



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

Raik Hoffmann – 2/2017 vom 01.06.2017

**Hier wiederholen wir uns gern:
Weiterhin 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 Aktien der Eurozone weiterhin besser als medial wahrgenommen
- Globaler Konjunkturaufschwung verfestigt sich weiterhin
- Spekulationsblasen am Rentenmarkt und z. T. in den damit verbundenen Asset-Klassen
- Stärkeres Wachstum als allgemein angenommen erwartet – unter anderem durch die Erkenntnisse aus unseren Unternehmensgesprächen
- Druck in Richtung einer sich normalisierenden Geldpolitik steigt mit jedem Monat an
- Seit Sommer 2016 konsequente Ausrichtung der Portfolien auf Profiteure steigender Zinsen und/oder Werte, bei denen gleichbleibende Zinsen eingepreist sind

Für den FPM Funds Ladon – European Value:

- Aktien bleiben weiterhin bevorzugte Asset-Klasse
- Staats- und Unternehmensanleihen weiterhin uninteressant
- Höhere Renditechancen in Europa als in den USA
- Aussichtsreiche Positionierung in Value-Aktien

Fundamentale Wirtschaftslage

Zeichen zeigen nach oben – und dennoch überwiegend mediale Skepsis

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 9,3 %, was dem tiefsten Niveau seit März 2009 entspricht. In Ländern mit Vollbeschäftigung wie z. B. Deutschland sind zunehmend kräftige Lohnsteigerungen zu sehen.

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



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.

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, in 2017 wiederum um die 1,5 % bis 2 % zu wachsen mit Potenzial für mehr (siehe Ausführungen weiter hinten). 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.

Es ist schon erstaunlich, mit welcher Skepsis dieser Aufschwung begleitet wird. Die Wahl von Trump, französische Wahlen und demnächst wieder Italien. Und wenn in unserer Hemisphäre nichts mehr zu finden ist, muss eben Nordkorea herhalten. Nur seltsam, dass der koreanische Aktienmarkt (KOSPI), wo doch die Hauptstadt Seoul in Reichweite der nordkoreanischen Artillerie liegen soll, gerade aus einer langjährigen Konsolidierung nach oben ausgebrochen ist. Irgendwie scheint man vor Ort die Risiken doch anders zu beurteilen als die Medien in Deutschland. Dann wäre da noch ein drohendes Amtsenthebungsverfahren gegen Donald Trump. Das wäre natürlich HUGE, wenn nicht der mögliche Nachfolger von Donald Trump ein wahrscheinlich deutlich berechenbarer Mike Pence wäre. TREMENDOUS. Klar würden damit Steuersenkungen oder ein Konjunkturprogramm mindestens nach hinten verschoben, aber wäre das so schlimm?

Fakten, die gegen einen Einbruch am Aktienmarkt sprechen

Große Einbrüche am Aktienmarkt waren in der Vergangenheit durch vorangegangene Spekulationsblasen, stark gestiegene Ölpreise und/oder steigende Zinsen gekennzeichnet (wobei die letzteren beiden ja oft zusammenhängen).

Eine Spekulationsblase gibt es in unseren Augen definitiv am Rentenmarkt und ansonsten in bereits mehr oder weniger abgeschwächter Ausprägung in den damit verbundenen Asset-Klassen wie Immobilien (aber nur selektiv) und Aktien mit überdurchschnittlicher Ergebnisqualität (Bond-Proxies). Darüber hinaus ist in der einen oder anderen Aktie spekulativer Frohsinn zu beobachten, aber definitiv nicht im gesamten deutschen Aktienmarkt.

Von deutlich steigenden Ölpreisen scheinen wir zumindest auf absehbare Zeit auch verschont zu bleiben. Allein die Aussicht auf eine schnellere Einführung der Elektromobilität, eine immer billigere Energieerzeugung aus erneuerbaren Energien (mittlerweile wird Solarstrom in sonnenreichen Regionen für 3 Cent/kWh erzeugt), die chronische Geldnot fast aller ölreichen Staaten sowie die Fracking-Industrie in

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



den USA, welche als Swing-Produzent agiert, scheinen stark steigende Ölpreise auf kurze Sicht eher unwahrscheinlich zu machen. Bleiben eigentlich nur stärker steigende Zinsen als potenzielles Risiko.

Jetzt erwarten auch wir nicht, dass die Zinsen in absehbarer Zeit auf Niveaus steigen, die eigentlich für die heutige wirtschaftliche Entwicklung angemessen wären. Aber es ist schon erstaunlich, dass der Investmentkonsensus sich mittlerweile kaum mehr steigende Zinsen vorstellen kann. Während in den USA z. B. zum Jahresbeginn ein Rekord-Short-Interest auf T-Bonds bestand, hat sich das aktuell wieder in eine sehr hohe Net-Long-Position gedreht. Wenn man mal die mittlerweile typische Q1-Schwäche der US-Volkswirtschaft außer Acht lässt, sind die Wachstumszahlen weltweit ziemlich erfreulich. Die aktuellen Einkaufsmanagerindizes für Europa, die im Mai sogar weiter angestiegen sind, zeigen bereits seit Monaten ein GDP-Wachstum von 3 % an, zumindest sofern die sehr hohe Korrelation der Vergangenheit auch heute noch Gültigkeit hat. Ein ifo-Geschäftsklimaindex auf dem höchsten Niveau seit 1991 (Wiedervereinigungs-Boom!!!) spricht ebenfalls Bände. Und auch hier zeigen die hohen Niveaus zur Beurteilung der aktuellen Lage und die dagegen relativ niedrigen Niveaus der Geschäftserwartungen die ausgeprägte Skepsis wogegen auch immer. Trotz dieser guten Stimmungsindikatoren bleiben 2 % Wachstum für die Eurozone das Höchste der Gefühle, was sich Ökonomen vorstellen können. Die Pessimisten bzw. diejenigen, die seit Monaten eine Korrektur herbeireden, können sich natürlich (wahrscheinlich zu Recht) auf den Standpunkt stellen, dass ab hier die Makro-Überraschungen nur negativ ausfallen können, aber vielleicht liegt die Wahrheit in der Mitte, und wir werden ein besseres Wachstum bekommen als erwartet, auch wenn die Stimmungsindikatoren sich abschwächen. Zahlen und Äußerungen von Unternehmen in unseren Unternehmensgesprächen gehen jedenfalls in diese Richtung.

3

Druck in Richtung einer sich normalisierenden Geldpolitik steigt mit jedem Monat an

Wie auch immer: Weder Leitzinsen noch Bondrenditen passen derzeit zu dem breiten wirtschaftlichen Aufschwung, den wir aktuell in der Eurozone sehen. Laut „Taylor-Rule“, einer geldpolitischen Regel zur Setzung des Leitzinses durch die Zentralbank, müsste der Leitzins für Deutschland bei ca. 6 bis 7 % (!) liegen. Selbst für die Eurozone insgesamt sind die Zinsen bereits zu niedrig, für Italien dagegen müssten die Zinsen sogar noch tiefer als aktuell stehen. Jetzt wird eine EZB es nie allen recht machen können und einige Länder wie Italien oder Griechenland liefern durchaus Argumente, warum die EZB so lange wie möglich versuchen wird, Vollgas zu geben (auch wenn die Umsetzung von Reformen mehr bewirken würde). Aber mit jedem Monat der wirtschaftlichen Erholung, sinkender Arbeitslosenzahlen und sukzessive sich erholender Inflationsraten wird der Druck in Richtung einer Normalisierung der Geldpolitik ansteigen, schon allein weil die negativen Folgen der Nullzinspolitik (z.B. niedrigere Gewinne der Banken, negative Auswirkungen für Pensionsfonds und eventuell größere Sparanstrengungen der Menschen zur Altersvorsorge, zunehmend spekulativere Investments vieler Marktteilnehmer usw.) mehr und mehr überhand nehmen werden, insbesondere in Relation zu den erwarteten positiven Effekten. Ob es noch drei oder sechs Monate dauert, ist dabei unerheblich. Die Märkte werden es frühzeitig antizipieren und die Währungen fangen bereits an zu reagieren. Statt allseits vorhergesagter Parität zum US-Dollar

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



(oder sogar darunter) wertet plötzlich der EURO auf (für eine Aufwertung sprechen übrigens auch die Leistungsbilanzen!). Gleiches ist gegen Schweizer Franken zu sehen.

Jetzt werden die Notenbanken weltweit sicherlich versuchen, eher zu langsam als zu schnell eine restriktivere Geldpolitik umzusetzen. Die EZB wird höchstwahrscheinlich so lange wie möglich warten, aber der Fuß wird wohl ab 2018 sukzessive vom Gaspedal genommen und das sollte spätestens ab Herbst kommuniziert werden. Die FED wird weiter jeden Grund für ein langsames Vorgehen nutzen, und gerade hier könnte ein angeschlagener US-Präsident sogar Zeit kaufen. Massive Steuersenkungen (am besten auf Pump) und ein großes Infrastrukturprogramm würden in der aktuellen Wirtschaftssituation der US-Volkswirtschaft, die sich quasi bei Vollbeschäftigung mit zunehmend steigenden Löhnen befindet, wohl deutlichen Inflationsdruck bedeuten und die FED unter Druck setzen, eventuell schneller die Zinsen anzuheben.

Wer vor diesem Hintergrund noch sinkende Renditen erwartet, muss ein Szenario einer unmittelbar bevorstehenden Rezession vor Augen haben. Im besten Fall sind wohl gleichbleibende Renditen möglich, aber wohl kaum länger als für ein paar Monate. Aufgrund der gestiegenen Inflationsraten sind die Realzinsen trotz 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. Wenn plötzlich alle Marktteilnehmer wie im Herbst letzten Jahres kollektiv aufwachen, kann es durchaus auch mal etwas schneller bei den Zinsen nach oben gehen. Jetzt klingen zwar auch 100 bp höhere langfristige Zinsen nicht wirklich dramatisch, aber es macht schon einen Unterschied, ob die Zinsen von 5 % auf 6 % steigen oder von 0 % auf 1 % bzw. korrespondierende Hypothekenzinsen von 1 % auf 2 % ansteigen (Verdopplung der Zinslast für Hypotheken). Auch für uns ist es schwer zu beurteilen, wie stark der Effekt steigender Zinsen sein wird und vor allem, wo die Schmerzgrenze liegt, ab der es den Markt belasten wird. Dass wir uns mit den extremen Zinsniveaus im Neuland befinden, ist sicherlich auch ein Grund, warum die Notenbanken extrem vorsichtig agieren.

4

Ausrichtung unserer Portfolien

Aber wir sind lieber „früh als sorry“ und haben bereits seit Sommer letzten Jahres unsere Portfolien konsequent auf Aktien ausgerichtet, die von steigenden Zinsen profitieren werden und/oder die bereits so tief notieren, dass auch gleichbleibende Zinsen eingepreist sind (z. B. Banken, Unternehmen mit hohen Pensionsverbindlichkeiten) und vermeiden Investments, die vor allem von den niedrigen Zinsen profitiert haben (Bond-Proxies). 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. Vor allem sollten diese Unternehmen eine höhere Downside-Protection bieten, falls die Zinsen doch einmal das Unvorstellbare tun sollten.

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

Bei rund 1,5 % bis 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 rund 14 ungefähr zwei 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

5 Weiterhin lehnen die Märkte jede größere Konsolidierung ab. Zwar fehlt in den USA unverändert die Marktbreite (insbesondere beim Erreichen eines All-Time-Highs), aber dies spricht eher für geringere Renditeperspektiven bzw. Konsolidierungsbedarf als für einen bevorstehenden Einbruch. Die Kredit-Seite (Junk-Bond-Yields, Spreads usw.) sieht weiter extrem gut aus und spricht gegen unmittelbar bevorstehende Probleme. Europa sieht deutlich besser aus und ist auch bewertungstechnisch interessanter als die USA.

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 Performance-Beitrag liefert.



Einzeltitlel

Im Berichtszeitraum haben wir unsere Position in AKKA Technologies SE, Frankreich, verkauft, weil sich der Bewertungsabschlag zu den deutschen Wettbewerbern mittlerweile abgebaut hat. Neu hinzugekauft haben wir Wacker Chemie AG, Deutschland, die nach einem großen Investitionsprogramm in den letzten Jahren künftig hohe Free-Cash-Flows erwirtschaften sollten. Massiv aufgestockt haben wir außerdem Heidelberger Druckmaschinen AG, Deutschland, da uns die Strategie mit Fokus auf Verbrauchsmaterialien sehr gut gefällt.

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.

6

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.