



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Raik Hoffmann – 2/2018 vom 15.10.2018

Gute Gründe, in unsere Fonds zu investieren

Raik Hoffmann – Fondsmanager der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1997
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany Small/Mid Cap, FPM Funds Ladon – European Value, Spezialmandat der Sycomore Asset Management, Paris

- Zu unserer Sicht auf 2018 – und zu unseren Fonds
- Massives Auseinanderlaufen zwischen Value und Quality/Growth
- Guter Zeitpunkt zum Kauf unserer Fonds

1

Divergenz zwischen unserer mehrheitlich richtigen Sicht auf 2018 und der Performance unserer Fonds

Wenn man dieses Jahr bisher Revue passieren lässt, gibt es eine erhebliche Divergenz zwischen unserem Ausblick auf dieses Aktienjahr und unserer Performance in den Fonds. Während ersterer im Großen und Ganzen gepasst hat, ist die Performance unserer Fonds zutiefst enttäuschend. Was ist da so gründlich schiefgelaufen?

Die Zusammenfassung unserer Kernthesen für dieses Jahr lautete: Eine Abschwächung des Wachstums(momentums) in der EU und damit zumindest fürs erste Halbjahr verhaltene Aktienmärkte, aber nicht im entferntesten Rezessionsgefahr. Ein Ansteigen der Inflation und damit steigende Zinsen insbesondere in den USA, aber sukzessive auch in Europa. Daraus resultierend, eine höhere Volatilität mit der Erwartung, dass eine größere Korrektur auch mal die zunehmend spekulativen Elemente (Bitcoin, Tech-Aktien, IPO-Boom, usw.) des Marktes wieder korrigieren und damit die Aktienmärkte, von welchen wir aufgrund ihrer fairen Bewertung (Value eher billiger, Growth eher teurer) durchschnittliche Renditen erwarteten, wieder auf ein solideres Fundament stellen würden. Entsprechend dieser Erwartungen waren

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



wir mit höheren Cash-Beständen bzw. Absicherungen ins laufende Jahr gestartet, was wir nach dem schnellen Absturz Anfang Februar dann auch auf verbilligten Bewertungen wieder investiert hatten.

Auseinanderlaufen der Bewertungen zwischen Value und Quality/Growth

Während Indizes wie DAX, MDAX oder SDAX leicht höher stehen als nach der Korrektur Anfang Februar, sind unsere Fonds deutlich tiefer. Der wesentliche Grund hierfür ist ein massives Auseinanderlaufen von Value auf der einen Seite und Quality/Growth auf der anderen Seite. Oder anders ausgedrückt: Billige Aktien wurden noch (viel) billiger, während bereits teure Aktien noch teurer wurden. Am besten kann man das am TecDAX sehen, der rund 15 % höher steht als damals. Aber auch in den anderen deutschen Indizes haben diejenigen Aktien, die ein (vermeintlich) sehr gut vorhersagbares Wachstum aufweisen (Quality), gegen den Trend deutlich zugelegt, während viele andere Aktien zum Teil deutlich nachgaben. So handeln im TecDAX viele Aktien mittlerweile auf KGVs von 50 und höher. Unternehmen aus der Kategorie Quality werden oftmals mit KGVs von 20 bis 30 und teils sogar noch deutlich darüber bewertet. Hierunter zählen z. B. neben Immobilienaktien auch Aktien wie MTU, Rational oder Symrise, die sich nicht gerade durch hochdynamische Wachstumsraten auszeichnen. Rechnet man ein paar von diesen oft auch hochgewichteten Aktien aus den Indizes heraus, würden auch die Nebenwerteindizes deutlich tiefer stehen. In den USA ist die Situation übrigens nicht viel anders, auch dort ziehen einige Tech-Schergewichte den Markt. Das letzte Mal, dass die Segmentperformance ähnlich extrem auseinandergelaufen ist, war Ende der 90er Jahre während des Telekom-Medien-Technologie-Booms. Da viele dieser Aktien bereits am Jahresanfang mit KGVs von 20 bis 40 nicht unseren Bewertungsmaßstäben entsprachen, hatten wir diese entsprechend in unseren Portfolios nicht berücksichtigt. Aufgrund der nochmals gestiegenen Bewertungen qualifizieren sich diese jetzt noch viel weniger.

Guter Zeitpunkt zum Einstieg in unsere Fonds

Die Bewertungsdivergenzen sind mittlerweile so extrem geworden, dass jetzt eigentlich ein guter Zeitpunkt ist, entgegen den Jahresrankings antizyklisch in unsere Fonds zu investieren. Langfristig gibt es an

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



Kapitalmärkten einen „Return to the Mean“, aber leider sagt dies nichts über das Timing aus. Oder wie schon John Maynard Keynes sagte: „Die Märkte können länger irrational bleiben, als du solvent!“ Im Herbst 1999 konnte man den Bewertungsschwachsinn des Neuen Marktes sicherlich auch schon sehen, und trotzdem sind die Bewertungen noch weitere sechs Monate angestiegen. Ähnliches kann man natürlich auch jetzt nie ganz ausschließen, aber die Wahrscheinlichkeit ist wohl geringer als damals. Während damals Greenspan noch Geld in den Markt pumpte, weil wegen der technischen Umstellung auf das Jahr 2000 Computerprobleme befürchtet wurden, stehen die Notenbanken diesmal auf der Bremse. Wir von unserer Seite halten an der Positionierung fest und positionieren die Fonds eher noch stärker in diese Richtung, in dem extrem abgestrafte Aktien höher und Aktien, die sich zwischen diesen beiden Extremen befinden und entsprechend besser gehalten haben, abgebaut werden.

Gründe für die Bewertungsdivergenzen

3
Es gibt wahrscheinlich keinen alleinigen Auslöser für dieses extreme Auseinanderlaufen der Bewertungen, vielmehr ist wohl ein Bündel von Unsicherheiten in den letzten Monaten dafür verantwortlich (mein Kollege Martin Wirth hat diese detailliert in seinem Oktober-Kommentar dargelegt, den Sie auch unter www.fpm-ag.de/kommentare finden). So sind es z. B. die ungelöste Brexit-Problematik, die Konfrontationen der Italiener mit der EU und insbesondere die Handelsstreitereien von Trump, die seit Frühjahr für eine erhöhte Unsicherheit sorgen. Auch wenn es die Realwirtschaft bisher nur marginal getroffen hat, bleibt latent ein ungutes Gefühl zurück. Verstärkt durch Emerging-Markets-Turbulenzen hat dies natürlich das Potenzial, die aktuelle „Schwächephase“ der europäischen Wirtschaft, die wir eigentlich gegen Ende des Sommers haben auslaufen sehen, noch etwas zu verlängern. Die Handelsstreitigkeiten werden sich wohl mit Ausnahme von China wieder entspannen, wie dann doch die schnelle Einigung mit Kanada und Mexiko zeigte. Ein paar kleinere Zugeständnisse für Trumps Wählerbasis sollten (hoffentlich) auch die Blaupause für die Verhandlungen mit Europa sein. Während die US-Amerikaner in Umfragen den Handel mit Europa, Kanada und Japan mehrheitlich als fair bewerten, ist die öffentliche Meinung bei China komplett anders. China öffnet sich seit Jahren nur soweit, wie es den eigenen Interessen entspricht, ausländische Firmen werden massiv behindert, um die heimische Industrie zu fördern. Dies ist offensichtlich, nur traut sich dies niemand groß zu kritisieren, um seine „Geschäfte“ nicht zu gefährden.

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



Man erinnere sich nur an den Kotau von Daimler im Zusammenhang mit einem Zitat des Dalai Lama. Aber damit waren sie in bester Gesellschaft mit diversen anderen Unternehmen, denen ähnliches wiederfuhr. Sollte es nur um diese Handelsthemen gehen, sind diese zwar nicht sehr schnell, aber wohl lösbar. Sollte aber das Ziel der US-Regierung eher geopolitisch sein, den steigenden Einfluss der Chinesen zumindest zu verlangsamen, wird uns dieser Konflikt sicher länger belasten. Die erste Runde der Zölle haben die Chinesen durch eine zehnpromzentige Abwertung ihrer Währung aufgefangen. Wenn die Zölle sich ab Januar um weitere 15 % erhöhen und China mit einer weiteren Währungsabwertung reagiert, dürften die bisherigen Emerging-Markets-Turbulenzen erst der Anfang gewesen sein. Diese wäre natürlich für den Markt insgesamt belastend, aber Aktien mit hohen Erwartungen und Bewertungen sollten überproportional leiden, zumal in vielen Value-Aktien zum Teil schon sehr negative Szenarien eingepreist sind.

Weiterhin pro Value: Steigende Zinsen

Was bereits aber kurzfristig für Value-Aktien spricht, sind die steigenden Zinsen. Vor dem Hintergrund eines sich aufbauenden Preisdrucks sind in der Tendenz weiter steigende Zinsen sehr wahrscheinlich. Insbesondere für die USA ist der Trend zu weiteren Zinserhöhungen ziemlich klar und höchstens eine größere Marktschwäche würde die FED wahrscheinlich innehalten lassen. Bei zweijährigem Renditen von knapp 3 % und zehnjährigem von über 3,2 % werden Anleihen mehr und mehr zur Konkurrenz für Aktien. Dies sollte ab einem gewissen Punkt die stabilen und teuren Wachstumsaktien belasten, während Value-Aktien davon tendenziell profitieren (z. B., dass Pensionsverbindlichkeiten bei steigenden Zinsen sinken).

Ihr Raik Hoffmann

Disclaimer: Die in diesem Kommentar enthaltenen Meinungsausagen 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.