



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 2/2018 vom 10.04.2018

Weshalb die Entwicklungen in Q1/2018 ein Intermezzo bleiben dürften

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

- Hochschießende Volatilität belastete die Aktienmärkte
- 2018 zeichnet sich eine Normalisierung der Wachstumsraten ab
- Ursachen für Entwicklungen in Q1/2018 sind finanzmarktmanent
- Allgemeine Definition von Risiko ist Volatilität, unsere ist der dauerhafte Verlust von Kapital
- Investoren kehren in alte Verhaltensmuster der letzten Jahre zurück
- Aktienmärkte werden sich auf die Normalisierung der Volatilität in der nächsten Zeit einstellen
- Keine Frühindikatoren für Rezession; Ende der Konsolidierung in den nächsten Wochen wahrscheinlich

Rückblick Q1/2018: Hochschießende Volatilität belastete die Aktienmärkte

Das erste Quartal des Jahres 2018 verlief am deutschen Aktienmarkt nach anfänglichen Kurssteigerungen weniger erfreulich und brachte Verluste auf breiter Front. Die FPM Funds verzeichneten überproportionale Verluste und mussten einen Teil der im letzten Jahr erreichten deutlichen Outperformance wieder abgeben. Ausnahme war der FPM Funds Ladon – aktienlastig mit vermögensverwaltendem Charakter – der durch eine konsequente Absicherung seine Jahresendkurse weitgehend verteidigen konnte. Wie zum Jahresbeginn erwartet kam es an den Aktienmärkten zu einem Anstieg der Volatilität, verursacht durch den Zinsanstieg des letzten Jahres, die Erwartung weiter steigender Zinsen sowie – was die Entwicklung am deutschen Aktienmarkt überproportional negativ beeinträchtigte – den starken Euro. Der dadurch ausgelöste Anstieg der Volatilität entwickelte ein Eigenleben, die Kursschwankungen wurden mit entsprechend negativen Nachrichten untermauert. Angesichts der weiter positiven Entwicklung der Realwirtschaft ist damit auch die Bewertung vieler deutscher Aktien wieder auf ein Niveau gesunken, das eine erhebliche Konjunkturabschwächung impliziert – oder andersherum überproportionale Chancen, sollte diese Konjunkturschwäche nicht eintreten.

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



2018: Normalisierung der Wachstumsraten

Mittlerweile hat die wirtschaftliche Dynamik aus dem letzten Jahr ihren Höhepunkt überschritten. Auch dies war fast zwangsläufig zu erwarten, da das Expansionstempo über den nachhaltigen Wachstumsraten lag und somit irgendwann wieder auf diesen Pfad zurückkommen musste. 2017 war das erste Jahr seit langem, in dem sich so etwas wie ein nachhaltiger selbsttragender Aufschwung in Europa breitmachte. Diese Dynamik kann sich nicht jedes Quartal beschleunigen. Ist das ein Problem? Eigentlich nicht, denn was sich dieses Jahr abzeichnet ist eine normale Konjunkturerweiterung, mit weiterem Wachstum der Wirtschaft, der Unternehmen sowie der Unternehmensgewinne. Ein Problem entstünde dann, wenn es erhebliche Übertreibungen gegeben hätte, sei es in der Bewertung von Aktien oder in Fehlinvestitionen in der Realwirtschaft, getrieben durch zu euphorische Erwartungen. Weder das eine noch das andere ist sichtbar, was eben angesichts der langjährigen vorsichtigen Haltung nach den Erfahrungen der Finanzkrise kein Wunder sein sollte. Allerdings wird diese nachlassende Dynamik gelegentlich als Ursache der Kursschwäche herangezogen. Zudem haben die politischen Unsicherheiten diese Entwicklung vielleicht etwas verstärkt. Allerdings wird auch dies üblicherweise erst ex post als Problem erkannt und dann als Rechtfertigung für eine Kursentwicklung herangezogen.

Wetten auf dauerhaft niedrige Volatilität führten zu Totalverlusten

Was wir als Ursache der Kursschwäche sowie der allgemeinen Verwirrungen ansehen ist finanzmarktmanent. Dazu muss etwas ausgeholt werden: Die geringe allgemeine Risikobereitschaft in den letzten Jahren war eben auch auf den Finanzmärkten ablesbar. Die Bereitschaft zu investieren war überschaubar, trotz der hohen erzielbaren Renditen, beruhend auf der seit langem vergleichsweise oder sogar absolut attraktiven Bewertung. Was jedoch im Lauf der Zeit Kapital angezogen hat, war die fallende und immer mehr als beherrschbar angesehene Volatilität. Mehr oder weniger geniale Finanzinnovationen wie „Vola-Short-Zertifikate“ waren da wahrscheinlich nur die Spitze des Eisbergs, aber hieran sind die Entwicklungen exemplarisch ablesbar: Mit diesen „Produkten“ konnte man auf sinkende Volatilitäten wetten/in fallende Volatilitäten investieren (je nach Gusto bitte die passende Formulierung wählen). Dadurch, dass die Volatilität kontinuierlich sank, stiegen die Preise dieser Zertifikate, was dann noch mehr Kapital anlockte, die Preise der Zertifikate noch weiter steigen ließ und dadurch die Volatilität noch weiter drückte. Was den meisten dieser „Investoren“ nicht klar gewesen sein dürfte, ist die Tatsache, dass man mit diesen Strategien nichts Anderes als Versicherungsschutz an Dritte (nämlich bspw. Aktienbesitzer, die ihre Positionen bspw. über Optionen absicherten) verkaufte, und dies zu konstant fallenden Versicherungsprämien.

Allgemeine Definition von Risiko ...

Klingt nicht schlau, war es auch nicht, und das böse Ende kam mit dem Jahr 2018: Nachdem 2017 das erste „perfekte Jahr“ an der amerikanischen Börse war, mit keinem einzigen Verlustmonat, haben sich relevante Parameter verändert. Die US-Notenbank hat sich eindeutig zu Zinssteigerungen bekannt, die langfristigen US Zinsen haben sich auf ein normaleres Niveau hinbewegt, statt wie von den Daueruntergangspropheten prophezeit tief in den negativen Bereich abzudriften. Diese Anpassungen der Rahmenbedingungen haben das ganze System wieder in Schwingungen versetzt: Bedingt durch

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



einen zunächst nur leichten Anstieg der Volatilitäten brach Chaos aus. Die naive Annahme einer dauerhaft niedrigen Volatilität ließ sich nicht mehr halten, die „Versicherungen“ wurden gekündigt, was bedeutet, dass es zu einem Hochschießen der Volatilität aufgrund von Eindeckungen dieser Positionen kam, verbunden mit massiv steigenden Absicherungspreisen. Damit waren zuvor abgesicherte Positionen nicht mehr zu halten und mussten verkauft werden. Dies war insofern logisch, als dass mathematisch Volatilität mit Risiko gleichgesetzt wird. Und dies sehen nicht nur die meisten Marktteilnehmer so, sondern auch die Aufsicht. Also stiegen in der Wahrnehmung vieler Modelle die Risiken eines Aktieninvestments, was dazu führen muss, dass man bei einem gegebenen Risikobudget seine Positionen reduziert.

In der Konsequenz bedeutet dies, dass dank der nunmehr gestiegenen Absicherungskosten höhere Risikoprämien verlangt werden und sich damit die Barwerte zukünftiger Cash-Flows, also die Aktienkurse, auf einem tieferen Niveau einpendeln werden. Was wiederum bedeutet, dass die erwarteten Renditen aufgrund der höheren Risikoprämien gestiegen sind, wenn man annimmt, dass sich die Rahmenbedingungen nicht wesentlich verschoben haben. (Wenn jetzt an dieser Stelle dem geneigten Leser Themen wie Trump, Zölle, Putin, Erdogan durch den Kopf gehen: Von der Bereitschaft von China, sich den Themen Umweltverschmutzung, Überkapazitätsabbau oder der Verschuldung zu widmen oder den ebenfalls potentiell mit erheblichen Chancen verbundenen Veränderungen in Saudi-Arabien liest man wenig. Kurse machen eben doch die Nachrichten und nicht umgekehrt.)

... und unsere Auffassung von Risiko als Value-Investoren

3 Aus unserer Sicht, der bei Value-Investoren üblichen, besteht Risiko nicht in Kursschwankungen, sondern in einem dauerhaften Verlust von Kapital. Risiko kann sich in Kursschwankungen zeigen, besteht aber in erster Linie in einem nicht (mehr) funktionierenden Geschäftsmodell, einer zu hohen Verschuldung der Unternehmen und vor allem, aus Sicht der Aktienanleger, in einer zu hohen Bewertung einer Aktie. Volatilitäten können wie gesagt ein Hinweis auf Risiken sein. Allerdings sind Volatilitäten auch zu Zeitpunkten sehr hoch, wenn Aktien sehr billig sind, also sehr hohe Risikoprämien bieten, sowie an Wendepunkten in den Märkten, wenn sich Trends ändern. Dann bietet Volatilität Chancen, und es geht dann nicht um die Vermeidung von Risiken. Die Trendwende, die sich heute abzeichnet, sind eben die steigenden Zinsen und damit Unsicherheiten über die zu erwartenden Zinsniveaus. Auch wenn man eher von einem auch in Zukunft gemessen an den letzten Jahrzehnten niedrigen Zinsniveau ausgehen sollte, so ist dieses Umfeld im Vergleich zu den letzten Jahren weniger freundlich zu den Unternehmen mit einer finanzmathematisch langen Duration, sprich hohen Bewertung basierend auf der Annahme hoher und/oder stabiler Wachstumsraten.

Hier liegen aus unserer Sicht die Risiken

Wenn man also die wirklichen Risiken sucht, findet man sie zurzeit aus unserer Sicht eben nicht in der Volatilität und wahrscheinlich auch noch nicht im operativen Geschäft der meisten Unternehmen: Aus unserer Sicht sind die Risiken hier in vielen Fällen breit diskutiert und dürften somit auch weitgehend in den Kursen berücksichtigt sein. Die gestiegene Verschuldung einzelner Unternehmen, die sich bspw. größere Übernahmen geleistet haben, wird zu einem Problem bei steigenden Zinsen, ist heute aber im Großen und Ganzen ziemlich vernachlässigt, somit also ein potentielles Problem. Das größte Risiko

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



könnten jedoch die Bewertungen in Teilsegmenten des Aktienmarktes sein, und zwar, teilweise anders als in den letzten Jahren, nicht mehr so sehr bei den stabilen Unternehmen mit überschaubaren Wachstumsraten. Hier haben sich die Bewertungen im letzten Jahr teilweise deutlich reduziert. Es sind vielmehr die Unternehmen mit einer hohen Wachstumsrate, die über einen längeren Zeitraum fortgeschrieben werden. Hier werden Preise bezahlt, die ein Anhalten des Wachstums erfordern und die zu erheblichen Verlusten führen können, sollte dies nicht der Fall sein. Preiswert sind dagegen weiter und wieder mehr die als Durchschnittsunternehmen wahrgenommenen Gesellschaften. Hier sind es wieder die Befürchtungen operativer Verschlechterungen aufgrund einer Rezession oder deutlicher Wachstumseintrübungen, die die Bewertungen gedrückt haben. Das kann sein, es ist aber auch nicht wahrscheinlicher geworden als in den letzten Jahren – auch wenn manche Marktbeobachter dies prophezeien, was sie allerdings oftmals auch schon seit Jahren tun. Wie man sagt: Von den letzten drei Rezessionen hat die Börse acht vorhergesehen. Und wie dem auch sei: Die Kurse dieser Unternehmen haben nach der starken Performance im vergangenen Jahr im bisherigen Verlauf des Jahres 2018 bisher am meisten gelitten. In erster Linie sehen wir dies als Gewinnmitnahmen an, nachdem sich die Geschäftsentwicklung dieser Unternehmen bisher jedenfalls eher besser als erwartet erwiesen hat.

Investoren: Rückkehr zu alten Verhaltensmustern

Wie war die Reaktion der Marktteilnehmer auf das veränderte Umfeld? Im Großen und Ganzen sind die Investoren wieder in die in den letzten Jahren geübten Verhaltensmuster zurückgekehrt: Sichere Häfen ansteuern, stabile Aktien kaufen, Staatsanleihen kaufen. Das Gewinnmomentum hat wieder seine dominierende Rolle bei der Aktienperformance eingenommen, die Bewertung von Aktien verlor wieder deutlich an Einfluss. Das dürfte verstärkt worden sein dadurch, dass gegen Ende des letzten Jahres erst viele Investoren auf den Zug, der noch in die andere Richtung ging, aufgesprungen waren, offensichtlich ohne große Überzeugung. Somit ist zunächst wieder Geld in die Bereiche geflossen, die aufgrund ihrer Qualität mehr Sicherheit in als unsicher wahrgenommenen Zeiten versprechen – die vollkommen falsche Reaktion, wenn man auf die aktuellen Fakten blickt – eben solides Wachstum, Zinswende und zudem eine relativ tiefe Bewertung von Unternehmen, die von diesen beiden Trends profitieren.

Unsere Einschätzung der jüngsten Entwicklungen

Warum sind wir ziemlich sicher, dass unsere Interpretation die richtige ist: Nämlich, dass die Kursschwankungen, die wir zurzeit erleben, hausgemacht und nicht als Vorboten einer Konjunkturschwäche zu sehen sind? Das beruht – neben der Tatsache, dass sich eine deutliche konjunkturelle Abschwächung nirgendwo feststellen lässt – auf den Relationen zwischen Volatilitätssteigerungen und Kursrückgängen am Aktienmarkt. Die üblicherweise mit der gemessenen Volatilität verbundenen Kurseinbrüche wären bspw. in den USA vier Mal so groß gewesen wie die tatsächlich beobachteten. Das hört sich vielleicht esoterisch an, ist aber aus unserer Sicht sehr relevant: Hier hat der Anstieg der Volatilität Ende Januar den Kurssturz verursacht und nicht umgekehrt. Passiert sein dürfte aus unserer Sicht, wie oben bereits angedeutet, dass durch das Verschwinden der Bereitschaft im Markt, anderen das Risiko für vergleichsweise kleines Geld abzusichern, Verkäufe ausgelöst wurden, verursacht eben durch die Verteuerung der Versicherung. Wenn Versicherungen teurer werden und dementsprechend teilweise auf Versicherungsschutz verzichtet wird, dann passt man eben

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



sein Verhalten an: Am Aktienmarkt erhöht sich dann die Risikoprämie, was bedeutet, dass sich die Bewertung reduziert. Anders als bei Strukturbrüchen wie dem Wechsel von der Hausse in eine Baisse sind jedoch die Gewinnerwartungen selbst nach ein paar Wochen mit schwächeren Kursen weitgehend stabil, abgesehen von den Währungseffekten.

Wir gehen davon aus, dass die Entwicklung des ersten Quartals ein Intermezzo sein wird. Wir gehen davon aus,

- dass sich die Aktienmärkte auf die Normalisierung der Volatilität, also einer Erhöhung gegenüber dem extrem niedrigen Niveau im Jahr 2017, in der nächsten Zeit eingestellt haben werden,
- dass eine Rezession nicht zu erkennen ist,
- dass die Annahme, dass aufgrund politischer Einflussnahme der Trend der Globalisierung sich drehen könnte, vollkommen neben der Realität liegt,
- dass man angesichts des Drucks, der von der Vollbeschäftigung in vielen Staaten auf die Preise und damit irgendwann auch auf die Zinsen entstehen sollte, Zinssenkungen ausschließen sollte,
- dass Zinssteigerungen irgendwann einmal zu einem Problem für die Aktienmärkte werden und dementsprechend die Gewinner tiefer Zinsen bereits heute gemieden werden sollten und
- dass der Aufschwung zwar bereits einige Jahre alt, aufgrund der permanenten Risikoaversion aber noch nicht reif für ein Ende ist. Letzteres – die permanente Risikoaversion – übrigens wieder einmal ablesbar an der Reaktion an den Aktienmärkten.

5

Nach dem Ende der Konsolidierung erwarten wir die Fortsetzung der Trends von 2017

Die Weltwirtschaft läuft stabil, von den Frühindikatoren einer Rezession ist weit und breit nichts zu sehen. Im Gegenteil werden permanent neue Indikatoren auf Rekordständen verzeichnet. Insofern ist es richtig, irgendwann von einer Abschwächung auszugehen, nur eben sehr wahrscheinlich nicht schon jetzt oder einer börsenrelevanten näheren Zukunft. Von einigen Ausnahmen abgesehen entwickeln sich die Unternehmen und deren Ergebnis solide, bei deutschen und anderen europäischen Gesellschaften natürlich etwas beeinträchtigt durch die starke Währung. Die Bewertung ist in der Breite weiter absolut angemessen, Bewertungsblasen haben sich wenn überhaupt bei Aktien einiger erstklassiger Unternehmen gebildet. Im Vergleich zu den Anleihen sind Aktien billig.

Angesichts der Lage am Arbeitsmarkt in vielen Ländern könnte die größte Gefahr darin bestehen, dass die Löhne in nicht allzu ferner Zukunft schneller als die Produktivität steigen. In den reichen westlichen Staaten ist davon noch wenig zu sehen. Anders dagegen in Regionen, in die in den letzten Jahren viel ausgelagert wurde, wie bspw. Osteuropa: Hier steigen die Löhne zweistellig, Arbeitskräfte sind oft knapp geworden. Diese Erfahrung haben, damit dies hier nicht als reine volkswirtschaftliche Betrachtung wahrgenommen wird, einige deutsche Unternehmen bereits gemacht, einschließlich der damit verbundenen Belastungen. Durch die Arbitrage der Löhne, die seit mehr als zwei Dekaden läuft, sind die Lohnanstiege im „Westen“ gebremst worden. Ob dies noch lange so bleibt wird sich zeigen.

Mit der Möglichkeit einer Lohn-Preis-Spirale und Notenbanken, die lieber hinter als vor der Kurve sind halten wir es für unsinnig, in Aktien zu investieren, die von fallenden Zinsen profitieren. Allerdings gehörten diese genau wie Staatsanleihen mit einer hohen Bonität zu den Gewinnern des ersten Quartals.

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



Wir interpretieren dies als eine Gegenbewegung zur Entwicklung des letzten Jahres. Sicher kann man nie sein: Allerdings ist der Bewertungsabstand, auch dank der soliden Gewinnentwicklung der qualitativ eher durchschnittlichen Unternehmen, zwischen den einzelnen Marktsegmenten schon wieder auf einem sehr hohen Niveau angelangt. Insofern gehen wir von einem Ende der Konsolidierung in den nächsten Wochen aus.

Weitgehend faire Bewertung lässt Ende der Korrektur erwarten

Somit sehen wir weiter die Durchschnittsaktien als absolut und relativ unterbewertet an. Aufgrund der Bewertungsdiskrepanzen gehen wir davon aus, dass das erste Quartal 2018 die Outperformance seit Mitte 2016 nur unterbrochen hat, was zu Gewinnmitnahmen führte, aber keine grundsätzliche Wende darstellt. Allerdings wird es dauern, bis die Märkte in der ganzen Breite die höhere Volatilität eingepreist haben, vielleicht nur Tage oder wenige Wochen, vielleicht ein paar Monate. Mit höheren Risikoprämien, verursacht durch die höheren Volatilitäten, steigen die Abzinsungsfaktoren, damit sinkt der Barwert, und zwar für alle Aktien. Üblicherweise rollt eine solche Entwicklung einmal durch den ganzen Markt. Wir sind der Ansicht, dass ein Teil der Korrektur, was die verschiedenen Marktsegmente angeht, bereits abgearbeitet ist, und dass es naiv ist, sich in den noch unterdurchschnittlich betroffenen Bereichen verstecken zu wollen. Und wenn dieser Prozess beendet ist, wird auch diesmal zum Einstieg nicht geklingelt. Insofern halten wir uns weitgehend an den dauerhaft gesehen verlässlichsten Maßstab: Die Bewertung, und die passt bei einem Großteil der Aktien.

6

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.