



FPM-Ladon-Kommentar **Reducing the Noise**

Raik Hoffmann – 1/2017 vom 27.02.2017

Alle Zeichen auf Aktien

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

- Fundamentales Umfeld für europäische Aktien weiterhin besser als medial wahrgenommen
- Konjunkturaufschwung verfestigt sich global
- Gute Ausgangsbasis für aktienfreundliche Märkte – auch durch weiterhin viel zu niedrige Zinsen
- 2017 neben Wahlen auch sich weiter aufbauender Inflationsdruck wegweisend
- Mögliche Blase im Bond-Bereich
- Weiterhin sehr attraktive Investitionsmöglichkeiten im Aktienbereich

Für den FPM Funds Ladon – European Value:

- Aktien bleiben bevorzugte Asset-Klasse
- Staats- und Unternehmensanleihen weiterhin uninteressant
- Aussichtsreiche Positionierung in Value-Aktien

Fundamentale Wirtschaftslage

Das fundamentale Umfeld für Aktien der Eurozone ist weiterhin viel besser als die allgemeine Wahrnehmung in den Medien. Neben einem positiven Kreditzyklus, der nach vielen Jahren endlich nach oben zeigt, sind insbesondere die Konsumenten die treibende Kraft hinter der europäischen Konjunktur. Grund für die gestiegene Kaufkraft ist die kontinuierlich sinkende Arbeitslosenquote in der Eurozone auf mittlerweile 9,6 %, was dem tiefsten Niveau seit 2009 entspricht. In Ländern mit Vollbeschäftigung wie z.B. Deutschland sind zunehmend kräftigere Lohnsteigerungen zu sehen. Darüber hinaus kann konstatiert werden, dass die Zeit der großen Austerität in Europa beendet ist und das Pendel nach dem Aufschwung diverser populistischer Parteien eher wieder in Richtung einer etwas lockeren Haushaltspolitik zurückschwingt.

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



Dieses positive wirtschaftliche Szenario wird durch eine von Deflationsangst getriebene EZB (Anleihekäufe) noch zusätzlich angeheizt, was sich mittlerweile in Wachstumsraten der Geldmenge M1 von fast 9 % in der Eurozone widerspiegelt. Alles in allem gute Aussichten 2017 wiederum um die 1,5 % bis 2 % zu wachsen. Bei leichtem Bevölkerungswachstum und 1 % Produktivitätssteigerung entspricht das ziemlich genau dem Potenzialwachstum. Alles nicht spektakulär und aufgrund globaler demographischer wie auch Verschuldungstrends wohl langfristig nicht viel besser zu erwarten, aber noch lange keine Katastrophe. Positiv ist sicherlich auch, dass der Aufschwung global endlich relativ synchron verläuft.

Ein sich global verfestigender Konjunkturaufschwung verbunden mit weiterhin viel zu niedrigen Zinsen bildet weiterhin eine gute Ausgangsbasis für freundliche Aktienmärkte. Wie von uns seit Monaten vorhergesagt, haben sich auch die Inflationsraten nach der Annualisierung des Ölpreisverfalls entsprechend nach oben bewegt. Wer aktuell gleichzeitig frisches Gemüse oder Salat kauft, kann teilweise noch viel höhere Preissteigerungsraten als beim Öl erkennen. Den Wetterkapriolen in Südeuropa sei Dank! Entsprechend haben sich die Inflationsraten wieder deutlich von der Nulllinie entfernt. Aber während die EZB die niedrige Inflation vor einem Jahr als „strukturell“ wahrnahm und keinen Rohstoffbezug erkennen konnte/wollte, ist der Inflationsanstieg jetzt natürlich nur durch Öl und Nahrungsmittel bedingt. Dass die Kerninflation seit mehr als einem Jahr relativ stabil seitwärts verläuft, war für die Damen und Herren der EZB wohl nicht zu erkennen. Alternative Fakten scheinen also kein ausschließliches Phänomen des US-amerikanischen Präsidenten zu sein.

2

Die gestiegenen Inflationsraten bedeuten natürlich Gegenwind für den Konsum, aber Dank sinkender Arbeitslosigkeit sowie steigender Löhne sollte dies vorerst kein Problem sein. Gleichzeitig werden sich diese bei gleichbleibenden Ölpreisen Richtung Frühjahr wieder etwas ermäßigen. Die gestiegenen Rohstoffpreise werden sich aber mit Sicherheit auch in andere Bereiche der Volkswirtschaften durcharbeiten und die Kerninflation langsam anschieben. Das wird natürlich etwas dauern. Aber daraus wird deutlich, dass langsam aber sicher steigende Investitionen nicht von Nachteil wären, auch um den schwächelnden Produktivitätszuwachs etwas Beine zu machen. Vielleicht verbindet Trump die Repatriierung von Auslandsvermögen der amerikanischen Konzerne zu einem niedrigen Steuersatz mit der Verpflichtung, endlich zu investieren und nicht nur Aktien zurückzukaufen.

Wo könnten 2017 Gefahren lauern? Politisch sah eigentlich alles gut aus, aber einige Entwicklungen der letzten Wochen sind schon erwähnenswert. Während bis vor ein paar Wochen insbesondere die französischen Wahlen danach aussahen, dass mit Fillon endlich ein aggressiver Reformier den „kranken Mann Europas“ auf die Spur bringen könnte, hat die Selbstbedienungsmentalität des französischen Politikers einmal mehr die Entfremdung von der breiten Masse der Bevölkerung aufgezeigt. Ein Albtraumszenario wäre jetzt, wenn sich die Ultralinken verbünden würden. Nach aktuellen Hochrechnungen wäre es dann durchaus möglich, dass in der zweiten Runde der Präsidentschaftswahlen plötzlich Le Pen gegen Ultralinks antreten könnte. Ein wahrhaftes „Traumszenario“ und damit auch ein Sieg von Le Pen nicht mehr ganz so unwahrscheinlich. Fehlt nur noch Rot-Rot-Grün in Deutschland und die Vergemeinschaftung der Schulden über Eurobonds oder eine europäische Bankenunion. Genug aus dem Gruselkabinett. So schlimm wird es höchstwahrscheinlich nicht kommen, und wenn man die Ausweitung der Spreads von

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



deutschen und französischen Anleihen betrachtet, ist es ein Stück weit bereits eingepreist, aber für temporäre Volatilität an den Märkten könnte es durchaus gut sein.

Weitere Unsicherheitsfaktoren bleiben sicherlich China („Black Box“) und die amerikanische Handelspolitik. Hier kann man die Situation nur zeitnah verfolgen, Prognosen sind kaum möglich. Was aber im Laufe des Jahres ein relevantes Thema werden könnte, ist die Entwicklung der Zinsen. Aufgrund der gestiegenen Inflationsraten sind die Realzinsen trotz leicht gestiegener Nominalzinsen vielerorts weiter gesunken bzw. liegen teilweise im negativen Bereich. Folglich ist die Geldpolitik in den meisten großen Ländern weiter extrem akkommodierend bzw. noch akkommodierender geworden. Ob dies zu mehr oder weniger Vollbeschäftigung in den USA, Japan, Deutschland oder UK passt, kann man – wenn man nicht gerade Notenbanker ist – klar verneinen. Während vor einem Jahr bei einer Inflation von um die null Prozent in Deutschland trotz mickriger Zinsen zumindest real nicht viel verloren ging, stellt sich die Situation mittlerweile anders da. Am kurzen Ende des deutschen Bondmarktes verliert man real mehr als 2,5 % und im Bereich von 10jährigen Bundesanleihen kommt man auf ein reales Minus von mehr als 1,5 %. Es ist natürlich schwer zu prognostizieren, wie lange Investoren diese Situation ignorieren, langsam aber sicher naht die Stunde der Entscheidung. Ein sich weiter aufbauender Inflationsdruck wird sicherlich spätestens im Herbst, wenn sich die EZB bezüglich des gerade bis Jahresende verlängerten Ankaufprogramms für Anleihen äußern muss, wohl deutlich größere Diskussionen hervorrufen, insbesondere da dies mit der kommenden Bundestagswahl zusammenfällt. Auch wenn ein abrupter Abbruch des Anleihekaufprogramms ab Anfang 2018 unwahrscheinlich ist, sind eine weitere Reduzierung und damit die Perspektive einer Beendigung zum Jahresende 2018 nicht unrealistisch. In den USA stellt sich die Situation mit den Realzinsen nicht ganz so dramatisch dar, aber auch hier ist die Notenbank „hinter der Kurve“. Überall also genug Potenzial, dass die Zinsen auch mal schneller deutlich ansteigen könnten. Sollten die Zinsen in den USA Richtung 3 % steigen, wird der sehr langfristige Abwärtstrend gebrochen und könnte umfangreichere Kapitalreallokationen auslösen. Ob dies mit Verwerfungen – und wenn ja, wo – einhergehen wird, wird man erst dann sehen. Aber nach einer extrem langen Phase mit extrem niedrigen Zinsen ist es wahrscheinlich nicht ganz ausgeschlossen, dass ein paar Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß erwischt werden. Time will tell, aber keiner soll hinterher sagen, die Blase im Bondbereich ist nicht erkennbar gewesen – Notenbanker ausgenommen.

Wir setzen weiterhin auf Aktien, die von steigenden Zinsen profitieren werden und/oder die bereits so tief notieren, dass auch gleichbleibende Zinsen bereits eingepreist sind (z. B. Banken, Unternehmen mit hohen Pensionsverbindlichkeiten) und vermeiden Investments, die vor allem von den niedrigen Zinsen profitieren haben (Bondproxies). Auch wenn der Bewertungsabschlag dieser Unternehmen nicht mehr so groß ist wie noch im Herbst letzten Jahres, ergeben sich hier immer noch sehr attraktive Investitionsmöglichkeiten.

Pricing und absolute Bewertung des Aktienportfolios

Vor dem Hintergrund der oben beschriebenen Bewertungsdivergenz erscheinen uns ausgesuchte Aktien – aber auch immer noch der Gesamtmarkt – weiter als die bevorzugte Asset-Klasse. Dabei sind

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



insbesondere Aktien, bei denen nicht alles ganz „rund“ läuft bzw. die Visibilität etwas geringer ist, weiterhin auf sehr niedrigen Bewertungsniveaus.

Bei rund 1,5 % Realwachstum in der Eurozone sind Staatsanleihen fundamental weiterhin uninteressant und völlig überteuert. Gleiches gilt dank EZB jetzt auch umso mehr für bonitätsstarke Unternehmensanleihen.

Momentan ist der DAX mit einem KGV von rund 13 ungefähr rund 2 Punkte günstiger als der EuroStoxx bewertet. Die relative Bewertung Deutschlands im Vergleich zu Europa ist weiterhin auf einem mehrjährigen Tiefstand, was uns vor dem Hintergrund einer Stabilisierung des globalen Wachstums und einem höheren zyklischen Exposure des deutschen Aktienmarktes nicht ganz logisch erscheint. Von daher finden wir weiterhin überdurchschnittlich viele günstig bewertete Aktien am deutschen Aktienmarkt.

Markttechnik

Wenn man die fast vertikalen Charts in den USA anschaut, wäre aufgrund der überkauften Lage eigentlich eine Verschnaufpause angebracht. Gleichzeitig fehlt etwas die Marktbreite in der Bewegung. Mittelfristig spricht seitens der Markttechnik aber wenig gegen weiter steigende Aktienkurse. Bonds sollten nach einer Phase der Konsolidierung weiter nachgeben. Wir haben entsprechend temporär Absicherungen eingezogen.

4

Fondspositionierung

Asset Allocation

Aufgrund des oben beschriebenen positiven Hintergrunds bleiben wir komplett in Aktien investiert, zumal viele Werte weiterhin sehr günstige Bewertungen aufweisen. Staatsanleihen sind absolut überbewertet und entsprechend halten wir weiter eine Short-Position im Bund-Future, die bei steigenden Zinsen einen positiven Performancebeitrag liefert und welche wir in Kürze wieder deutlich ausbauen wollen.

Einzeltitle

Im Berichtszeitraum haben wir unsere letzte Bondposition mit dem Verkauf von Touax S.A., Frankreich abgebaut. Hinzugekauft haben wir Hapag-Lloyd A.G., Deutschland, wo wir aufgrund der zunehmenden Sektorkonsolidierung in Verbindung mit einem beschleunigten Wirtschaftswachstum eine verbesserte Preissituation erwarten. Ebenfalls haben wir eine Position in Société Générale S.A., Frankreich erworben.

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



Ausblick

Aktuell sehen wir keinen großen Handlungsbedarf im Portfolio. Da wir wie aufgeführt relativ positiv für die weitere wirtschaftliche Entwicklung sind und viele Aktien in unserem Portfolio auf sehr niedrigen Bewertungen handeln, halten wir an unserer Positionierung fest bzw. werden selektiv sich bietende Gelegenheiten zur Aufstockung nutzen. Insbesondere unsere Positionierung in von den meisten Marktteilnehmern gemiedenen Value-Aktien halten wir für sehr aussichtsreich.

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.