die Schuldner um 50 Mrd. € entlastet werden und den Gläubigern der gleiche Betrag vorenthalten wird. An erster Stelle profitiert natürlich der größte Schuldner, nämlich der Staat, so dass der Finanzminister ohne große Anstrengungen als großer Sparkommissar glänzen kann (er profitiert zudem noch vom höchsten Anteil der Steuer am Volkseinkommen, den es in Deutschland je gab, auch aufgrund der kalten Progression, aber das ist ein anderes Thema). Daneben sind die Gewinner beispielsweise Immobilienbesitzer, Immobilienentwickler oder verschuldete Unternehmen. Verlierer sind die Nominalwert-Sparer (offensichtlich nicht die Aktiensparer, wie man sehen kann), Lebensversicherungskunden, aber auch Mieter oder potentielle Immobilienkäufer, die unter steigenden Preisen leiden. Im Großen und Ganzen eine glatte und saubere Umverteilung von unten nach oben, und zwar in einer Größenordnung, die die ganze Gerechtigkeitsdebatte als lächerlich erscheinen lässt. Zuletzt der Hinweis auf den Außenwert des Euro, der nach allen gängigen Maßstäben gegen den US-\$ unterbewertet ist, wovon wiederum eher die Unternehmen und weniger die Konsumenten profitieren: Sie müssen schließlich die verteuerten Importe bezahlen. Allerdings wird, da der Staat eben der Hauptprofiteur der Notenbankpolitik ist, kaum ein Politiker dies beklagen, sonst könnte er/sie sich ja nicht mehr für seine Großzügigkeiten feiern lassen.

Zur Erinnerung: Wozu einst die Unabhängigkeit der Notenbank eingeführt wurde

Für diese Situation wurde einst die Unabhängigkeit der Notenbank eingeführt: Die Bowle wegzunehmen, wenn die Party aus den Fugen gerät. Es ist aus unserer Sicht schlechterdings unvorstellbar, dass die EZB die eingeschränkten Erfolge in den Krisenländern, bedingt durch die Reduktion der Anreize für die zuständigen Politiker, sowie die nicht gewollten Nebenwirkungen in den stabileren Staaten nicht erkennt. Eine unangemessene Politik der EZB hat bereits einmal, durch eine im Wesentlichen auf das damalige Sorgenkind Deutschland ausgerichtete Politik, die viel zu niedrige Zinsen für den europäischen Süden bedeuteten, zu einem Debakel geführt. Ob dies in den ersten zwanzig Jahren des Euro unbedingt wiederholt werden muss? Schwer vorstellbar.

Insofern ist aus unserer Sicht zwingend, dass die EZB ihre Politik in nicht allzu ferner Zukunft ändern wird. Das mag trivial erscheinen. Allerdings: Der Aktienmarkt scheint es eben anders zu sehen. Und darin sehen wir weiterhin die Chance, und zwar für mehrere Jahre.

Diese Chancen bestehen in der Auflösung der Bewertungsdifferenzen zwischen den unterschiedlichen Marktsegmenten wie auch zwischen den Unternehmen, die unter den tiefen Zinsen leiden oder andererseits davon profitieren. Zudem könnte sich aber auch in einer sich normaler verhaltenden Welt, in der Chancen und Risiken wieder gegeneinander aufgewogen werden und in der nicht an allererster Stelle Risiken vermieden werden, unabhängig davon, wie groß die Chancen sind, eine entspanntere Sicht auf die nicht immer superstabilen Unternehmen einstellen. Wie zu sehen, wird Risikovermeidung um jeden Preis eben dauerhaft nicht honoriert: Am deutschen Immobilienmarkt, am deutschen Aktienmarkt wie auch bei den Unternehmen, die sich nicht von den dauernden Krisendiskussionen haben irre machen lassen, sondern ihre Chancen genutzt haben. Anders als die Dauerkrisenpropheten, die egal wo wir gerade stehen immer einen guten Grund finden, warum es gerade jetzt falsch ist Chancen zu suchen, sehen wir trotz der

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



gestiegenen Kurse weiterhin genug Potential am deutschen Aktienmarkt insgesamt und bei einzelnen Bereichen und Unternehmen im Besonderen.

Entspanntere Sicht als die der Dauerkrisenpropheten: Weiterhin genug Potential aus unserer Sicht

Was kann schief gehen? Ein Konjunkturabschwung dürfte angesichts des weitgehend risikoaversen oder zumindest risikobewussten Verhaltens der letzten Jahre so schnell nicht zu befürchten sein. Größere Fehlallokationen von Kapital sind unwahrscheinlich, vielmehr wurden immer wieder die niedrigen Investitionen beklagt, die mit die Ursache für die in den letzten Jahren geringen Produktivitätszuwächse sein dürften. Ausnahmen könnten die Bondmärkte (die eigentlich gerade zur Risikovermeidung gesucht wurden) und möglicherweise China darstellen. Und obwohl der deutsche Aktienmarkt nicht gerade heiß gelaufen ist, dürften die üblichen Schwankungen nicht ausbleiben. Mögliche Themen werden dann wieder einmal irgendwelche Wahlen, der US-Aktienmarkt sowie Zinsbefürchtungen sein. Das sollte dann, falls es so kommt, als Chance begriffen werden.

Auch weiterhin positiv gegenüber Aktien

4
Das größte Risiko bleibt weiter die fehlende Einsicht in ökonomische Notwendigkeiten bei der politischen Führung in Europa, die eben statt zu führen von einer Panikattacke vor irgendwelchen Wahlen in die nächste gerät, Versprechungen macht, die sie nicht halten kann und stattdessen lieber eine Regel nach der anderen verbiegt. Erfreulicherweise ist in unserem System der Staat bei weitem nicht alles. Aber eine populistische Politik, die darin besteht, Schulden ohne Rücksicht auf irgendwen aufzubauen, wird irgendwann ihren Preis haben. Dank der EZB ist dieser Zeitpunkt noch einige Zeit entfernt, nachdem die Staaten die Zinsen auf ihre Staatsschulden auf äußerst tiefe Niveaus führen konnten, die auch noch eine Weile dort bleiben dürften. Allerdings stellt sich die Frage für diesen hoffentlich fernen Tag der Erkenntnis, ob Aktien im Vergleich zu Anleihen und Liquidität dann der schlechtere Platz für ein Investment sein werden. Historisch und ökonomisch ist dies nicht zu belegen. Insofern bleiben wir kurz- und langfristig auf den heutigen Bewertungsniveaus positiv gegenüber Aktien.

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.