



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2019 vom 22.01.2019

2018: Als Risikominimierung über allem stand ... und 2019: Vom letzten Kapitel der Korrektur

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1990
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap

- 2018: im Gleichschritt fallende Aktien sowie Risikoprämien auf neuen Höchstständen
- Jetzige Situation lässt nicht auf erneute Krise deuten
- Ursachen für die Entwicklungen im Jahr 2018
- 2019: Korrektur aus unserer Sicht mittlerweile weit fortgeschritten
- Gesamtmarkt: Korrektur hat erhebliche Chancen gebracht

1

Risikominimierung als das alles überragende Thema

Das Jahr 2018 entwickelte sich an den internationalen und vor allem am deutschen Aktienmarkt sehr unerfreulich und wurde damit zum Spiegelbild der hervorragenden Entwicklung 2017. Nachdem die FPM Funds von der positiven Entwicklung 2017 überproportional profitieren konnten, mussten nun Verluste in einem ebenfalls überproportionalen Ausmaß hingenommen werden. Nachdem wir den Markt und auch die Realwirtschaft Ende des Jahres 2017 wieder auf dem Weg zu einer normaleren Risikoaversion wähten, wurde 2018 zu einem Jahr, in dem sich Risikominimierung zu einem alles überragenden Thema entwickelte. Diese Entwicklung hatte mehrere Ursachen.

Per heute und ohne den Ausblick vorwegzunehmen, zeichnet sich bisher eine Normalisierung der Wachstumsraten ab, zurzeit auf ein Niveau, das unter dem Potentialwachstum liegen könnte, nachdem 2017 und in der ersten Jahreshälfte 2018 das Wachstum noch oberhalb der nachhaltigen Wachstumsrate lag. Ohne eine schwerwiegende Rezession wäre der Kursrückgang von Aktien einer Vielzahl von Unternehmen um 30 % oder auch deutlich mehr nur dann angemessen, wenn zuvor eine erhebliche Überbewertung vorgelegen hätte. Das war absolut gesehen bei einzelnen Unternehmen der Fall, in der Breite jedoch mit Sicherheit nicht, auch wenn man die Höhe der Ertragskraft in den letzten Quartalen nicht in jedem Fall als nachhaltig ansehen kann.

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



Zudem sind Aktien von Unternehmen, unabhängig von ihrer Bewertung und aus unserer Sicht allein basierend auf der Zugehörigkeit zu bestimmten Sektoren, mehr oder weniger im Gleichschritt gefallen, selbst wenn sich die Ertragsentwicklung sehr unterschiedlich gestaltet hat.

Dass dies nicht alles etwas mit Konjunktur zu tun hat, zeigt sich auch daran, dass auch nicht konjunkturabhängige Unternehmen, die jedoch aus welchen Gründen auch immer die Erwartungen enttäuscht haben, deutliche Kursverluste hinnehmen mussten.

Bereiche, die sich gut gehalten haben, sind Unternehmen, deren Aussichten als stabil angesehen werden und/oder deren Gewinnerwartungen nicht enttäuscht bzw. sogar positiv überrascht haben, sofern sie nicht einem zyklischen Sektor angehören. Das geschah vollkommen unabhängig von der Bewertung: So wurden teure Aktien von qualitativ überdurchschnittlichen Unternehmen noch teurer. Dass die Strategie, in solche Unternehmen zu investieren auch Risiken mit sich bringt, wurde bei den Unternehmen sichtbar, die zuvor als qualitativ hochwertig angesehen wurden, bei denen sich aber (teilweise nur zwischenzeitliche) Enttäuschungen einstellten. Hier kam es aufgrund der zuvor hohen Bewertung (als Qualitätstitel, bei dem ja nichts falsch laufen kann) zu teilweise massiven Kursverlusten.

Solange die Weltwirtschaft in keine schwerwiegende Rezession abrutscht, sind die Bewertungen auf dem heutigen Niveau in vielen Fällen nachhaltig zu niedrig. Vor dem Hintergrund der sicheren Zinsen, die weiter um den Nullpunkt schwanken, haben die Risikoprämien neue Höchststände erreicht. Eine Reihe von Unternehmen weist Bewertungen auf, die zuletzt in der Finanzkrise 2008/2009 oder dem Höhepunkt der

europäischen Schuldenkrise 2011 verzeichnet wurden, bei deutlich besseren Bilanzen und einer seit damals verbesserten Substanz. Erstaunlich, aber vielleicht werden wir auch alle negativ überrascht werden von Dingen, an die wir heute noch gar nicht denken.

Voraussetzungen für eine Rezession nicht gegeben

Wichtig ist jedoch, wenn man pessimistisch sein will: Eine erneute Krise muss schon eine andere Ursache haben als die der letzten beiden Problemphasen. Die damaligen Probleme stellen heute keine Überraschung mehr dar und sollten dank der Gegenmaßnahmen, die entwickelt wurden, auch nicht diese verheerenden Auswirkungen haben. Letztlich hatten die Folgeprobleme ihre Ursache in der Unsicherheit, die aus der Ansteckungsgefahr der eigentlichen Krisenherde resultierte (Ansteckung zwischen den Banken, Unfähigkeit auch solventer Staaten, ihre Schulden zu prolongieren). Unsere Sicht ist jedoch, dass die (Finanz-)Welt deutlich risikoärmer und damit auch träger, und zwar in beide Richtungen, geworden ist. Und natürlich wie immer in den letzten Jahren mit der Einschränkung, dass es unklar ist, wie sich China angesichts der dortigen Schuldenaufblähung weiterentwickeln wird. Aber das würde nicht Aktien betreffen, die mit China gar nichts tun haben, die aber dennoch eingebrochen sind. Insofern greift der Ansatz, dass die Entwicklung des Marktes in seiner ganzen Weisheit auf mögliche dortige Probleme hinweist, etwas zu kurz.



Baisse des letzten Jahres hatte verschiedene Ursachen

Was waren die Ursachen für die Baisse des Jahres 2018? Aus unserer Sicht fand die Entwicklung in mehreren Stufen statt.

Der Zinsanstieg in den USA, der Zinsen oberhalb von 3 % bei langlaufenden Staatsanleihen brachte, aber erstmals seit vielen Jahren auch am kurzen Ende dazu führte, dass keine negativen Realzinsen hingenommen werden mussten, war offensichtlich für einen Teil der Investoren ein guter Grund, die Asset Allocation anzupassen. Warum Risiken in Fremdwährung eingehen (aus US-Sicht) und zudem in volatile Assets investieren, wenn man sein Geld auch zu Hause stabil anlegen kann? Diese Abflüsse durch Investoren aus dem Inland zu ersetzen ist in Deutschland bereits seit vielen Jahren eine Illusion, aber auch in anderen Regionen der Welt nicht so ganz einfach. Das schwächste Glied waren die Emerging Markets, am deutlichsten sichtbar an der Türkei, die eine offensichtlich unsinnige Wirtschaftspolitik betreibt und zudem auf Auslandskapital angewiesen ist, damit aber nicht alleine steht, bald gefolgt von den europäischen Märkten, die ebenfalls nicht allzu großes Vertrauenskapital aufgebaut haben.

In einer zweiten Phase kamen dann auf globaler Ebene politische Unsicherheiten auch in den entwickelten Staaten dazu, namentlich die Themen Brexit, Italexit, Handelsstreit der USA gegen den Rest der Welt. Auch Europa wollte da nicht zurückstehen und konnte mit der offensichtlich übers Knie gebrochenen Einführung des neuen Abgasmessungsverfahrens WLTP für Autos eine ganze Branche und ihre Zulieferer so unter Druck setzen, dass die Belastungen in die Milliarden gehen, nicht nur zu tragen von den Aktionären, sondern in Form geringerer Steuer-

einnahmen auch von den Staaten, vorneweg Deutschland, ohne dass dies irgendeinen spürbaren Effekt auf die Umwelt haben dürfte. Man scheint es ja zu haben, und man muss nicht Trump heißen, um unsinnige Entscheidungen durchzusetzen.

Normerweise wird behauptet, dass politische Börsen kurze Beine haben. Das stellte sich jedoch diesmal als falsch heraus: Hier ging es nicht um eine kurzfristige Regierungskrise oder ähnliches, sondern um fundamentale Fragen, die die Geschicke eines Unternehmens auch längerfristig betreffen. Insbesondere die Frage, ob gewählte Standorte noch richtig sind, wie man mit Investitionen zu verfahren hat und wie der Handel unter geänderten Bedingungen funktionieren kann, wurde nun neu gestellt. Realwirtschaftlich zunächst noch ohne größere Einflüsse, aber mit bereits spürbaren Auswirkungen auf die Stimmung an den Finanzmärkten, an denen Unsicherheiten nicht geschätzt werden und mit Bewertungsabschlägen kompensiert werden. Themen wie WLTP sollten sich allmählich wieder herauswachsen, aber zunächst einmal ist der Schaden angerichtet, genauso wie die der praktisch über Nacht eingeführten Zölle. Die Unklarheiten über die Handelsregeln schweben bis zu einer endgültigen Regelung weiter über den Finanzmärkten.

Das allein ist zwar alles nicht schön, aber mit einem etwas weiterreichenden Horizont eigentlich verkraftbar. Dann aber nahm der Markt eine Eigendynamik an, die zu den Einbrüchen im letzten Quartal führten. Die steigende Unsicherheit durch die genannten Entwicklungen brachte die Strategie der Risikovermeidung wieder ganz oben auf die Agenda. Die bis in den Spätsommer entstandenen Risse im Marktgefüge wurden zu Brüchen, es gab einen kompletten Abriss im letzten Quartal, in das viele Investoren in der

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



Erwartung der üblichen Erholung auf Basis bereits reduzierter Kurse gegangen sind. Diesmal wurden auch die zuvor verschonten teuren Qualitätsaktien, aber auch die Breite des Marktes erfasst. Offensichtlich war das Motto: Rette sich wer kann. Zwei wichtige Ausnahmen sind festzuhalten: Aktien, die von tiefen Zinsen profitieren und Aktien, die davor schon niemand mehr leiden konnte, wie beispielsweise VW.

Gekrönt wurde die ganze Entwicklung vom schwächsten Dezember an der amerikanischen Börse seit 1931, als nun auch die Anführer des Bullmarktes wie die allseits beliebten FAANG-Aktien verkauft wurden, und es, besonders erstaunlich, einen Einbruch um 3 % am Heiligabend zu verzeichnen gab, gefolgt von einer 5%-Rallye am 26.12. Und hier kommen wir zu einem wichtigen Aspekt: Am 24.12. handeln in der Regel keine Investoren in einem ernsthaften Volumen, wenn sie überhaupt im Büro sind, sondern konzentrieren sich normalerweise auf Kaffeetrinken und Lebkuchenessen. Das passiert nicht alleine aus einer christlichen Gesinnung, sondern weil die Portfolioanpassungen bereits in den Wochen davor abgeschlossen wurden, oft sogar noch vor dem Beginn des Dezembers. Insofern ist es ziemlich offensichtlich, dass diese Schlacht von Maschinen geschlagen wurde.

Der wachsende Einfluss des Algo-Tradings dürfte Trends verstärken

Das ist offensichtlich ein wesentlicher Aspekt, der einen wachsenden Einfluss auf die Märkte hat: Computer zu Händlern zu programmieren ist heute bekanntermaßen weit verbreitet. Sie sind nicht emotional und verhalten sich theoretisch vollkommen rational.

Wenn man sie richtig programmiert hat. Leider sind die Handlungsparameter offensichtlich oft ähnlich: In der Regel dürften dies aus unserer Sicht Trendfolgemodelle sein. Und diese Trends werden eben verfolgt, bis sie brechen und schießen nach einem Trendwechsel dann erneut über die nachhaltigen Bewertungen hinaus. Bis sie erneut brechen. Was alles andere als stabilisierend ist, aber eben Chancen eröffnen kann. Wenn man respektiert, dass es diese Einflussfaktoren gibt.

Stabilisierende Faktoren haben Bedeutung verloren

Dagegen sind zwei wichtige Stabilisatoren mehr oder weniger entfallen: Der Eigenhandel der Banken und anderer Marktteilnehmer, der durchaus nicht immer gleichgerichtet war, auch innerhalb einer Institution, und somit stabilisierend wirkte. Noch wichtiger ist ein zweiter Aspekt, ebenfalls teilweise regulatorisch bedingt: Die Risikotragfähigkeit vieler Institutionen ist offensichtlich aufgrund der niedrigen Zinsen in den letzten Jahren ausgehöhlt worden. Eigentlich würde man erwarten, dass die tiefen Zinsen Aktien als eine sinnvolle Alternative erscheinen lassen. Allerdings dürfte in vielen Fällen das Gegenteil eingetreten sein: Aktien können aufgrund ihrer Volatilität gar nicht mehr gehalten werden. Hatte man beispielsweise früher bei einem Zinssatz von 5 % und einer Aktienquote von 20 % einen Spielraum von 20 % für mögliche Kursverluste im Aktienbereich, ohne dass die nominale Substanz angegriffen wurde, gibt es heute diesen Spielraum praktisch nicht mehr. Wenn Institutionen, die diesen Einschränkungen unterliegen, dennoch in Aktien investieren, sind sie offensichtlich oft gezwungen, bei sinkenden Kursen zu verkaufen



anstatt diese für Käufe zu nutzen. Was die Trends weiter verstärkt.

Insofern verzichtet man lieber auf diese volatilen Assets und konzentriert sich auf Anlagen, deren Preis optimalerweise in aller Ruhe einmal jährlich überprüft wird (und zur Not den Bedürfnissen der Investoren angepasst wird). Bei diesen Rahmenbedingungen fallen viele Investoren als Stabilisator aus, im Gegenteil, sie steigern die Volatilität weiter durch eben die fehlenden Kompensationsmöglichkeiten und agieren trendverstärkend. So zumindest unsere Sicht und Erklärung für den Kurseinbruch im letzten Quartal 2018.

Die steigende Bedeutung, die die Volatilität für viele Investoren angenommen hat, tritt neben die eigentlichen Risiken eines Investments: Die Risiken des Geschäftes eines Unternehmens an sich sowie der Unsicherheiten über dessen nachhaltigen Wert. Dies alles führt in unseren Augen dazu, dass die Risikokurve mittlerweile eine Rekordsteigung aufweist: Niedrige Renditeanforderungen für alles, was einen stabilen Eindruck macht, selbst wenn damit ein realer Vermögensverzehr verbunden ist. Und rekordhohe Risikoprämien für als riskant angesehene Investments. Mittlerweile ist es offensichtlich für eine größere Anzahl von Investoren so, dass der Nutzen der Fungibilität, die durch die Börsennotiz ermöglicht wird, überkompensiert wird von der Volatilität, die die Kurse der Aktien mit sich bringen. Was somit für Investoren, die die Volatilität aussitzen oder sogar ausnützen können, ein erheblicher Vorteil sein kann.

Unser Ausblick auf 2019

Was erwarten wir für das begonnene Jahr?

Für uns entscheidend ist, was die Märkte in die einzelnen Aktien einpreisen. Da wir wie alle Marktteilnehmer die Zukunft nicht kennen, stellt sich im Wesentlichen die Frage, ob die Erwartungen realistisch sind. Es kann natürlich immer zu extrem positiven oder negativen Entwicklungen kommen. Meistens verlaufen sie aber irgendwo in der Mitte. Und hier haben sich nicht nur relativ, sondern auch absolut gesehen wieder sehr attraktive Investmentchancen ergeben. Wie gesagt: Nur eine nachhaltige Gewinnrezession würde die aktuellen Kurse vieler Aktien rechtfertigen.

Die Korrektur ist aus unserer Sicht mittlerweile weit fortgeschritten. Technisch rollt die Korrektur einmal durch den gesamten Markt, begonnen von den Emerging Markets, gefolgt von den zuvor sehr beliebten Nebenwerten in den westlichen Industriestaaten, später den nicht zinsgetriebenen Qualitätstiteln und vormaligen Starperformern, und zum Schluss von den Treibern der Hausse, aka FAANGs. Wir sind mindestens mitten im letzten Kapitel der Korrektur. Ob die Tiefstände, die im Dezember erreicht wurden, nochmals getestet werden oder nicht oder vielleicht sogar unterboten werden, wird sich zeigen. Auffallend ist jedenfalls, dass die Aktienmärkte, die als erste in die Korrektur gegangen sind, keine neuen Tiefstände verzeichnet haben, teilweise sogar wieder einen spürbaren Aufwärtstrend aufweisen.

Wir gehen nicht davon aus, dass die Abschwächung der letzten Monate der Auftakt zu einer nachhaltigen und ernsthaften Konjunkturschwäche ist. Dazu fehlen die Voraussetzungen, die in der Vergangenheit gegeben waren: Keine Überinvestitionen, stark gegängelte Banken, die wenig Raum hatten, unsinnige Investments zu tätigen, keine absurden Bewertungen (mit Aus-

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



nahme unverzinslicher Staatsanleihen), keine restriktive Geldpolitik, keine ernsthafte Austerität, keine Explosion von Rohstoffpreisen. Insofern ist die Abschwächung aus unserer Sicht einfach eine Korrektur: Zu vielleicht einem Drittel bedingt durch tiefere Gewinnerwartungen und zu zwei Dritteln aus einer reduzierten Bewertung. Letztere war vielleicht in den USA zuvor im Vergleich zur Vergangenheit überdurchschnittlich, was gemessen an den tiefen Zinsen sowie der hohen Qualität großer Unternehmen durchaus gerechtfertigt sein kann. In Deutschland lag die Bewertung jedoch bereits zu Beginn der Korrektur bezogen auf den Gesamtmarkt höchstens auf dem Normalniveau. Gemessen an den Zinsen war sie historisch gesehen niedrig, vielleicht eben auch bedingt durch die genannten veränderten Rahmenbedingungen.

Erhebliche Chancen durch die Korrektur

Wenn es keine Krise geben sollte, bleibt die Frage, ob wir einen Führungswechsel zwischen den Segmenten sehen werden. Eine Aussage dazu wäre verfrüht. Wir sehen zwar eine deutliche Unterbewertung vieler „traditioneller“ Aktien, insbesondere aus dem als zyklisch angesehenen Lager. Damit gehen wir im Lauf des Jahres bei einer Stabilisierung der Märkte von einem Aufholen dieses Sektors aus, mit dem die Unterbewertung teilweise geschlossen werden kann. Allerdings dürfte die Risikoaversion angesichts der genannten Rahmenbedingungen und der jüngsten Erfahrungen weiterhin hoch bleiben, so dass es gute Gründe gibt davon auszugehen, dass die Qualitätstitel auch weiterhin eine hohe Prämie gegenüber den „Normalaktien“ behalten dürften, insbesondere, wenn sie sich in einer unsicheren Phase als stabil erwiesen haben. Insofern ergibt sich für uns diesbezüglich kein klares Bild. Anderes gilt für unseren Blick auf den Gesamtmarkt: Die Korrektur hat aus unserer Sicht erhebliche Chancen gebracht.

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.