



## FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Raik Hoffmann – 1/2018 vom 06.03.2018

### Wer zu spät kommt ...

#### 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

- Unsere Einordnung der Korrektur vom Jahresanfang: Großteil der Bewegung ist vorbei
- Steigende Zinsen führten zur Rückkehr von Volatilität
- Inflation wird anziehen
- Wahrscheinlich keine neuen Höchststände in den nächsten Monaten
- Was preislich und zeitlich für einen Wiedereinstieg am Aktienmarkt spricht

1

#### Zur ersten Korrektur im Jahr 2018

*„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.“*

So schrieben wir im Dezember des vergangenen Jahres und selten hat sich eine Aussage schneller erfüllt als dieses Mal. Und tatsächlich scheinen steigende Zinsen der Auslöser gewesen zu sein, aber nicht nur. Die Dynamik der Korrektur, insbesondere mit dem extremen Anstieg der Volatilität, hat uns dann aber auch etwas überrascht. An Spekulationen, ob der VIX-Future bewusst manipuliert wurde oder nicht, wollen wir uns nicht beteiligen und es ist am Ende vermutlich auch egal. Allein mit den Konzepten der Risikomessung und -steuerung kann man wohl einen großen Anteil dieser Entwicklung erklären. Wenn ein Markt wie letztes Jahr mit extrem niedriger Volatilität ansteigt, dann sinkt entsprechend der Value-at-Risk (VAR). Da viele Portfolios danach gesteuert werden, darf überall entsprechend das Risiko erhöht werden, Leverage inklusive. Dass am Ende auch viel spekulatives Geld im Markt unterwegs war, konnte man allein am Bitcoin-Spektakel beobachten. Gleichzeitig wurde vermehrt in Produkte investiert, die von der fallenden Volatilität profitierten. Nachdem dies über eine lange Zeit eine sehr lukrative Strategie gewesen

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



ist, reichten nur wenige Tage für einen Totalverlust. Das war so, als ob man Cents vor einer Dampfwalze auf sammeln würde. Kann gutgehen, ist aber gefährlicher, als man denkt, und lohnt sich so oder so kaum.

Ob jetzt zuerst die Volatilität anzog oder erst die Aktien fielen oder beides gleichzeitig: beide trieben einander vor sich her. Ein Anstieg der Volatilität bedeutet einen Anstieg des Risikos, Risikomanager verlangen entsprechend eine Reduzierung des Aktienrisikos (Leverage!), diese Reduzierung führt zu fallenden Kursen und weiter steigender Volatilität, Produkte mit Short-Exposure auf Volatilität (wie gesagt, ein sehr beliebter Trade) müssen entsprechend eindecken, kreditinvestierte Privatanleger müssen verkaufen, usw. Dies geht dann so lange, bis sich die spekulativen Positionen bereinigt haben, Over-Exposure abgebaut wurde und aufgrund niedrigerer Bewertungen neue Käufer in den Markt gekommen sind.

### Die preisliche Dimension ...

Jetzt ist natürlich die spannende Frage, ob die Korrektur bereits hinter uns liegt. Jede Korrektur hat neben einer preislichen auch eine zeitliche Komponente. Im Hinblick auf die preisliche Komponente haben wir – bezogen auf die Definition einer Korrektur – einen Großteil der Korrekturbewegung schon gesehen, wenn nicht irgendeine größere Sache im Hintergrund abläuft, die wir erst später erkennen werden (z. B. dass das <sup>2</sup> Schuldenproblem in China außer Kontrolle gerät, siehe auch die Liquidation von Assets durch HNA – das ist aber nicht unsere Arbeitshypothese!). Wenn man eine normale Korrektur als einen Kursrückgang von 10–15 % ansieht, liegen wir bezogen auf den DAX bereits in dieser Range. Klar bleiben damit ein paar Prozent Restrisiko, ein Überschießen inklusive, aber mit perfektem Timing das Tief zu treffen, schafft man wohl nur sehr selten.

### ... und die zeitliche Dimension

Stellt sich damit noch die Frage nach der zeitlichen Dimension einer Korrektur. Normalerweise dauern Korrekturen mehrere Monate und beginnen nicht mit einem crashähnlichen Absturz innerhalb weniger Handelstage. Vielmehr rollt in einer Korrektur der Markt langsam über, versucht immer wieder an die alten Hochs ran zu laufen (formt aber idealtypisch nur niedrigere Hochs) und sieht dann eher am Ende eine Beschleunigung des Rückgangs. Da es diesmal umgekehrt abgelaufen ist, könnte dies bedeuten, dass die zeitliche Dauer entsprechend kürzer als normal ist. Wahrscheinlich wird der Markt Erholungsrallys versuchen, aber öfters wieder zurückfallen, nochmalige Tiefstände nicht ausgeschlossen, weil europäische und deutsche Aktien eine ausgeprägte relative Schwäche zu den USA aufweisen.



## Zins- und wirtschaftliche Entwicklung

Auf der anderen Seite war unsere Ausgangsthese aber gewesen, dass vor allem steigende Zinsen eine Rückkehr der Volatilität im Markt hervorrufen würden. Genauso ist es auch gekommen. Wie sich die Zinsen weiterentwickeln, wird sicher eine Determinante sein. Eine zweite Determinante wird die weitere wirtschaftliche Entwicklung sein, die in der Diskussion der letzten Wochen etwas untergegangen ist. Wir hatten bereits letztes darauf hingewiesen, dass die Aussichten für die Wirtschaft weiter gut sind und eine Rezession allenfalls ein Randszenario darstellt (z. B. aufgrund ernsthafter Schuldenprobleme in China), aber auch darauf verwiesen, dass die hohe wirtschaftliche Dynamik, die wir gegen Ende des Jahres gesehen haben, so nicht zu halten sein wird. Dies hat sich auch bewahrheitet (Rückgänge in den PMIs oder im ifo) und wird sich mit hoher Wahrscheinlichkeit auch noch eine Weile fortsetzen mit entsprechend fehlenden Impulsen für die Aktienmärkte. Diese leichte Abschwächung sollte auch tendenziell einem Zinsanstieg entgegenstehen oder diesen zumindest verlangsamen.

## Impulse aus den USA

3  
An der Inflationsfront in den USA kann aber noch keine Entwarnung gegeben werden. So lässt sich ziemlich gut vorhersagen, dass aufgrund von Basiseffekten die Inflation über die nächsten Monate anziehen wird. Einerseits annualisiert sich dann der starke Rückgang der Mobilfunkpreise in den USA, andererseits hat der schwächere Dollar einen Einfluss auf die Importpreise. Auch die Energiepreise sollten im Jahresverlauf für eine steigende Inflation sorgen. Damit sollte sich die Inflation bis zum Sommer Richtung Fed-Ziel bewegen und die Normalisierung der Geldpolitik mit mehreren Zinserhöhungen 2018 fortsetzen. Die von uns bereits angedeuteten vier Zinserhöhungen sind jetzt aber auch schon mehr zum Konsens geworden. Ob aufgrund der niedrigen Arbeitslosenquoten die Lohninflation anzieht, wird man sehen müssen.

Die Steuerreform sowie ein mögliches Infrastrukturprogramm in den USA kommen eigentlich zum falschen Zeitpunkt, weil man relativ spät im Zyklus prozyklisch agiert und in einer voll ausgelasteten Wirtschaft eher weitere Knappheiten und damit Inflationsdruck erzeugt. Da man strukturelle Reformen auch nur dann angehen kann, wenn die politischen Mehrheiten dazu vorhanden sind, sollte man hier Gnade walten lassen. Wir Deutschen können von Steuersenkungen ohnehin nur träumen – vor jeder Wahl zumindest. Aber da das Programm tendenziell inflationstreibend sein wird und mit einer höheren Staatsverschuldung einhergehen wird, spricht auch dieses für tendenziell weiter steigende Zinsen. Die von Trump angedachten Zölle werden diesen Trend weiter verstärken. Allerdings zeigen rekordhohe Positionierungen am Terminmarkt, dass der Markt diese Entwicklung auch ein Stück weit bereits antizipiert.

In Europa mag dies alles etwas anders aussehen und bei uns bedeutet die Dollarschwäche sinkende Importpreise (auch beim wichtigen Öl), aber dass die Zinsen in Europa auf steigende US-Zinsen nicht reagieren, erscheint wohl eher unwahrscheinlich. Bei uns sind die Zinsen durch das Kaufprogramm der

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



EZB nach unten verzerrt und auch wenn die Inflation in der Eurozone noch kein Problem darstellt, ist natürlich die von uns wiederholt vorgetragene Aussage nicht minder falsch, dass 0,7 % für eine 10jährige Bundesanleihe bei 1,6 % Inflation bei Vollbeschäftigung nicht wirklich zusammenpassen. Von daher sollte auch Europa nicht von steigenden Zinsen verschont bleiben.

### **Entwicklung des Marktes bis zum Frühsommer**

Somit spricht vieles dafür, dass sich der Markt bis Frühsommer wohl nicht auf neue Höchststände aufmachen wird. Aber bis dahin sollten große Teile der aktuellen Belastungen hinter uns liegen. Die Inflation in den USA sollte angezogen und damit einen großen Teil der Bewegung hinter sich haben. In den USA werden bis zum Sommer eventuell bereits zwei Zinserhöhungen erfolgt sein und man wird klarer sehen, ob nur noch eine weitere oder auch noch eine zweite Zinserhöhung bis Jahresende ansteht (zumindest wird der Markt es eingepreist haben). Gleichzeitig wird die EZB bis dahin auch gesagt haben müssen, wie ab Herbst mit dem Anleihekaufprogramm umgegangen wird (Reduzierung oder Einstellung). Die temporäre wirtschaftliche Verlangsamung sollte dann auch zum Großteil hinter uns liegen und auch beim USD sollte der Gegenwind für die deutschen Firmen langsam nachlassen.

4

### **Zur Frage des Timings**

Wenn man alles zusammenfasst, spricht preislich bereits vieles wieder für einen Einstieg am Aktienmarkt, während zeitlich noch nicht die ganz große Eile herrscht. Wenn man aber bedenkt, dass viele Investoren der Hausse in den letzten Jahren tendenziell hinterhergeschaut haben, weil man immer auf einen Rücksetzer gewartet hat, besteht die große Gefahr, am Ende wieder zu spät zu sein. So lange keine Rezession ansteht, sind Aktien auf dem aktuellen Niveau attraktiv, viele Aktien haben teils deutlich mehr als der Markt korrigiert. Und aufgrund des schnellen Absturzes ist die Chance gegeben, dass sich das zeitliche Ausmaß der Korrektur entsprechend reduziert.

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.