



## FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2020 vom 20.01.2020

### **Erholung der Aktienmärkte in 2019 – warum wir trotz gestiegener Marktbewertungen zuversichtlich in die Zukunft blicken**

#### **Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG**

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

- In 2019 Kompensation der Verluste aus dem Vorjahr
- Der Hang zur Flucht in Sicherheit und Qualität hält an – unabhängig von Preisen
- Neue Rekordstände bei Bewertungsdivergenzen
- Das Rezept für unseren Portfolio-Mix vor dem Hintergrund allgemeiner Trends

1

#### **Der Markt kämpft sich trotz politischer und konjunktureller Unsicherheiten nach oben**

Im Jahr 2019 wurden an den internationalen Aktienmärkten nach den Verlusten des Vorjahres wieder deutliche Kursgewinne erzielt. Die Verluste konnten auf Indexebene weitgehend kompensiert werden, teilweise wurden sogar neue Rekordstände erreicht. Vor dem Hintergrund der politischen Unsicherheiten sowie der dadurch im Wesentlichen verursachten konjunkturellen Schwächephase mag dies auf den ersten Blick erstaunlich erscheinen. Viele Marktteilnehmer sehen somit wieder überdurchschnittliche Risiken, was angesichts der Länge der Hausse seit 2009 sowie der Bewertung des Aktienmarktes zunächst nicht unplausibel erscheint. Wir sehen trotz dieser Rahmenbedingungen aus mehreren Gründen mehr Chancen als Risiken.

#### **Sicherheit gilt vielen weiterhin als höchstes Gebot**

Zunächst zur Marktentwicklung. Hier war erneut der wichtigste Parameter die Entwicklung der Zinsen. Angesichts der Unsicherheiten kam es im Lauf des Jahres immer wieder zur Flucht in die als sichersten wahrgenommenen Anlageformen, vorneweg Staatsanleihen von Emittenten mit einer überdurchschnittlichen Bonität (als ein besonderes Bonbon gab es erstmals High-Yield-Anleihen mit einer negativen Verzinsung). In deren Gefolge waren erneut an erster Stelle Aktien von Unternehmen gefragt, die über eine überdurchschnittliche Qualität verfügen oder ein überdurchschnittliches Wachstum in einem Umfeld geringerer Wachstumsraten erzielen können. Unterdurchschnittliche Kursentwicklungen verzeichneten Aktien von Unternehmen, die als zyklischer angesehen werden, unter tiefen Zinsen leiden oder schlicht und einfach keine besondere Investment-Story aufwiesen. Schlecht, und zwar trotz der starken Kursanstiege sogar in absoluten Zahlen, lief es für Unternehmen, die die Erwartungen

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



enttäuschten, unabhängig davon, ob deren Qualität über- oder unterdurchschnittlich einzuschätzen ist.

### **Mühevolleres Umfeld für Value-Investoren**

Keine Rolle spielte erneut die Frage, ob die Aktie eines Unternehmens, gemessen an den üblichen Bewertungsparametern als billig oder teuer anzusehen ist. Insofern taten wir uns als Value-Investoren wie im Vorjahr erneut schwer, eine gemessen an unseren Ansprüchen adäquate Performance zu erzielen. Die in den letzten Jahren oft gemachte Bemerkung hinsichtlich der Bewertungsdivergenzen zwischen den einzelnen Aktien müssen wir wiederholen; allerdings mit dem Hinweis, dass die Abstände neue Rekordstände erreicht haben. Was wiederum einer weiteren Ausdehnung nicht entgegenstehen muss.

## **2 Unser Ziel nicht aus den Augen verlieren**

Nun könnte man sagen: Vergiss die Bewertung, und schau auf ... ja was denn eigentlich? Wachstum, Stabilität der Gewinnerwartungen, oder Verzinsung des eingesetzten Kapitals? Da wir keine Kostverächter sind: Dies nehmen wir alles gerne, und zwar je mehr, desto besser – allerdings unter der Voraussetzung, dass wir nicht doppelt und dreifach dafür bezahlen müssen. Und diesen Eindruck haben wir bei verschiedenen Assets gewonnen.

### **Der allgemeine Hang zu (viel zu) teuren Anlagen**

Als Extrembeispiel müssen wieder einmal die Staatsanleihen herhalten. Mitte des Jahres war eine Situation erreicht, in der erstklassige Staatsanleihen eine Verzinsung aufwiesen, die über Jahrzehnte bei nominal nahe Null lag, im Fall der Schweiz sogar über 45 Jahre einen Kapitalverlust garantierte, was angesichts der Schweizerischen Preissteigerungen

über die letzten 45 Jahre ein sonniges Gemüt erfordern dürfte. Selbst wenn man unterstellt, dass die Inflationsraten in den nächsten Jahrzehnten bei ebenfalls Null liegen würden (was selbst in den zehn Jahren seit Ausbruch der Finanzkrise nicht der Fall war), beinhaltet dies eine Produktivitätsentwicklung von ebenfalls Null, oder aber einen real sinkenden Wert, der nicht an der allgemeinen Wohlstandsentwicklung teilhaben wird. Da ist es besser, sich gleich Bargeld in den Tresor zu legen: Damit existiert wenigstens kein Kursrisiko. Insofern drängt sich der Verdacht auf, dass hier niemand unter dem Aspekt „Halten bis zum Verfall“ gekauft hat, sondern getrieben war durch regulatorische Auflagen, Anlagevorschriften oder aber einfach zum kurzfristigen Spekulieren. Wer bei einer – heute natürlich unvorstellbaren – Zinswende, bei der die Zinsen bis auf luftige Höhen von bspw. 1 % steigen könnten, seine Anlageüberlegungen seinen Investoren oder bei Schadensersatzklagen dem Hohen Gericht erklären soll: Dem wünschen wir viel Glück. Oder aber gratulieren zur Weitsicht: Jahrzehnte ohne nennenswerte Gehaltserhöhungen bei einer sinkenden oder stagnierenden Erwerbsbevölkerung sowie keinerlei Produktivitätsfortschritte bei einem sich dynamisch entwickelnden Wissen in der Welt muss man erst einmal erkennen können.

### **Vom Risiko, dass Lieblinge enttäuschen und Erwartungen nicht erfüllt werden**

Wie auch immer: Von dem offensichtlich vorhandenen Zwang, stabile und erstklassige Assets unabhängig von ihrer Bewertung zu kaufen profitierten die entsprechenden Gruppen von Aktien, während die Aktien, die nicht über diese Parameter verfügen, eine schwächere Performance aufwiesen. Warum halten wir in diesem offensichtlichen Trend, der immer noch nicht gebrochen ist (auch wenn die Entwicklungen im Herbst des letzten Jahres aus unserer Sicht mehr als ein Warnzeichen waren), die

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



Bewertung für weiter relevant? Das wird ersichtlich an den Unternehmen, die die Erwartungen verfehlen. Hier sind Kursverluste im hohen zweistelligen Bereich eher die Norm als die Ausnahme, ohne dass das eigentliche Geschäft eines Unternehmens sowie seine nachhaltige Qualität in Frage gestellt sein muss. Es waren einfach nur die Erwartungen zu hoch, das Gewinnniveau nicht ganz so nachhaltig wie gedacht, Geschäftsparameter, die sich geändert haben. Kurz: Es gab keine „margin of safety“, also keinen Sicherheitspuffer, der die Bewertung nach unten absichern konnte. Zu nennen sind Unternehmen wie 1&1 Drillisch, Fresenius oder Jungheinrich, die in den letzten Jahren dank stetig steigender Gewinne bei einer immer höheren Bewertung auf Basis dieser Gewinne irgendwann offensichtlich schlicht zu teuer waren. Dieses Schicksal blüht erfahrungsgemäß den meisten der als „one decision stocks“ wahrgenommenen Werte. Die Strategie, auf stabile und wachsende Qualitätsaktien zu setzen, hat dennoch an Beliebtheit noch weiter zugenommen. Daher sind die Bewertungsdiskrepanzen weiter gestiegen und somit aus unserer Sicht auch die damit verbundenen Risiken, die mit den Lieblingen der Märkte verbunden sind.

3

### **So bleiben wir unserem Stil treu**

Wir halten somit eine Strategie für angemessen, die auf einen Mix aus fair bis eher niedrig bewerteten Standardaktien (Standardaktien in dem Sinne, dass diese nicht besonders diskussionsanfällig in die eine oder andere Richtung sind) sowie auf bewertungstechnisch ausgebombte Titel setzt, deren Kursrisiken begrenzt sind, die aber über ein erhebliches Aufwärtspotential verfügen. Damit erreichen wir einen Portfolio-Mix, dessen Bewertung nach den gängigen Parametern eher niedrig ist, und dies trotz der Rekordstände an den Aktienmärkten. Und uns somit sehr entspannt in die nähere Zukunft blicken lässt.

### **Warum sollte man nicht zu skeptisch sein angesichts von Rekordständen und „Dauer-Hausse“**

Zum Thema Rekordstände an den Aktienmärkten ein paar Gedanken, die die allgemeine Skepsis etwas relativieren soll.

1. Rekordstände am Aktienmarkt sind eigentlich der Normalfall: Die meisten Unternehmen verdienen jedes Jahr und oft jeden Tag Geld, insofern ist es kein Wunder, dass ihre Aktien im Lauf der Zeit steigen, theoretisch eben jeden Tag. Was bei Überbewertungen gelegentliche Kursverluste natürlich nicht ausschließt.

2. Die Dauer einer Hausse sagt wenig über die Angemessenheit des Kursniveaus aus. Wenn man den Beginn der gegenwärtigen Hausse auf den März 2009 festsetzt, kann man von einer Rekordlänge sprechen. Dabei werden zwei Aspekte nicht berücksichtigt: Die bis heute aufgelaufenen Kursgewinne wurden in der Vergangenheit in einem deutlich kürzeren Zeitraum erzielt. Wichtiger aber, wenn man es genau nimmt: Seit 2009 gab es zwei veritable Baissen, die während sie liefen auch als solche erkannt wurden und heute, wahrscheinlich aufgrund der in 2009 aufgetretenen und nicht mehr erreichten Verwerfungen, aus dem Gedächtnis verschwunden scheinen. 2011 sanken die Kurse am deutschen Aktienmarkt um mehr als 30 %, 2015/16 waren es ebenfalls an die 30 %. Zuletzt verlor der deutsche Aktienmarkt 2018 um die 20 %. Dies alles spiegelt die Nachkrisenzeit wider: Eine unterdurchschnittlich verlaufende Erholung sowie eine dauerhaft hohe Risikoaversion, die zu überdurchschnittlichen Kurschwankungen führt.

3. Nimmt man als Aufsattpunkt nicht das Krisentief 2009, sondern den Höhepunkt der letzten Blase, hat der DAX-Kursindex seit damals eine Rendite von ziemlich genau Null erzielt (also das, was den Bond-Investoren jetzt ins Haus stehen

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



könnte; Staatsanleihen brachten damals übrigens gut 5 %, was als total läppisch angesehen wurde), und dies einschließlich der Thesaurierung von mehr als der Hälfte der Gewinne. Die ausgeschütteten Dividenden führten im DAX-Performanceindex zu einem Anstieg von mehr als 50 %. Das deutsche BIP ist seitdem zum Vergleich um 60 % gestiegen. Das passiert, wenn man in zu teure Aktien investiert.

4. Der wichtigste Aspekt aus Sicht eines nicht am Index orientierten Investors: Die oben genannten Bewertungsdivergenzen, die von einer nur auf Indexebene stattfindenden Bewertung nicht erfasst werden, mit der teure Glamour-Aktien und tief bewertete Durchschnittsaktien in einen Korb geworfen werden. Insofern kann man teuer bewertete Aktien ganz einfach vermeiden, indem man nicht in den Index investiert, sondern sich auf die tiefer bewerteten Unternehmen fokussiert.

Was soll uns das alles sagen? Im Zweifel nicht viel, weder in die eine noch in die andere Richtung. Fast jede Statistik lässt sich in die Richtung interpretieren, in die man sie gerne interpretieren will. Was zählt ist auf Dauer das einzelne Investment, bestehend aus der Qualität eines Unternehmens sowie dem Preis, den man dafür bezahlt. Und hier sehen wir trotz der Indexhöchststände eine mehr als ausreichende Zahl interessanter Investments.

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.