



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Raik Hoffmann – 4/2017 vom 19.12.2017

2017 und 2018: Blick zurück und nach vorn

Raik Hoffmann – Fondsmanager und Vorstand 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

- 2017: Erwartungen für konjunkturelles Umfeld haben sich erfüllt, Zinsprognosen hingegen nicht
- Wir zweifeln am aktuellen Goldilocks-Konsens
- Aktienmärkte verfügen über weiteres Potential
- Klassische Value-Aktien nach wie vor attraktiver als Qualitätsaktien mit vorhersehbaren Gewinnen
- Absurdes Zins-Niveau ergibt auch jetzt keinen Sinn – wir erwarten weiterhin steigende Zinsen
- Anstieg der Volatilität könnte neue Chancen eröffnen

„Prognosen sind schwierig, vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen.“

Dieser Wahrheit entsprechend versuchen wir die drei Kriterien zu analysieren (Geschäftsmodell, Management und Bewertung), die für die Zukunft eines Unternehmens und dessen Performance relevant sind, ohne dabei die Zukunft vorhersagen zu müssen. Unternehmen mit einem langfristig stabilen und erfolgreichen Geschäftsmodell, einem konservativen und dem Aktionär verpflichteten Management sowie einer günstigen Bewertung werden kurzfristige politische Marktunsicherheiten oder gar Rezessionen überstehen, in der Regel gestärkt daraus hervorgehen und Kursrückgänge in einem meist absehbaren Zeitraum wieder aufholen. Da wir uns aber natürlich auch Gedanken zur aktuellen Lage des Kapitalmarktes machen, wollen wir diese entsprechend dem Branchenritual teilen und ein paar Einblicke in unsere Erwartungen für 2018 geben. Zuvor aber kurz ein Rückblick auf 2017.

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



Unsere Annahmen für 2017 – und was daraus geworden ist

Unsere Erwartungen für ein gutes konjunkturelles Umfeld haben sich voll und ganz bestätigt. Dass die Frühindikatoren (PMI-Zahlen, ifo) ein deutlich höheres Wachstum als das von den Konjunkturforschern erwartete indizierten, haben wir frühzeitig aufgezeigt. Auf den zunehmend synchron verlaufenden globalen Konjunkturaufschwung hatten wir ebenso verwiesen. Da die Bewertungen nur in Teilbereichen des Aktienmarktes (sogenannten Bond-Proxies) teuer waren und ansonsten zum Teil extrem günstige Aktien zu finden waren, hatten wir einen guten Aktienjahrgang erwartet. Dass es am Ende ein so guter Jahrgang für unsere Investoren werden würde, freut uns natürlich besonders. Womit wir allerdings völlig falsch gelegen haben, waren unsere Erwartungen für die Zinsen. Hier hatten wir definitiv ein steigendes Zinsniveau erwartet. Insbesondere vor dem Hintergrund eines am Ende deutlich stärkeren wirtschaftlichen Wachstums wäre dies sogar noch logischer gewesen. Aber dass die sogenannten „Financial Conditions“ selbst in den USA vor dem Hintergrund von Vollbeschäftigung und einer Notenbank mit einer Tendenz zu einer restriktiveren Geldpolitik (Zinserhöhungen) noch lockerer geworden sind, spricht Bände und zeigt, wie die von EZB und BOJ geschaffene Liquidität um die Welt vagabundiert. Da unsere Portfolios aber so aufgebaut waren, dass allenfalls weiter sinkende Zinsen einen negativen Einfluss gehabt hätten (Bond-Proxies als Gewinner), konnten wir dies verschmerzen. Die extrem niedrige Volatilität (insbesondere am US-Markt) hat uns ebenfalls überrascht.

2

2018: Wirtschaftliches Umfeld für Aktienmärkte

Mittlerweile haben die Konjunkturforscher mehrfach ihre Prognosen erhöht. Die Erwartung eines synchronen Aufschwungs bei niedrigen Zinsen und entsprechend geringer Volatilität ist zum Konsens geworden – Goldilocks forever. Hieran haben wir aber einige Zweifel. Aber der Reihe nach.

Grundsätzlich stellt sich das wirtschaftliche Umfeld weiter sehr positiv dar. Zwar wird die hohe Dynamik der Wirtschaft, mit der 2017 zu Ende gehen wird, höchstwahrscheinlich nicht zu halten sein, aber für eine Rezession fehlen fast alle Zutaten, insbesondere Überinvestments und stärker bremsende Notenbanken, von inversen Zinsstrukturkurven ganz zu schweigen. Von daher sollte der Gewinnrendenz weiter nach oben zeigen und die Aktienmärkte, die mit einigen Ausnahmen im Großen und Ganzen fair bewertet sind, über weiteres Potenzial verfügen. Dabei sollten weiterhin die von uns bereits seit längerem favorisierten klassischen Value-Aktien über mehr Potenzial verfügen als Qualitätsaktien mit extrem vorhersagbaren Gewinnen, aber die Bewertungsunterschiede sind ein Stück weit zusammengelaufen und nicht mehr so ausgeprägt wie vor einem Jahr.

Das einzige, was die Party vielleicht stören könnte, ist China, wo aktuell mal wieder stärker gebremst wird, um der Schuldenorgie Herr zu werden. Aber wie immer fühlen wir uns außer Stande, in die chinesische Black-Box mehr Licht hineinzubringen und überlassen dies lieber den Experten, beobachten aber bestimmte Parameter der chinesischen Volkswirtschaft, um Unheil rechtzeitig zu entdecken. Aus dem Bauch heraus ist es aber schwer vorstellbar, dass vor dem Hintergrund des globalen Aufschwungs gerade jetzt die möglichen Probleme eskalieren sollten. Wahrscheinlich wird China das aktuelle starke globale Wachstumsmomentum etwas verlangsamen und auch weiter versuchen, das Kreditwachstum zu

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



begrenzen, sofern dafür Spielraum vorhanden ist. Von daher stehen eigentlich die Börsenampeln weiter auf Grün.

Niedrige Zinsen führen zur Angleichung der Risikoprofile von Aktien und Anleihen

Allerdings haben die Notenbanken eine Situation geschaffen, die erhebliche Implikationen hat: Mit Zinsen am „Zero Bound“ kann man mit Anleihen eigentlich nur noch wenig bis gar nichts verdienen (oder erhält sogar negative Renditen bei kürzeren Laufzeiten), im Falle eines Zinsanstiegs aber erheblich (und schnell) verlieren (sog. negative Skew). Damit gleicht sich das Risikoprofil von Anleihen an jenes von Aktien an. Folglich müssen Aktien auch keine Risikoprämie gegenüber Bonds mehr aufweisen, und Aktienbewertungen haben entsprechend Luft nach oben. Da man dies natürlich nicht genau berechnen kann und die Präferenzen der Investoren dieses neue „Gleichgewicht“ bestimmen, bewegt man sich hier auf unbekanntem Terrain; es erklärt aber ziemlich gut unser Low-Volatility-Umfeld und die steigenden Bewertungen. Sollten die Zinsen auf dem aktuellen Niveau bleiben, ist der Ausblick für 2018 ziemlich gut, und wahrscheinlich wäre weiterer Spielraum für Ausweitungen der Bewertungen vorhanden, insbesondere der im Vergleich zu den USA niedrigen deutschen und europäischen Multiples.

Allerdings bedingt dies eben, dass die Zinsen da verharren, wo sie aktuell sind. Auch wenn wir mit unserer Erwartung an steigende Zinsen seit einiger Zeit falsch liegen, ergibt das absurde Niveau trotzdem nicht mehr Sinn als vor einem Jahr. Bei rund 2 % BIP-Wachstum und einer Inflation, die bei 1,5 %+ liegt, sollte die Bondrendite in Deutschland eher bei 3,5 % - 4 % als bei 0,3 % liegen. Tut sie aber nicht dank EZB & Co. ³ Trotzdem muss man sich die Frage stellen, was von hier aus für gleichbleibende oder gar sinkende Renditen spricht. Außer der denkbaren Möglichkeit einer deutlichen Wachstumsverlangsamung (wäre dann wahrscheinlich auch nicht positiv für die Märkte) sowie sinkenden Inflationsraten nicht viel. Ist dies realistisch?

Wenn man die niedrigen Inflationsraten mit dem immer noch vorhandenen (wirklich?) Output-Gap erklärt, dann wird dieses mit jedem Monat der Expansion kleiner und nicht größer. Wie die Tarifabschlüsse in Deutschland ausgehen, wird interessant sein zu beobachten, aber ob da weiter eine 2 vor dem Komma stehen wird, kann man wohl bezweifeln. Sollten die USA ihre Steuerreform noch dieses Jahr beschließen, wird dies bei der Reife des Konjunkturzyklus und quasi Vollbeschäftigung auch eher preissteigernd als dämpfend wirken. Ob die schnelleren Abschreibungsmöglichkeiten sogar einen kleinen Investitionsboom auslösen, wird man abwarten müssen. Es ist aber durchaus eine These, die aufgrund von unseren Gesprächen mit Unternehmen eine gewisse Glaubwürdigkeit besitzt. Zumindest für die kleineren Unternehmen in den USA könnte dies zutreffen. Die großen Unternehmen werden wahrscheinlich ihre Auslandsvermögen steuergünstig repatriieren und Aktien zurückkaufen. So steigen wenigstens die Gewinne pro Aktie und werden nicht durch Abschreibungen belastet und unterstützen entsprechend die Boni der Top-Manager.

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



Notenbank-Politik

All dies passiert vor dem Hintergrund, dass die Notenbanken immer weniger Geld in den Markt pumpen. Die EZB halbiert zum Januar ihre Anleihekäufe, die Amerikaner reduzieren ihre Bondbestände, und die Japaner werden wohl folgen. Sollte die EZB im Herbst die Anleihekäufe einstellen oder zumindest nochmals deutlich reduzieren, werden ab Herbst 2018 die Käufe der großen G4-Notenbanken höchstwahrscheinlich in den negativen Bereich abrutschen (aufgrund der Bilanzreduzierung der FED). Auch über das Ende von Draghis Amtsperiode wird man irgendwann anfangen zu diskutieren, auch wenn Oktober 2019 noch in weiter Ferne liegt. Aber eine EZB-Politik und die Forward-Guidance, die stark durch ihn geprägt sind, ist nur so lange glaubwürdig, wie er noch am Ruder ist. Ob Draghi bereits vorher eine gewisse Normalisierung einleiten wird, um nicht nur als größter Gelddrucker in Erinnerung zu bleiben, muss man abwarten, ist aber wohl kein ganz abwegiger Gedanke (also ich würde es an seiner Stelle tun ☺). Ob danach mal ein Deutscher das Ruder übernimmt, kann man bezweifeln, aber nach einem Holländer (eher der Bundesbankpolitik nahe stehend), einem Franzosen (eher südeuropäische Denke) und jetzt einem Italiener (selbstredend) wäre zumindest ein Kandidat näher der Bundesbankpolitik an der Reihe.

Da die Bondmärkte wie die Lemminge nur auf tatsächlich steigende Inflationsraten reagieren (siehe letztes Jahr, als erst ein vorhersehbarer Anstieg der Inflationsraten einen Zinsanstieg in H2 auslöste), kann dadurch auch ein weiterer Belastungsfaktor auf die Zinsmärkte zukommen. Man kann zumindest für die USA ziemlich gut vorhersagen, dass aufgrund von Basiseffekten ab Q2 die Inflation anziehen wird. Einerseits annualisiert sich dann der dramatische Fall der Mobilfunkpreise in den USA, andererseits hat der schwächere Dollar einen Einfluss auf die Importpreise. Damit sollte sich die Kerninflation im ersten Halbjahr 2018 Richtung FED-Ziel bewegen und die Normalisierung der Geldpolitik mit mehreren Zinserhöhungen (vier?) in 2018 fortsetzen. In Europa mag dies etwas anders aussehen, aber dass die Zinsen in Europa auf steigende US-Zinsen nicht reagieren, erscheint wohl eher unwahrscheinlich.

4

Ausblick Aktienmärkte 2018

Die Faktoren, die gegen einen Fortbestand der ultraniedrigen Zinsen in Europa, aber auch in den USA sprechen, nehmen zu: Sinkende Arbeitslosenquoten und damit ein geringeres Output-GAP (sofern überhaupt noch vorhanden), zum Teil absehbar steigende Inflationsraten und Zentralbankbilanzen, die sukzessive langsamer ansteigen und im zweiten Halbjahr 2018 anfangen zu schrumpfen. Dass vor diesem Hintergrund die Zinsen im Jahresverlauf 2018 immer noch so tief stehen wie heute, erscheint unwahrscheinlich, wenn auch nicht unmöglich. In den USA könnte durchaus wieder mal eine 3 vorne stehen, was dann wiederum zu steigenden Risikoprämien für Aktien führen könnte und entsprechend Druck auf die Bewertungen auslösen dürfte.

Wenn man alles zusammenfasst, sollten die Aktienmärkte in 2018 über weiteres Potenzial verfügen, was aber mit einer steigenden Volatilität aufgrund höherer Zinsen einhergehen sollte - eine größere Korrektur als 2017 eingeschlossen. Die Zinsseite ist sicherlich die größte Bedrohung, die wir aktuell ausmachen können. Sollten die Aktienmärkte aber stärker fallen, werden die Notenbanken eine Normalisierung wieder aufschieben, was dann die Zinsen drücken und die Aktien unterstützen würde.

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



Wenn man sich den aktuellen Zustand der Märkte anschaut (Bitcoins, High Yields, aber auch am Aktienmarkt einige Teilbereiche und Mode-IPOs, die zigfach überzeichnet sind und die Geschäftserwartungen für drei bis vier Jahre einpreisen), könnte das den Markt wieder auf eine solidere Grundlage stellen und dem aktiven Investor neue Chancen eröffnen.

Ihr Raik Hoffmann

Disclaimer: Die in diesem Kommentar 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.