



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

Raik Hoffmann – 3/2017 vom 31.08.2017

Weiterhin Aktien – und zwar aktiv gemanagt

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 Aktien in Europa weiterhin gut
- Bilanzen der großen Notenbanken werden anfangen zu schrumpfen – entsprechend sollten Zinsen steigen
- Bewertungen vieler Anlageklassen sind derzeit zu hoch, um Upside zu generieren
- ETF bieten nur auf den ersten Blick eine Lösung für diese Herausforderung
- Immer noch ausreichend preiswerte Aktien am deutschen Aktienmarkt

Für den FPM Funds Ladon – European Value:

- Aktien bleiben weiterhin bevorzugte Asset-Klasse
- Staats- und Unternehmensanleihen nach wie vor uninteressant
- Höhere Renditechancen in Europa als in den USA
- Auch weiterhin aussichtsreiche Positionierung in Value-Aktien

Fundamentale Wirtschaftslage

Weiterhin positive Bedingungen für Aktien der Eurozone

Das fundamentale Umfeld für Aktien der Eurozone stellt sich weiter sehr positiv dar. 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 9,1 %, was dem tiefsten Niveau seit 2009 entspricht. In Ländern mit Vollbeschäftigung wie z. B. Deutschland sind zunehmend kräftige 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. Selbst in Deutschland werden uns mal wieder Steuersenkungen versprochen.

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 gut 9 % in der Eurozone widerspiegelt. Alles in allem gute Aussichten, 2017 wiederum um die 1,5 % bis 2 % zu wachsen mit Potenzial für mehr. Bei leichtem Bevölkerungswachstum und 1 % Produktivitätssteigerung liegt das sogar etwas über 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 endlich global relativ synchron verläuft.

Bilanzen der großen Notenbanken verändern sich – Zinsen sollten steigen

Ja, manchmal geht es schneller als man denkt. Eine Äußerung Draghis, die jeder an Wirtschaft Interessierte wohl lapidar als Allgemeinbildung abgetan hätte, sorgte für einen deutlichen Anstieg am Anleihenmarkt. Auch wenn sich dank Koreakrise und einer Flucht in die Sicherheit die Situation wieder kurzfristig entspannte, illustriert dies ziemlich gut, was uns die nächsten Jahre bevorstehen könnte: Keinen Weltuntergang oder eine neue Krise vorausgesetzt, war und ist die globale Liquiditätssituation der großen Notenbanken (FED, EZB, BoE und BoJ) „as good as it gets“. Die aggregierten Bilanzsummen der großen Notenbanken werden zwar noch eine Weile weiter ansteigen, aber mit immer geringeren Raten. Neben einem weiteren Tapering durch die EZB 2018 wird die FED mit einer Reduzierung ihrer Bilanz wohl noch dieses Jahr beginnen. Alles moderat und übertriebene Eile wird überall fehl am Platz sein, aber der Moment rückt näher, in dem die Bilanzen der großen Notenbanken (irgendwann 2018) anfangen zu schrumpfen. Entsprechend sollte die Tendenz bei den Zinsen gen Norden zeigen.

2

Kapitalmarkt in weiten Teilen „auf Drogen“

Dies trifft auf einen Kapitalmarkt, der in weiten Teilen „auf Drogen“ ist. Der Rentenmarkt befindet sich, wie schon wiederholt dargestellt, in einer Riesenblase, wenn man nicht eine permanente wirtschaftliche Stagnation unterstellt. Emerging-Market-Debt? Selbst Dauerpleitier Argentinien ist schon wieder mit einer 100-jährigen Anleihe am Markt – für 8 % wohlgermerkt. Credit-Spreads befinden sich auf mehrjährigen Tiefständen, was aufgrund der guten Wirtschaftslage momentan wohl so passt, aber Potenzial für weitere Upside? Wilde Spekulationen in digitalen „Währungen“ wie Bitcoins, die von der Werthaltigkeit des „Assets“ schon fast an die Tulpenspekulation im 17. Jahrhundert erinnern. Die Volatilitäten lagen bis zum kurzen Nordkorea-Intermezzo auf All-Time-Lows. Immobilien boomen nach wie vor in vielen deutschen Großstädten, aber auch andernorts. Aktien sind relativ zu Renten preiswert, aber absolut auf Niveaus, die historisch eher schon weiter bis weit oben zu finden sind, insbesondere im Fall der US-Aktien, während deutsche und europäische Aktien bewertungstechnisch noch am attraktivsten aussehen. Die Bewertungen bestimmter Aktienkategorien, die sich besonderer Beliebtheit erfreuen, wie z. B. die berühmten FAANG-Aktien bis hin zu den von uns schon oft genannten Bond-Proxies, liegen nochmals deutlich über diesen Durchschnittsbewertungen.

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



Die Liste ließe sich bestimmt noch etwas fortsetzen, aber schon jetzt sollte klar sein, dass leicht bis weit über dem Durchschnitt liegende Bewertungen vieler Assetklassen eine Herausforderung darstellen werden. Insbesondere wenn man sich der Meinung anschließt, dass die Zinsen sich tendenziell Richtung Norden bewegen, sollte die Luft für weitere Multiple-Ausweitungen eng sein und das Risiko eher auf der Downside liegen. Mischfonds mit Renten und Qualitätsaktien (Deutschlands Topseller) könnten eine herausfordernde Zukunft haben. Aber auch eine andere Anlageart, die seit geraumer Zeit als heiliger Gral angepriesen wird, könnte eventuell eine Enttäuschung abliefern.

ETF – Wirklich der „heilige Gral“ in diesen Zeiten?

ETF bzw. passive Investments sind das neue Wundermittel für private und auch institutionelle Anleger. Eine Garantie für keine signifikante Underperformance zum Index und damit oft eine Outperformance in den vergangenen Jahren gegenüber aktiven Mandaten sollen für die Überlegenheit sprechen. Oft erheblich niedrigere Gebühren sind wohl noch das stichhaltigste Argument für ETF, weil die massive Outperformance gegenüber aktiven Fonds ein zyklisches und kein permanentes Phänomen gewesen sein könnte. Daher die Frage: Warum können aktive Fonds ein Comeback erleben?

Je mehr Geld in Richtung der ETF fließt, umso ineffizienter wird die Kapitalallokation einer Volkswirtschaft. Während im Kommunismus zumindest noch eine Kapitalallokation durch die zentrale Planungsbehörde erfolgt (was natürlich nicht heißt, dass diese Behörde effiziente Entscheidungen trifft, aber zumindest macht sich noch jemand Gedanken), würden in einer rein passiven Welt gute wie schlechte Unternehmen gleichbehandelt werden. Kapitalallokation nach Indexgewichtung! Damit zählt meist einzig die Free-Float-gewichtete Marktkapitalisierung, Unternehmen mit Ankerinvestoren (wie familiengeführte Unternehmen), die oft für eine langfristige Geschäftspolitik stehen, wären zusätzlich benachteiligt. Was dies bedeutet, kann man sich leicht ausmalen. Unternehmen, die durch aktienfinanzierte Akquisitionen wachsen, werden in der Gewichtung steigen und entsprechend würden zu hohe Kaufpreise wohl eher die Regel als die Ausnahme werden. Hauptsache Größe. Im gleichen Atemzug werden die Research-Abteilungen der Banken und aktiven Manager reduziert, was die Grundannahme von passiven Investments, die der effizienten Kapitalmärkte, zusätzlich unterminiert. Somit erhöht der Erfolg der ETF wieder die Chancen für eine Outperformance der aktiven Manager.

Weil die niedrigen Fees der Indexfonds für die ETF-Anbieter zunehmend unattraktiver werden, gibt es den verstärkten Trend zu „Smart-Beta-Strategien“. Statt Indizes gibt es jetzt auch Value oder Growth, High Quality usw. sowie noch viel „esoterischer“ anmutende ETF. Dass diese ETF nicht mehr passiv sind, sondern definierten Selektionskriterien folgen, ist selbstredend. Dass die dabei gefällten Investitionsentscheidungen besser als die der aktiven Manager sind, ist hingegen alles andere als selbstredend.

ETF kaufen bei Zuflüssen die Top-Performer der Vergangenheit mit deren gestiegenen Indexgewichtungen und treiben diese zusätzlich. Der intuitive Investmentgrundsatz „Buy Low, Sell High“ wird zum „Buy High(er)“ bzw. bei Abflüssen zum „Sell Low(er)“. ETF sind Trendverstärker und vielleicht ist dieses Herdenverhalten auch einer der Gründe für die Underperformance der aktiven Manager in den letzten

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



Jahren. Der zunehmende Trend zu passiven Investments zementiert die aktuellen relativen Bewertungen, so dass bei Mittelzuflüssen die heutigen hochgewichteten und hochbewerteten Börsenlieblinge auch die künftigen Favoriten sind. Je geringer der Anteil aktiver Manager, umso ausgeprägter wird dieser Trend bzw. umso länger wird die Korrektur eines Trends andauern. Sollten eines Tages Gelder aus dem Aktienmarkt (ETF) abfließen, werden all diese hochgewichteten und teuren Aktien überproportional verkauft. Nur wer ist dann der natürliche Käufer? Aktive Manager wohl eher nicht. In einer rein passiven Welt gäbe es übrigens nur Käufer oder nur Verkäufer und keinen Markt mehr. Je höher der Anteil passiver Investments, umso geringer ist folglich die Marktliquidität. Es wird interessant anzuschauen, ob die versprochene Liquidität der ETF dieser standhält, sollten die Flows eines Tages mal drehen – insbesondere in illiquideren Anlagekategorien. Wenn man auf die Sell-Offs der letzten Jahre schaut, kann man schon sehen, wer auf dem falschen Fuß erwischt wurde: An den Tiefständen gab es jeweils massive Outflows aus den ETF.

Jetzt werden die Protagonisten von ETF natürlich einwenden, dass der Anteil passiver Fonds noch gar nicht so groß ist, um diese negativen Begleiterscheinungen hervorzurufen. Dies mag auf den ersten Blick so sein, allerdings sind ja viele „aktive“ Fonds durch Vorgaben des Tracking Error oder entsprechender Sektor- bzw. Ländervorgaben oft gar nicht so weit von passiven Investments entfernt. Wahrscheinlich wird man es immer erst hinterher wissen, wo der berühmte „Tipping-Point“ gelegen hat, an dem die beschriebenen Nachteile die Vorteile von ETF überwogen haben.

4

In einer Zeit, in der die zukünftigen Renditeerwartungen deutlich geringer sind als in der Vergangenheit, geben ETF-Investoren freiwillig die Chance auf einen Mehrertrag aus der Hand. Gleichzeitig kaufen sie die überhöhten Durchschnittsbewertungen der Kapitalmärkte zu einem Zeitpunkt, an dem die globale Liquiditätsflut in absehbarer Zukunft abebben wird. ETF waren sicherlich ein gutes Instrument nach der Finanzkrise, als die Bewertungen so tief waren, dass es einfach nur wichtig war, überhaupt Marktrisiko zu kaufen. In heutigen Zeiten, unter heutigen Bedingungen aber funktioniert dieser Ansatz nicht mehr in dieser Form.

Kurz zurück zum Gebührenthema: Index-Hugger sind in unseren Augen auch keine Lösung – denn für deren Leistung sind die Fees dann in der Tat zu hoch. Wirklich aktives Management hat seinen Preis – aber vor allem auch die Chance auf Mehrerträge.

Ausreichend preiswerte Aktien für unsere Portfolios

Da wir am deutschen Aktienmarkt immer noch ausreichend preiswerte Aktien finden, stellt sich für unsere Portfolios nicht die Frage der Überbewertung. Das schließt zwar zwischenzeitliche Korrekturen nicht aus, aber aufgrund der sehr positiven Konjunkturlage sollte es auf diese auch begrenzt bleiben.

Wir bleiben unserem Stil treu: Kein Benchmarking, stattdessen aktives Value-Investing.

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



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

Bei rund 1,5 % - 2 % 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 knapp 13 ungefähr rund 2 Punkte günstiger als der EuroStoxx bewertet. Die relative Bewertung Deutschlands im Vergleich zu Europa ist weiterhin auf einem mehr-jährigen Tiefstand, was uns vor dem Hintergrund eines sich beschleunigenden 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.

5 Markttechnik

Schlussendlich haben die Märkte der von uns bemängelten Marktbreite Tribut zollen müssen. Sieht man sich die Sektor-Performance insbesondere in den USA an, scheint der Konsolidierungsbedarf noch nicht vorbei zu sein. Die Kredit-Seite (Junk-Bond-Yields, Spreads usw.) sieht weiterhin gut aus und spricht gegen unmittelbar bevorstehende größere Probleme. Europa sieht deutlich besser aus als die USA und ist auch bewertungstechnisch interessanter als diese.

Fondspositionierung

Asset-Allokation

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.

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



Einzeltitlel

Im Berichtszeitraum haben wir neue Positionen in Rocket Internet SE und TUI AG aufgebaut.

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. Kurzfristige Marktrisiken werden mit Derivaten adressiert.

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.