



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 3/2017 vom 11.07.2017

In Zeiten der abnehmenden Angstblase

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

- Erstes Halbjahr 2017 verlief solide bis erfreulich – für uns letzteres
- Europa: Mehr Licht als Schatten
- Trendwende hält an – Angstblase nimmt ab
- Underperformance der alten Lieblinge, Zuwächse bei anderen Titeln
- Weiterhin gute Voraussetzungen für unsere Favoriten

Erstes Halbjahr 2017: Rückblick

Das erste Halbjahr 2017 verlief am deutschen Aktienmarkt im Großen und Ganzen solide bis erfreulich. Die FPM Funds verzeichneten darüber hinaus eine deutlich bessere Kursentwicklung und konnten teilweise deutlich zweistellige Gewinne erreichen. Grundlage dafür war die hervorragende Performance einzelner Titel, die trotz ihrer Solidität zuvor eine teilweise extrem niedrige Bewertung verzeichneten. Diese Titel profitierten neben unternehmensspezifischen Entwicklungen von zwei übergelagerten Entwicklungen: Der Stabilisierung der Inflationserwartungen sowie der Tendenz der Notenbanken, die Geldpolitik über die kommenden Jahre in normalere Bahnen zu lenken, sowie die allgemein solidere Konjunktorentwicklung, die sich mittlerweile auch in den ehemaligen Problemregionen Europas bemerkbar macht.

Blick auf Europa

Um es diesmal kurz zu machen mit dem Blick auf Europa: Im ganzen Lärm um die offensichtlich weitgehend inkompetente griechische Staatsführung, die weder liefern will noch liefern kann, ist es erstaunlich, dass bspw. Portugal begonnen hat, seine Schulden beim IWF zu tilgen. Klappt doch, wenn man halbwegs konsequent ist. Mit der Wahl in Frankreich besteht die Chance, dass auch hier sinnvolle



Reformen stattfinden. Bleibt als Wackelkandidat mit einer relevanten Größe eigentlich nur noch Italien. Die strukturellen Probleme dort dürften in diesem Zyklus keine Rolle mehr spielen, nachdem sich auch hier Verbesserungen abzeichnen, und EZB und EU auch weiterhin nicht den Spielverderber geben wollen.

Auf absehbare Zeit dürfte somit der dominierende Trend der seit ein paar Quartalen zunehmend breitere Aufschwung sein, gestützt durch die Stabilisierung des Bankensystems. Neben einer deutlich verbesserten Kapitalausstattung wird im Bankensystem nach und nach deutlich, dass die sich positiv entwickelnde Kreditvergabe nicht erneut mit weiteren Regulierungsverschärfungen abgewürgt wird. Global gesehen ist wie in Europa kein beeindruckendes Wachstum zu verzeichnen. Allerdings sind auch hier die Verwerfungen, die insbesondere von den Rohstoffmärkten ausgingen, mittlerweile eingedämmt und stellen keinen unmittelbaren Stress mehr dar.

Finanzmärkte: Trendwende bei den großen Themen

Was bedeutet dies für die Finanzmärkte? Es könnte zu einer fortgesetzten Trendwende bei den großen Themen der letzten Jahre kommen. Der überragende Trend war die Flucht in Sicherheit, die aus unserer Sicht zu einer Blase sicherer und zu einer Deflationierung als unsicher angesehener Anlagen geführt hat. In diesen Trends haben sich die Bewertungen zwischen den einzelnen Bereichen massiv auseinanderentwickelt. Zu beobachten war dies bei den Währungen, den Zinsen, den Emittenten mit unterschiedlichen Bonitäten, aber natürlich auch in unserem Metier, dem Aktienmarkt. Beginnend im Laufe des letzten Jahres haben sich die Vorzeichen gedreht, und trotz gelegentlicher Rücksetzer hat sich dieser Trend bis heute fortgesetzt.

So ist der US-Dollar, obwohl ein Großteil der Marktteilnehmer eine Parität zum Euro prognostiziert hat, als sicherer Hafen nicht mehr so nachgefragt, bleibt aber auf der Basis der Kaufkraftparität weiter deutlich überbewertet. Die Zinsen für US- und deutsche Staatsanleihen sind gestiegen, letztere trotz weiterer Anleihekäufe der EZB. Die Inflationserwartungen sind weiter niedrig, haben sich aber ebenfalls stabilisiert. Dies hat über die letzten zwölf Monate zu einer deutlichen Underperformance der als sicher angesehenen Aktien geführt. Zu nennen sind hier natürlich an erster Stelle Aktien aus stabilen Branchen wie dem Gesundheitswesen oder Immobilienaktien. In den letzten Monaten wurde dieser Kreis erweitert durch Aktien von Unternehmen, die vielleicht zyklisch sind, aber über eine hohe Qualität verfügen: Nach einer teilweise grandiosen Performance haben Vertreter mit diesem Profil begonnen zu schwächeln. Dagegen waren es die Unternehmen, die unter den tiefen Zinsen litten wie bspw. diejenigen mit (durch eben die tiefen Zinsen) aufgeblähten Pensionsverpflichtungen, aber auch Zykliker mit einer durchwachsenen kurzfristigen Historie oder Finanzwerte, die seit Mitte des letzten Jahres deutlich zulegen konnten. In diesen Fällen führte in den letzten Jahren die Flucht in als solche wahrgenommene Qualität zu einer teilweise massiven Unterbewertung, die sich nun begonnen hat zu korrigieren.

Ob etwas Qualität ist oder nicht erfährt man manchmal erst, wenn sich die Rahmenbedingungen ändern. Verschiedene Aktien, die heute als erstklassig angesehen werden, standen vor einigen Jahren aus unterschiedlichsten Gründen ganz anders da. Insofern sehen wir neben der hohen Bewertung mancher

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



Aktie durchaus die Gefahr, dass sich Rahmenbedingungen wieder ändern können und die Qualität doch nicht so groß ist wie sie in Zeiten der Angstblase wahrgenommen wurde.

Kurspotential unserer Favoriten

Für eine weitere Fortsetzung der Outperformance der von uns favorisierten Durchschnittsaktien ist aus unserer Sicht eine nachhaltige Stabilisierung der gegenwärtigen Lage ausreichend. Selbst bei den aktuell aus historischer Perspektive gesehen immer noch extrem niedrigen Zinsen wären diese Durchschnittsaktien weiterhin deutlich unterbewertet. Setzt sich die Konjunkturerholung fort, verbunden mit einem weiteren allmählichen Anstieg der Zinsen, wäre die Unterbewertung nur noch deutlicher. Man muss sich im Klaren darüber sein, dass diese Bewegung auch Gegentrends sehen wird. Und dass das Ganze ungefähr in einem Tempo abläuft, mit dem sich Gletscher bewegen. Aber, wie man gesehen hat, können diese Trends Jahre dauern und zu enormen Bewertungsverschiebungen führen. Wir glauben, dass wir erst am Anfang des Abbaus der Angstprämien stehen. Aber, um es nochmals zu sagen: Selbst wenn sich die heutigen Rahmenbedingungen nicht ändern sollten, sehen wir angesichts der immer noch existierenden Bewertungsdifferenzen ausreichendes Kurspotential in den nächsten Quartalen.

3

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.