



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2018 vom 30.01.2018

2018: Weiterhin Zuversicht aus unserer Value-Perspektive auf Deutschland

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

- Erfreuliches Jahr 2017 an den internationalen Aktienmärkten – und ein äußerst erfolgreiches FPM-Jahr 2017
- Notenbankpolitik zeigt 2017 erstmals auf einer breiten Ebene ihre Wirkung in der EU
- Sinkende Unsicherheit und ein sich selbst tragender Aufschwung
- Sich fortsetzende Trends auch im Jahr 2018
- Die alten Risiken sind die neuen Risiken – und das bei einer erhöhten Bewertung
- 2018: Weiterhin Chancen durch aktives Management

Das FPM-Jahr 2017: Äußerst erfreulich

Das Jahr 2017 erwies sich an den internationalen Aktienmärkten als erfreulich - und auch als äußerst erfreulich für unsere Investoren. Regelmäßig wurden, gemessen an den Indizes, deutliche zweistellige Gewinne erzielt, wobei die FPM Funds ihre Vergleichsindizes zwischen deutlich mehr als 10 % bis hin zu 30 % übertreffen konnten. Dies basierte nicht auf einer besonders aggressiven Anlagestrategie, sondern auf dem Ausnutzen der in den letzten Jahren entstandenen Bewertungsdiskrepanzen zwischen den unterschiedlichen Segmenten im Aktienmarkt, die an dieser Stelle regelmäßig beschrieben worden sind: Die hohen und teilweise nur durch die extrem niedrigen Zinsen zu rechtfertigenden Bewertungen von Unternehmen mit einer hohen Qualität und einer guten Prognostizierbarkeit ihrer Gewinne einerseits und andererseits der tiefen Bewertung von Unternehmen, die eine eher durchschnittliche Qualität und eine überdurchschnittliche Zyklizität aufweisen. Daneben gab es noch verschiedene Sondersituationen, die wir ausnutzen konnten, die aber einem vergleichbaren Muster unterlagen.

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



Folgen der Notenbankpolitik: Umverteilung, Erkaufen von Zeit und endlich auch höhere Investitionen

Was war die Ursache für diesen Stimmungsumschwung? 2017 war das Jahr, in dem die ultralockere Geldpolitik erstmals auch in der EU auf einer breiten Ebene ihre Wirkung zeigte. Zudem zeichnete sich ab, dass die Bankenregulierung sich nicht weiter verschärfen wird, sondern auf die bereits massiv erhöhten Eigenkapitalanforderungen nichts mehr draufgesattelt wird.

Die Notenbankpolitik hat zwei Folgen: Zum einen bewirkt sie durch den Ankauf von Anleihen, dass sich einerseits die Zinsen und andererseits die Risikoprämien auf einem Niveau befinden, das deutlich unter dem liegt, was sich am Markt ergeben würde. Dadurch werden Schuldner entlastet und können die Schulden besser tragen, wovon aufgrund der reduzierten Risikoprämien insbesondere die Schuldner mit einer schwachen Bonität profitieren. Nimmt man an, dass die Zinsen für Deutschland um 1 % niedriger sind als sie angesichts der Rahmenbedingungen sein sollten, entlastet dies den deutschen Staat zu Lasten seiner Gläubiger in einer Größenordnung von 20 Mrd. € p. a. Gemessen am deutschen Finanzvermögen beträgt die Umverteilung von Gläubiger an Schuldner unter dieser Annahme ca. 50 Mrd. € p. a., und europaweit liegen die Zahlen im dreistelligen Milliardenbereich. Das führt dazu, dass zwar Strukturen, die nicht überlebensfähig wären, konserviert werden, was auf Dauer das Wirtschaftswachstum bremst, andererseits aber auch Zeit gekauft wurde, um Reformen umzusetzen. Das ist teilweise geschehen, wenn auch nicht immer im gewünschten Umfang, und insofern bleibt die Frage, ob insbesondere einzelne Staaten auf Dauer tragfähige Strukturen haben. Wir bezweifeln das, aber das wird frühestens in einiger Zeit zu einem Thema werden.

Neben der Umverteilung und dem Kaufen von Zeit hat die Notenbankpolitik dazu geführt, dass sich Investitionen leichter rechnen: Mit den tiefen Zinsen sind geringere Renditen ausreichend für einen Überschuss. Das hat der Aktienmarkt, insbesondere bei den Unternehmen mit stabilen Perspektiven, vor allem aber der Immobilienmarkt bereits in den letzten Jahren bestens verstanden. Dass es aber zu höheren Investitionen sowie zu einem gesteigerten Konsum kam: Dies hat Zeit erfordert. Wie die alte Regel sagt: Die Notenbank kann die Kühe an die Tränke führen, saufen müssen sie schon selbst. Was im letzten Jahr dazu geführt hat, dass die Kühe europaweit wieder saufen, dürfte viel mit den klareren Perspektiven für die Banken zu tun haben: Mit einer ausreichenden Kapitalisierung aus Sicht der Aufsicht und in der eigenen Wahrnehmung der Banken selbst ist die Barriere der Zurückhaltung in der Kreditvergabe zu einem großen Teil aus dem Weg geräumt. Der Kreditzyklus hat praktisch überall an Fahrt aufgenommen. Und nicht, dass nun gleich wieder die Warnungen kommen: Die Kreditentwicklung hinkt dem Wirtschaftswachstum in diesem Zyklus weit hinterher. Irgendwann wird es wieder zu einem Überschießen über das angemessene Maß hinauskommen. Davon dürften wir aber noch Jahre entfernt sein.

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



Sinkende Unsicherheit und ein sich selbst tragender Aufschwung

Somit hat sich also die Bremse gelöst, die Unsicherheit ist gesunken, das Ganze mündete in einen sich selbst tragenden Aufschwung, immer noch befeuert von einer extrem expansiven Notenbank. Die Probleme der letzten Jahre werden geringer für die Staaten, die einerseits von einer geringeren Arbeitslosigkeit belastet und andererseits zusätzliche Steuereinnahmen verzeichnen werden, somit also ihre Defizite schrumpfen sehen werden. Das wiederum bedeutet sinkende Unsicherheit für Unternehmen, aber auch Privatpersonen, die nicht mehr wie in den letzten Jahren befürchten müssen, für die Staatsdefizite in Form von steigenden Steuern in Haftung genommen zu werden. Und mit dieser fallenden Unsicherheit, und damit sind wir wieder am Ausgangspunkt, kam der Abbau der extrem hohen Risikoprämien von Aktien derjenigen Unternehmen, die nicht über eine extrem hohe Stabilität verfügen. Da manche dieser Unternehmen gleichzeitig von einer Geschäftsverbesserung profitierten und nicht nur die Bewertung, sondern auch die Gewinne einen deutlichen Anstieg zeigten, kam es zu teilweise massiven Kursanstiegen.

Gegenseite der Medaille waren teilweise Unternehmen, für die nun eine Knappheitsprämie in der Bewertung nicht mehr erforderlich war, nachdem sich die Risikobereitschaft ein Stück weit normalisiert hat. Die Qualitätsunternehmen, die ihre Erwartungen nicht ganz erfüllen konnten, verzeichneten trotz eines soliden Bullenmarktes teilweise deutliche Verluste. Insofern war, wie ebenfalls an dieser Stelle bereits oft beschrieben, die vermeintlich risikoaverse Strategie des Investierens in erstklassige Unternehmen eben nicht mehr risikoarm: Hier wurde das Risiko einer überdehnten Bewertung schlichtweg ignoriert.

3

Blick nach vorn I: Sich fortsetzende Trends

Zwei, und zwar die wesentlichen Aspekte, sprechen aus unserer Sicht dafür, dass sich die Trends aus 2017 im neuen Jahr fortsetzen werden. Zum einen haben sich die Bewertungsdivergenzen zwar deutlich reduziert, sie sind aber nicht verschwunden. Die Titel unter den Aktien mit einer überdurchschnittlichen Qualität, die im letzten Jahr nicht enttäuscht haben, weisen weiterhin eine deutlich höhere Prämie zum Rest des Marktes auf als dies nachhaltig der Fall sein dürfte. Anders Qualitätsaktien, die die Erwartungen nicht erfüllen konnten: Hier sind aus unserer Sicht – und zwar oft aus relativ unbedeutenden oder zumindest nicht nachhaltigen Gründen – die Bewertungsprämien verschwunden. Diese Titel sind aus Bewertungsaspekten wieder kaufenswert.

Allerdings, und dies ist der zweite Aspekt: Wie man in den letzten Jahren feststellen konnte, weisen die Märkte eine zunehmende Abhängigkeit von Gewinn- und Kursmomentum auf. Was läuft, das läuft erst einmal weiter, ohne dass eine Bewertung, die keine Knautschzone aufweist, diese Trends bremsen würde. Das geht regelmäßig so lange, bis eben etwas passiert, und sei es auch wenig nachhaltig, was das Ganze zu einem Ende bringt, mit je nach Bewertungsniveau dann durchaus auch spürbaren Auswirkungen auf die Kurse.

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



Mit der Stabilisierung der Weltwirtschaft sind die Rahmenbedingungen so gesetzt, dass auch die zyklischeren Aktien eine zunehmend stabile Ergebnissituation erreichen, zumindest, dass es eine dahingehende Wahrnehmung gibt. Falls es also keine großen negativen Überraschungen gibt, spricht vieles für die Fortsetzung des letztjährigen Trends. Verstärkt (eben unter dem Aspekt des Investierens nach Trends) wird das Ganze nicht nur durch eine sich verstärkende Zuversicht unter den Unternehmen, die ihre Ziele in einem stabilen Umfeld auch gerne einmal nach oben anpassen sowie durch die Umschichtung der Portfolien von Investoren, die ihre vorsichtige Haltung aufgeben, nachdem diese in einem zunehmenden Ausmaß Rendite kostete. Ein zusätzlicher Gesichtspunkt dürfte sein, dass viele Anleger in den letzten Jahren die Wahrnehmung hatten, dass man trotz tiefer Zinsen mit Anleihen Geld verdienen konnte, sie aber dabei die laufende Verzinsung mit den Kursgewinnen ausstehender Anleihen verwechselt haben. Das dürfte bei der anstehenden Zinswende deutlich werden. Und dann (theoretisch) weiteres Potential für Aktienkäufe in den zuletzt erfolgreichen Kategorien darstellen.

Blick nach vorn II: Die alten Risiken sind die neuen Risiken – und das bei einer erhöhten Bewertung

Als Value-Investoren schauen wir natürlich an erster Stelle auf die Bewertung der Aktienmärkte. Hier sehen wir auf Deutschland bezogen eine relativ neutrale Situation, allerdings mit Bereichen, die eine deutlich höhere Bewertung als in der Vergangenheit aufweisen. Die sehr billigen Investments der Vorjahre sind mittlerweile deutlich teurer geworden, aber weiterhin in der Regel auf einem absolut vertretbaren Niveau. Allerdings mit zwei Einschränkungen: Zum einen profitieren die Gewinne in einem erheblichen Umfang von der guten Konjunktur, teilweise auch von den tiefen Zinsen und oft auch von der niedrigen Bewertung des Euro. Insofern kann sich diese erfreuliche Gewinnsituation im Fall einer Konjunkturabschwächung schnell in Luft auflösen, auch wenn es zur Zeit keinen Anlass gibt, dies in naher Zukunft zu erwarten. Anders könnte sich für manche Unternehmen die Lage bei den Zinsen und der Währung darstellen. Insofern dürfte sich die richtige Aktienausswahl bezahlt machen. Und um das Thema abzurunden: Deutsche Aktien sind vielleicht nicht teuer, in den USA sieht die Lage anders aus. Und dies ist letztlich der globale Leitmarkt, der die Richtung vorgibt, und hier ist das Polster deutlich dünner geworden.

Neben der Bewertung sind die großen Makrorisiken die gleichen wie in den letzten Quartalen: Die vermutlich anstehende Wende bei den globalen Zinsen sowie – wie immer ganz schwer einzuschätzen – die Frage, ob es in China eine Blase gibt oder nicht.

Was die Zinsen angeht ist die Lage eigentlich klar: Das nominale globale Wachstum liegt weit über dem Niveau, das die gegenwärtige Notenbankpolitik noch rechtfertigen würde. In der Vergangenheit lagen die Zinsen in Deutschland bei den gegenwärtigen Rahmenbedingungen eher bei 3–4 % für 10-jährige Staatsanleihen als bei 0,5 %. Auch bei den meisten anderen Staatsanleihen sieht es ähnlich aus, wenn auch nicht in dem Umfang wie bei den Bundesanleihen. Eine Normalisierung dieser Renditen hätte vermutlich erhebliche Auswirkungen auf die Bewertung von Aktien, wenn auch je nach Branche in einem sehr unterschiedlichen Ausmaß. Wann diese eintreten wird (oder ob überhaupt) ist heute nicht abzusehen.

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



Möglicherweise gibt es in der Erwartung einer Einstellung des Ankaufsprogramms der EZB erste Bewegungen. Das ist zwar alles Spekulation, man sollte es aber immer im Hinterkopf behalten.

In China ist nichts klar. Es gibt ein Riesenpotential, das Land ist auf Wachstum und zunehmenden Wohlstand ausgerichtet und nicht auf die Verwaltung des Erreichten, hat dies aber auch erkauft mit einem explodierenden Kreditvolumen (und Umweltbelastungen, die aber vielleicht ohne ganz große Wachstumsbeeinträchtigungen reduziert werden können). Wie das ausgeht: Das weiß vermutlich niemand, es ist aber ebenfalls ein beträchtliches Risiko, auf das man ein Auge haben muss. Nur um die Abhängigkeiten an einem Beispiel zu verdeutlichen: Die deutsche Autoindustrie dürfte mindestens ein Viertel ihrer Gewinne in China erzielen, im Fall von VW möglicherweise noch deutlich mehr.

Daneben sind es natürlich wie immer die kurzfristigen Aspekte wie das Timing eines Zinsschrittes der Notenbank, überraschende Inflationssprünge (der Ölpreis hat sich seit dem Tiefstand vor zwei Jahren verdreifacht!!), die dann vielleicht nicht mehr wie in den letzten Jahren positiv gesehen werden, und zuletzt wie immer die politischen Risiken (deren Auswirkungen wir, wie ebenfalls immer, als nicht besonders relevant ansehen). Alles nichts Neues, aber vor dem Hintergrund einer erhöhten Bewertung vielleicht nicht mehr ganz so leicht auszusitzen wie in den letzten Jahren.

5

2018: Weiterhin Chancen durch aktives Management

Alles in allem also kein No-Brainer, sondern ein Umfeld, das profitabel sein müsste, in dem allerdings aktives Portfoliomanagement eine größere Rolle als in den letzten Jahren spielen könnte. Aber selbst steigende Zinsen werden unserer Einschätzung nach historisch gesehen immer noch niedrige Zinsen sein, und durch die Kombination mit einer immer noch verbreiteten großen Skepsis (in Richtung EU, Banken, Konjunktur usw.) tendieren wir dazu, per Saldo deutlich mehr Chancen als Risiken zu sehen.

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.