



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

Martin Wirth – 2/2019 vom 11.04.2019

### **Konjunkturtief und Kursanstieg gehen Hand in Hand – wie meistens**

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

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

- Deutliche Kursgewinne trotz schwacher Konjunktur
- Kurstreibende Faktoren wieder Qualität, Visibilität und Stabilität – sowie Bewertung bei ausgebombten Titeln
- Ursachen der Konjunkturschwäche entscheidend für die weitere Kursentwicklung
- Risiken bei vielen Titeln begrenzt, deutliche Chancen bei Stabilisierung der Konjunktur

1

#### **Rezession wurde zur Zeit vermieden**

Im ersten Quartal des Jahres 2019 verzeichneten die internationalen Aktienmärkte deutliche Kursgewinne. Dadurch konnten auf Indexebene in Deutschland die Vorjahresverluste teilweise und in einem unterschiedlichen Ausmaß kompensiert werden. Die Konjunktur erwies sich, wie mit dem Einbruch an den Aktienmärkten erwartet, als schwach. Allerdings nahm die Abwärtsdynamik nicht zu, sondern ab, womit eine Rezession zurzeit vermieden wurde. Da diese in die Märkte eingepreist war, kam es zur Korrektur der Panikverkäufe aus dem letzten Quartal 2018. Somit kann man sagen, dass die Lage zwar schlecht ist, aber eben nicht so schlecht wie teilweise befürchtet.

#### **Unterschiedliche starke Erholung der einzelnen Marktsegmente**

Besonders hohe Zuwächse erzielten Aktien von Unternehmen, die im vierten Quartal 2018 vermutlich in erster Linie aus Liquiditätsgründen verkauft worden waren und die über die in den letzten Jahren äußerst beliebten Attribute verfügten: hohe Visibilität der Ergebnisse, eine hohe Qualität und/oder überdurchschnittliche Wachstumsraten. Hier wurden teilweise neue Höchststände erzielt, und zwar nicht nur auf der Ebene der Aktienkurse, sondern auch bei den Bewertungsparametern. So schnell gibt man seine alten Lieblinge dann doch nicht auf.

Die breite Masse der Aktien hingegen konnte die Verluste eindämmen, liegt aber im Großen und

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



Ganzen immer noch deutlich unter den jeweiligen Rekordständen der letzten Jahre. Hier sind die Bewertungen weiterhin eher niedrig, was angesichts der bestehenden Unsicherheit nicht ganz verwunderlich ist. Noch liegen die Berichtstermine mit den vermutlich oft spürbar rückläufigen Ergebnissen vor uns – und bei vielen Unternehmen nicht nur im ersten Quartal des Jahres. Ob, wie von vielen Unternehmen erwartet, das zweite Halbjahr eine deutliche Verbesserung bringen wird, ist naturgemäß fraglich und wird angesichts der jüngsten Erfahrungen von vielen Investoren eher bezweifelt.

Die letzte Gruppe wird gebildet von Aktien der Unternehmen, die in den letzten Wochen – oft nicht unerwartet – eine Gewinnwarnung geben mussten oder die sich in einer allgemein unklaren Lage befinden. Hier gab es keine Gewinne zu feiern. Vielmehr mussten selbst auf einer bereits niedrigen Bewertung deutliche Kursverluste hingenommen werden. Vor einer kernigen Underperformance war man dabei auch bei Aktien mit einem grundsätzlich stabilen Geschäftsmodell nicht sicher: Dazu reichten selbst mäßig negative Nachrichten aus.

### **Kurstreiber blieben dieselben**

Insofern waren die Veränderungen bei den kurstreibenden Faktoren im ersten Quartal begrenzt: Es dominierten wie über längere Zeit im letzten Jahr wieder Qualität, Visibilität und Stabilität. Und das wiederum lässt sich immer am besten bei den Bundesanleihen ablesen: Hier sind Investoren mittlerweile wieder bereit, Geld dafür zu bezahlen, um es ein Jahrzehnt beim Bund investieren zu dürfen.

### **Wie immer: Konjunktur gibt die Richtung vor**

Mit dem Blick nach vorne stellt sich natürlich die Frage: Geht das so weiter? Das hängt aus unserer Sicht in erster Linie von der Konjunktorentwicklung ab, oder genauer: dem Momentum der Konjunktorentwicklung. Wie man sehen konnte, hat allein die sinkende Abwärtsdynamik für eine erhebliche Entspannung gesorgt, sichtbar am gesunkenen Druck auf die Bewertungsparameter. Wichtig (aus unserer Sicht): Das galt auch für Unternehmen, die alles andere als ein erfreuliches erstes Halbjahr erwarten lassen. Insofern lässt sich sagen, dass die Bewertung eben doch eine relevante Rolle spielt, auf Dauer gesehen die wichtigste. Offensichtlich ist es nicht die Frage, ob Bewertung eine Rolle spielt, sondern eher, ab welchem Level sie anfängt, andere Aspekte wie eben Qualität, Gewinnentwicklung und Stabilität in den Hintergrund zu drängen.

### **Die entscheidende Frage: Was treibt die Konjunktur?**

Was kann man somit von der Konjunktur erwarten? Nach unserer Einschätzung war die Entwicklung im letzten Jahr sehr stark durch eine wachsende Unsicherheit, in erster Linie über die politischen Rahmenbedingungen getrieben, und nicht durch eine bei nachhaltigen Rezessionen übliche größere Fehlallokation von Kapital, kombiniert mit der zu späten allgemeinen Erkenntnis, dass hier etwas schiefgelaufen ist. Letzteres war bekanntermaßen bei der Weltfinanzkrise der Fall, Immobilien- und Staatsfinanzierung betreffend, wie auch bei der Technologieblase vor 20 Jahren. Heute scheint es aus unserer Sicht weiterhin so, dass aufgrund der anhaltenden Verunsicherung, verursacht eben durch die Finanzkrise, eine vergleichbare



Fehlallokation auf breiter Front sehr unwahrscheinlich ist. Ausnahmen bestätigen die Regel: Und die große Ausnahme ist China. Hier sind in Industrien, die der Staat als strategisch ansieht, Überkapazitäten entstanden, wie sich zurzeit zeigt. Allerdings dürfte dies kaum ausreichen, um ein dauerhaftes Problem für die westlichen Volkswirtschaften darzustellen. In einzelnen Industrien ist dies jedoch etwas anderes.

Für die Unternehmen, die entweder eine überdurchschnittliche Abhängigkeit vom chinesischen Markt aufweisen oder mit chinesischen Anbietern im Wettbewerb stehen, hat sich die Lage eingetrübt. Die entscheidende Frage ist nun, ob bspw. die Nachfrageschwäche nur temporär ist, bedingt durch die Unsicherheiten, die durch den Zollstreit mit den USA verursacht wurden, oder ob sie ein länger andauerndes Problem darstellt. Letzteres ist bei Unternehmen aus unserer Sicht eingepreist, nicht in einer dramatischen Form, aber eben als Abschlag auf einen fairen Wert, der die nachhaltige Ertragskraft widerspiegelt.

### **Politische Unsicherheit wichtiger als ökonomische Fehlentwicklungen**

Abseits von China entwickeln die Unternehmen sich verhalten, aber nicht dramatisch negativ. Letzten Endes befindet sich die Welt nicht in einer Rezession: Die Ursachen der schwächelnden Konjunktur sind aus unserer Sicht die politischen Streitigkeiten, die zu einer Phase der Unsicherheit geführt haben. Niemand, der es nicht muss, lehnt sich zu weit zum Fenster heraus. Der Brexit oder die Zollstreitigkeiten, die die USA vom Zaun gebrochen haben, wirken sich eben nicht nur auf die Gefühlslage der Akteure aus, sondern haben bspw. ganz konkrete Auswirkungen auf

Investitionsentscheidungen: Solange die Dinge nicht klar sind, werden Entscheidungen eben verschoben. Das ist vollkommen rational und etwas, was man von einem Unternehmen auch erwarten sollte.

Somit dürfte die Entwicklung der Aktienmärkte davon abhängen, in welche Richtung der nächste Impuls gehen wird. Hier liegt es eigentlich nahe, dass einvernehmliche Lösungen im Interesse aller Akteure liegen sollten. Sollte es dazu kommen, dürfte die Unsicherheit sinken, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Risikoprämien und die Bewertung am Aktienmarkt. Gleichzeitig könnte man dann von einer leichten Entspannung am Zinsmarkt ausgehen, was ebenfalls je nach Marktsegment unterschiedliche Auswirkungen auf die Aktienmärkte haben sollte.

Allerdings: Was rational ist, wird nicht zwingend umgesetzt. Nach den Überraschungen der letzten Jahre sollte man nicht zu sicher sein (was vermutlich auch niemand ist). Andererseits wären für erneute ernsthafte Probleme an den Aktienmärkten eine nachhaltige Verschlechterung der politischen Rahmenbedingungen erforderlich. Nur kämen diese angesichts der Erfahrungen der letzten Jahre nicht mehr vollkommen überraschend. Insbesondere aber sind sie eher nicht im Interesse der verschiedenen Konfliktparteien, somit also nicht ausgeschlossen, aber nicht die wahrscheinlichste Variante.



## **Bewertung deutscher Aktien weitgehend euphoriefrei**

Der deutsche Aktienmarkt bewegt sich in Summe seit vier Jahren in einem breiten Seitwärtstrend. Die Bewertung vieler Aktien ist deutlich gesunken und antizipiert eine Rezession. Die Stimmung ist von euphorisch auf mittlerweile mindestens skeptisch, teilweise aber auch desinteressiert gedreht, und die Wahrnehmung Deutschlands hat den Weg vom Outperformer zum mancherorts wieder als kranken Mann Europas angesehener Volkswirtschaft in Rekordzeit zurückgelegt. Die Risiken der tief bewerteten Value-Aktien dürften nach dem Sell-off Ende 2018 vermutlich ziemlich begrenzt sein. Im Gegensatz zu den Chancen, sollte es zu einer leichten Verbesserung der Erwartungen kommen.

4

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.