

Focus

ECP European Value Strategie: Ausblick

November 2018

Marktumfeld & Ausblick

Die Verkaufswelle im Oktober veranlasste uns, die Veröffentlichung unseres Quartalsberichts zu verschieben, damit wir den möglichen Auswirkungen dieser Korrektur bei unserer Marktanalyse Rechnung tragen können.

Der Oktober hat uns in der Tat schmerzhaft daran erinnert, was in dieser Phase des Marktzyklus nach einem neunjährigen ununterbrochenen Bullenmarkt passieren kann. Tatsächlich sollte man nicht vergessen, dass die europäischen Aktienmärkte seit dem Tief im März 2009 um mehr als das Doppelte zugelegt haben.

Das Marktumfeld hat sich 2018 nach und nach verschoben: Die Zentralbanken haben mit der Straffung ihrer Geldpolitik begonnen, wobei die US-Notenbank mit ihrem Straffungszyklus weiter fortgeschritten ist als die EZB. Entsprechend steigen die Zinsen, und die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen rentieren inzwischen mit 3,2% (Stand: 5.11.2018).

Es liegt auf der Hand, dass viele Unternehmen mittlerweile mit größeren Herausforderungen konfrontiert sind als noch vor zwei Jahren. Das Voranschreiten des Konjunkturzyklus bedeutet, dass der zwar Zyklus reift, aber noch nicht abgeschlossen ist: Die Volkswirtschaften wachsen langsamer als zuvor, die Kaufkraft der Verbraucher ist dank steigender Löhne und niedriger Finanzierungskosten für ihr Wohneigentum hoch, die Arbeitsmärkte boomen, Unternehmen müssen begehrten Mitarbeitern mehr zahlen, um sie zu binden, und die Rohstoffpreise sind im Aufwärtstrend. **Infolge der Kombination von schwächerem Wachstum und höheren Produktionskosten wird es für die Unternehmen schwieriger, die gleiche Gewinnwachstumsdynamik wie in den letzten Jahren fortzusetzen.** *Mr. Market* zog umgehend Rekordsummen ab, so dass praktisch alle Sektoren die letzten sechs Monate mit Verlusten schlossen. Die KGVs sind in der Folge sektorübergreifend um 10% bis 30% eingebrochen, wobei die Öl- und Automobilsektoren am härtesten abgestraft wurden. Die Gewinnprognosen haben der Realität noch nicht Rechnung getragen. In Kürze wird der Markt sehr negative Konjunkturaussichten in die Kurse einpreisen.

Und wie immer am Aktienmarkt: Wenn sich die Dinge überstürzen, passieren Fehler. In der Praxis bedeutet dies, dass *Mr. Market* gute und schlechte Unternehmen (entsprechend der Marktrichtung) unterschiedslos über einen Kamm geschert hat, ohne die Besonderheiten der Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmen genauer unter die Lupe zu nehmen. Unter diesen Bedingungen kommt somit es immer wieder vor, dass Unternehmen – unserer Ansicht nach – nicht korrekt bewertet sind. Obwohl wir die Reaktionen von *Mr. Market* durchaus nachvollziehen können und respektieren, macht dies für uns als fundamental orientierte Investoren mit längerem Anlagehorizont nicht viel Sinn.

Was bedeutet dies für Value-Investoren wie wir?

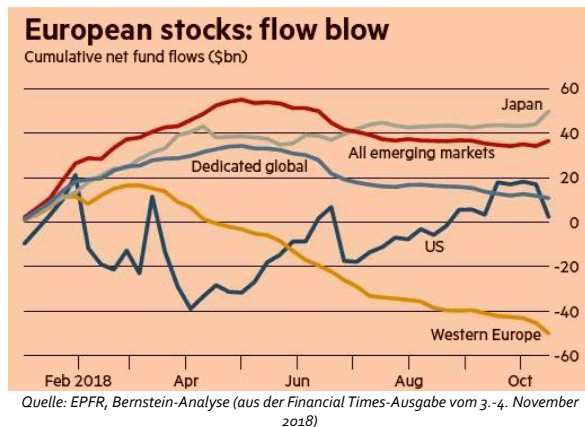
Erstens spiegeln höhere Zinsen die dynamischere Konjunktur und höhere Unternehmensgewinne wider, was der Ertragskraft der Unternehmen, in die wir investiert sind, zugute kommt. Zweitens üben höhere Zinsen Druck auf Wachstumsaktien aus, die in der Regel einer längerfristigen Anlagelogik folgen. Mit anderen Worten: Wenn die Zinsen steigen, sind kurzfristig erzielbare Cashflows (Value) werthaltiger als die weit in der Zukunft liegenden Cashflows (Wachstum). Wie die nachstehende Grafik zeigt, besteht eine historische Korrelation zwischen höheren Zinsen und der Überperformance von Value-Aktien im Vergleich zu Wachstumsstrategien.



Vom europäischen Standpunkt aus betrachtet stellt sich die Lage allerdings erheblich komplexer dar.

Die Zinsen der größten Länder wie Deutschland haben sich noch nicht wirklich bewegt, während das politische Risiko in Italien aufgrund des neuen Haushaltsentwurfs der populistischen Regierung eine Spreaderweiterung ausgelöst hat.

Und nicht zuletzt ist festzustellen, dass sich das globale Wirtschaftswachstum zwar verlangsamt hat, aber eine Desynchronisation zwischen Europa und den USA zu beobachten ist, wobei sich die US-Wirtschaft besser behauptet. Folglich fließt immer noch Kapital aus europäischen Aktien an den US-Aktienmarkt, der als „sicherer Hafen“ wahrgenommen wird.



Als Bottom-up-Investoren liegt unser Schwerpunkt auf der Analyse der Fundamentaldaten der Unternehmen, um ihre Ertragskraft zu ermitteln. Dennoch dürfen wir den Blick für das Gesamtbild, d.h. die makroökonomischen und politischen Entwicklungen, nicht verlieren, damit wir nicht durch Top-Down-Bewegungen in Mitleidenschaft gezogen werden, die das operative Umfeld der Unternehmen in unserem Portfolio erschweren. Entsprechend **haben wir derzeit fünf Themenfelder identifiziert, die wir in den kommenden Monaten genau im Auge behalten müssen:**

1) Das Comeback des Value-Stils

Wie bereits erwähnt hat die Vergangenheit gezeigt, dass Value-Investments in Zeiten steigender Zinsen eine Überperformance erzielen. Trotz des veränderten Marktumfelds ist die Überperformance von wertorientierten Strategien in Europa bisher noch nicht greifbar. Auch wenn die Value-Indizes während der jüngsten Marktkorrektur weniger stark gesunken sind als Wachstumsindizes, sind viele Mid-Cap-Unternehmen, die in der Regel die „üblichen Verdächtigen“ für flexible

Contrarian-Strategien wie unsere sind, hauptsächlich aus Liquiditätsgründen übel abgestraft worden.

2) Brexit

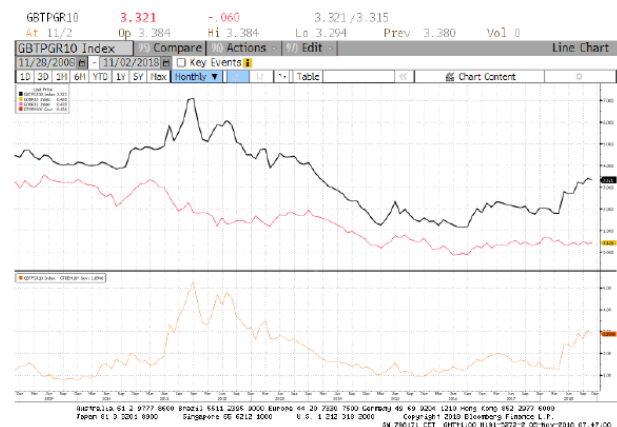
Der Brexit ist ein schmerzhafter Prozess mit noch immer ungewissem Ergebnis. Wir glauben, dass am Ende die wirtschaftliche Vernunft vor politischer Dummheit auf beiden Seiten des Ärmelkanals siegen wird, doch bis dahin belastet die nagende Unsicherheit in Europa die Anlegerstimmung.

Kurzfristig hat das britische Pfund gegenüber den US-Dollar und dem Euro zugelegt, doch verharret es in der langfristigen Betrachtung auf einem sehr niedrigen Niveau.

3) Italien

Abgesehen vom Brexit ist Italien sicherlich die Achillessehne der europäischen Politik. Die neue italienische Regierung will die öffentlichen Ausgaben erhöhen, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Die europäischen Vorgaben, die für alle Staatshaushalte bindend sind, stoßen in Italien auf taube Ohren.

Der Markt kann diese Situation nicht ignorieren, denn hierdurch wurde eine Erweiterung der Spreads (siehe folgende Grafik) ausgelöst und das Misstrauen der Investoren hinsichtlich des italienischen Finanz- und Bankensektors ist gestiegen.



Quelle: Bloomberg

4) Welthandel

Die Handelsspannungen zwischen den USA und ihren wichtigsten Handelspartnern dominierten in den letzten Monaten regelmäßig die Schlagzeilen, wobei der Handelsstreit mit China die größte Sorge ist.

Zuletzt rechnete der Konsens damit, dass es in Kürze zu Verhandlungen zwischen den beiden Wirtschaftsgiganten kommen wird, die zu einer Lösung des Handelsstreits führen könnten. China hat bereits signalisiert, dass es für eine Zunahme der Import offener sei.

Die Erholung chinesischer Aktien in der letzten Oktoberwoche ist die wahrscheinliche Folge dieser positiveren Wahrnehmung an den Märkten.

5) Öl

Die Rohstoffpreise sind in den letzten Monat insgesamt gestiegen, was deutlich auf die Produktionskosten der Unternehmen durchschlägt.

Dennoch lag der Ölpreis im Oktober wieder im Abwärtstrend, nachdem Saudi-Arabien aufgefordert worden war, die Förderung zu erhöhen. Diesem Druck gab Saudi-Arabien nach, um die internationale Öffentlichkeit nach dem Mord an einem Journalisten in der Türkei zu besänftigen. Zwar sind die Bestände derzeit hoch, doch neue Sanktionen gegen den Iran, die Anfang November in Kraft treten, werden nicht ohne Folgen für den Ölpreis bleiben und ihn in die Höhe treiben.

Positionierung des Portfolios

2017 und Anfang 2018 hat *Mr. Market* viele Unternehmen aufgrund perfekter Ergebnisse und rosiger Aussichten in den Himmel gehoben. Wir haben die gute Stimmung genutzt, um ganze Positionen in einigen Unternehmen zu verkaufen. So senkten wir unsere Exposure im Automobilsektor, der am Aktienmarkt derzeit unter größtmöglichem Druck steht. Wir reinvestierten den Erlös mit Bedacht in konservativere Geschäftsmodelle, die *Mr. Market* bis noch vor kurzem als „altmodisch“ verschmähte. Uns bot sich ein günstiger Einstiegszeitpunkt in Unternehmen wie ISS, G4S, Jeronimo Martins und Shire (letzteres Unternehmen wurde nur wenige Tage nach unserer Investition übernommen). Inzwischen hat sich die Stimmung von *Mr. Market* geändert, er geht von einem sehr pessimistischen Szenario (für nahezu alles) aus. Diese Kehrtwende können wir ebenfalls für bestimmte Anlagen nutzen, die nicht zu hundert Prozent vom Konjunkturzyklus abhängig sind und unseren Investoren hohe Renditen bringen werden. Wir bauen unsere Positionen schrittweise auf, um das Timing-Risiko zu reduzieren.

In vielen Fällen nehmen wir eine Position ein, die dem Markttrend entgegen läuft. Mit dieser Strategie haben wir in den letzten 20 Jahren stets hohe langfristige Renditen erzielt. Allerdings droht einem Contrarian-Investor, der sich gegen den Trend stemmt, immer auch die Gefahr, als Dummkopf belächelt zu werden – und dies kann geraume Zeit so bleiben. Damit müssen wir aber leben.

Durch das geänderte Marktumfeld, so schmerzhaft es für uns kurzfristig auch sein mag, ergeben sich Anlagemöglichkeiten. Wir sind davon überzeugt, dass in den letzten Wochen viele Kinder mit dem Bade ausgeschüttet worden sind, wodurch eine Situation entstanden ist, in der die Bewertungen mehrerer Unternehmen inzwischen auf derart niedrige Niveaus gesunken sind, als ob es für sie keine Zukunft mehr gäbe. Das gilt sowohl für Unternehmen, die wir bereits im Portfolio halten, als auch solche, in die wir nicht investiert sind.

Bei solchen Konstellationen stellen wir uns immer zwei sehr einfache Fragen: Erstens: Verkauft das Unternehmen ein Produkt oder eine Dienstleistung, das/die auch in der Zukunft gebraucht wird? Zweitens: Verfügt das Unternehmen über genügend Substanz, um mögliche Turbulenzen zu überstehen? Wenn beide Fragen mit einem klaren „JA“ beantwortet werden können, nehmen wir das Unternehmen unter die Lupe. Verläuft der Researchprozess erfolgreich und ist seine Bewertung attraktiv genug, dann erwägen wir eine Anlage und bauen schrittweise eine Position in diesem Unternehmen auf. Insgesamt haben mehr als 10 Unternehmen in diesem Jahr unserer Portfolio verlassen, 10 Neuzugänge kamen ins Portfolio. Mehr als die Hälfte unserer neuen Unternehmen wurde nach dem Sommer gekauft. Die neuen Positionen weisen ein defensiveres Geschäftsmodell und eine niedrigere Bewertung auf als jene, die aus dem Portfolio ausgeschieden sind.

Fazit

Das Marktumfeld ist nach wie vor eine große Herausforderung für langfristig orientierte Investoren wie wir. Es ist heute wichtiger denn je, an unseren bewährten Prozessen festzuhalten und unseren Anlagegrundsätzen treu zu bleiben, d.h. weiter in erstklassige Unternehmen zu investieren, die sich durch eine hohe Ertragskraft auszeichnen.

Europäische Aktien sind eine unbeliebte Anlageklasse, obwohl die – absoluten und relativen – Bewertungen noch immer niedrig sind und die Unternehmen, in die wir investiert, sind noch immer eine hohe Ertragskraft aufweisen.

Zum Beginn der neuen Phase im Konjunkturzyklus sind die Konsensprognosen für die Unternehmensgewinne nicht sehr hoch, so dass die Gefahr von Enttäuschungen geringer ist als im letzten Quartal.

Dies ist unserer Ansicht nach ein guter Ausgangspunkt in einem Umfeld, das sich zugunsten von Value-Strategien entwickeln wird – wenn man vergangenen Erfahrungen Glauben schenken darf.

Wir müssen uns darüber im Klaren sein, dass **wir jetzt die Weichen für unsere Performance der nächsten 4 bis 5 Jahre stellen.**

Deshalb halten wir nach Unternehmen Ausschau, die sich durch eine hohe fundamentale Unterbewertung im Verhältnis zu der von uns erwarteten Ertragskraft in einem normalen Jahr auszeichnen. Und das ist der Ausgangspunkt unserer Philosophie.