

FPM FUNDS LADON - EUROPEAN VALUE

VON RAIK HOFFMANN

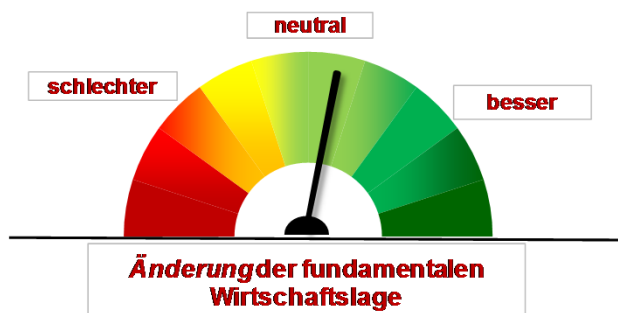


Portfoliomanager
Raik Hoffmann

MARKETS – NOISE REDUCED

Fundamentale Wirtschaftslage

Auch wenn der Rückenwind durch den Rückgang der Energiepreise langsam ausläuft, bleibt das fundamentale Umfeld für Aktien der Eurozone eigentlich 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 10,0 % sowie in einigen Ländern, wie z.B. Deutschland, zum Teil kräftige Lohnsteigerungen. 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.



Dieses positive wirtschaftliche Szenario wird durch eine von Deflationsangst getriebene EZB (Anleihekäufe) noch zusätzlich angeheizt, was sich mittlerweile in Wachstumsraten der Geldmenge M1 von rund 8 % in der Eurozone widerspiegelt. Alles in allem gute Aussichten, in 2016 wie auch in 2017 wiederum um die 1,5 % bis 2 % zu wachsen, wobei 2017 eventuell sogar positiv überraschen könnte. 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.

Nachdem wir diesen Bericht auf eine quartalsweise Veröffentlichung (jeweils zur Mitte des Quartals) umgestellt haben, haben wir eigentlich auf die US-Wahl gewartet, um im Falle eines Markteinbruchs nach einem Sieg von Donald Trump, wie es von allen Medien ja im Vorfeld vorhergesagt wurde, mit einer klaren Kaufempfehlung aufwarten zu können. Da nun dieselben Medien, welche vorher negative Wirtschaftsszenarien unter Trump darlegten, jetzt auch unsere Thesen liefern, können wir uns hier kurz und bündig fassen. Mit der Wahl von Trump wird sich höchstwahrscheinlich ein Trend verstärken, auf den wir seit Anfang des Jahres hinweisen: **Reflationierung der Wirtschaft.**

FPM FUNDS LADON - EUROPEAN VALUE

VON RAIK HOFFMANN

Die überwiegend durch den drastischen Verfall der Rohstoffpreise (in einigen Ländern Europas gibt es durchaus auch weitere Gründe) verursachte niedrige Inflation wurde von Notenbanken und vielen Marktteilnehmern als strukturell angesehen. Chinakrise, BREXIT, US-Wahl – immer wieder gab es vor diesem „deflationären“ Hintergrund genügend Argumente Geld in solche Vermögensgegenstände zu investieren, die sehr stabile Cash-Flows generierten: Staatsanleihen (mit negativen Renditen!!!), Immobilien, Qualitätsaktien. Dass diese vor diesem Hintergrund absurde Bewertungsniveaus erreichten, haben wir wiederholt beschrieben.

Da wir uns langsam den Tiefständen des Rohstoffpreisverfalls von vor einem Jahr nähern, steigen jetzt auch die Inflationsraten dementsprechend. Dies war mit gesundem Menschenverstand ziemlich vorhersehbar und manifestiert sich auch bereits in steigenden Produzentenpreisen z.B. in China. Gleichzeitig steigen die Stundenlöhne in der amerikanischen Volkswirtschaft mittlerweile bereits um + 2,8 % im Jahresvergleich und die Diskussion ging von der Geldpolitik zunehmend zu einer stärkeren Fiskalpolitik – selbst der Bundesfinanzminister beglückt uns pünktlich zur Wahl mit einer mikroskopischen „Steuersenkung“. Die Beispiele ließen sich beliebig fortsetzen. Noch viel positiver ist aber, dass sich erstmals seit Jahren die wirtschaftlichen Frühindikatoren in immer mehr Regionen der Welt gleichzeitig verbessern, was darauf hindeuten könnte, dass der Aufschwung erstmals an Breite gewinnt.

Während also die Reflationierung der Weltwirtschaft bereits seit Monaten in vollem Gange ist, redete alle Welt noch von Deflation. Auch Hillary Clinton hätte mit ihren Fiskalplänen nicht den Preis der schwäbischen Hausfrau gewonnen, aber Trumps Pläne gehen deutlich darüber hinaus. Massive Steuersenkungen (für die Bevölkerung als auch für Unternehmen inklusive einer niedrigen Besteuerung von Auslandsgewinnen zur Repatriierung) und Infrastrukturausgaben, aber viel wichtiger noch Deregulierung, deutliche Rückführung des aufgeblähten Staatsapparates, usw. wären auch für Deutschland ehrenwerte Ziele und würden das Potenzialwachstum heben. Alle diese Maßnahmen würden einen erheblichen positiven Nachfrageeffekt für die USA

bedeuten. Wenn Trumps Äußerungen z.B. zu Zöllen, Handels- oder Klimaabkommen hoffentlich zum Großteil nur Wahlkampfgetöse waren, hätten obige Maßnahmen signifikante Implikationen. Positiver Nachfrageeffekt bei fast Vollbeschäftigung und steigenden Stundenlöhnen von wie erwähnt 2,8 % würde eine Beschleunigung des Reflationierungstrends bedeuten. 3 % reales Wachstum plus 2% Inflation gibt zumindest mal eine Indikation, wo die Zinsen ungefähr liegen sollten.

Außenpolitisch hätte Hillary Clinton mit Sicherheit eine interventionistischere Politik betrieben. Eine Lösung des festgefahrenen Syrien-Konfliktes wird unter Trump wohl eher gelingen. Am Ende wird Europa wahrscheinlich mehr Verantwortung übernehmen müssen (Erhöhung der Verteidigungsausgaben), aber die US-/Hillarys Außenpolitik (Libyen, Syrien, davor Irak und Afghanistan) ist zumindest Teil der Flüchtlingsproblematik in Europa.

Man wird sehen, aber vielleicht stehen die Chancen gar nicht so schlecht, dass Amerika am Ende etwas „greater“ geworden ist. Sicher keine Konsens-Meinung, aber der Konsens hat vor ein paar Wochen auch noch 10jährige Bundesanleihen mit negativer Rendite gekauft.

Wenn mit den USA und China die zwei größten Volkswirtschaften der Welt fiskalpolitisch Vollgas geben und Japan wahrscheinlich folgen wird, stehen die Chancen für eine Beschleunigung des globalen Wachstums gar nicht so schlecht, zumal insbesondere die Investitionen der Unternehmen endlich auch mal anziehen könnten. Lohnsteigerungen bei stagnierender Produktivität wie in den USA schreien förmlich nach Investitionen, wenn man seine Gewinnmargen halten will.

Wenn man bedenkt, dass die Inflationsraten ohnehin schon am Ansteigen sind, ist es ziemlich offensichtlich, wie extrem toxisch Anleiheinvestments sind. Die Zeit der ultraniedrigen Zinsen ist (vorerst?) vorbei. Auch wenn es gelegentlich mal wieder in die Gegenrichtung gehen kann, liegt das Zinstief wohl hinter uns. Bei den von uns auch gemiedenen teuren Qualitätsaktien wurde in den letzten Wochen zum Teil schon erheblich die Luft rausgelassen. Viele dieser Aktien haben 10-20 % von ihren Höchstständen verloren. Kamen

FPM FUNDS LADON - EUROPEAN VALUE

VON RAIK HOFFMANN

Gewinnwarnungen hinzu, ging es teilweise noch dramatischer nach unten. Selektiv sehen einige wieder attraktiv aus, aber in der Breite sind die Bewertungen immer noch deutlich zu hoch. Auf der anderen Seite haben viele Value-Aktien erheblich zugelegt. Sollte sich das Szenario der Reflationierung fortsetzen, stehen wir erst am Anfang einer Sektorrotation rein in Unternehmen, die von steigenden Zinsen (z.B. Unternehmen mit hohen Pensionslasten) oder einer verbesserten Wirtschaftsaktivität profitieren. Da diese Unternehmen oftmals immer noch nahe Rezessionsniveaus handeln, ergeben sich hier massive Chancen.

Teure Aktien und auch Indizes (insbesondere USA) werden natürlich Gegenwind vom steigenden Zinsniveau bekommen, sinkt doch die relative Attraktivität von Aktien und steht daher einer weiteren Ausweitung des Bewertungsniveaus entgegen. Entsprechend wird es für einen allgemeinen Marktanstieg zunehmend darauf ankommen, dass Umsatz und Ergebnis anfangen zu steigen. In den USA waren die Q3-Zahlen bisher ganz vielversprechend: Gewinnwachstum von 3 % bzw. 6 % ohne Energiewerte bei ähnlichem Umsatzwachstum. Für die Eurozone waren es Gewinnsteigerungen von 1 % bzw. 2 % ohne Energiewerte, allerdings fielen die Umsatzzahlen um 3 % bzw. - 1 % ohne Energie. Dieser Trend sollte sich fortsetzen und entsprechend Rückenwind für die Aktienmärkte bedeuten.

Wir hatten in den Vormonaten wiederholt darauf hingewiesen, dass der Bewertungsunterschied zwischen Unternehmen mit relativ gut prognostizierbaren Gewinnen und Cash Flows und etwas zyklischeren und damit in der Wahrnehmung der Investoren riskanteren Unternehmen auf ein extremes Niveau angestiegen war; von uns bevorzugte Value-Aktien haben eine mehrjährige Underperformance hinter sich. In den letzten Wochen kam es erstmals seit langem zu einer Aufholbewegung. Nichtsdestotrotz handeln diese Aktien immer noch mit einem enormen Abschlag und wir können immer noch ausreichend billige Aktien identifizieren.

Pricing & 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 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. Selektiv ergeben sich aber bei kleineren Unternehmen aus der zweiten Reihe interessante Opportunitäten, die wir gezielt nutzen.

Momentan ist der DAX mit einem KGV von gut 12 ungefähr rund 2 Punkte günstiger als der EuroStoxx bewertet. Der Hauptgrund dafür liegt am höheren globalen Exposure der deutschen Wirtschaft und der weiterhin vorhandenen Unsicherheit über die Entwicklung wichtiger Auslandsmärkte wie z.B. China begründet, worunter beispielsweise der im DAX hochgewichtete Automobilsektor leidet. Von daher finden wir weiterhin überdurchschnittlich viele günstig bewertete Aktien am deutschen Aktienmarkt. Die relative Bewertung Deutschlands im Vergleich zu Europa ist auf einem mehrjährigen Tiefstand angelangt, was uns vor dem Hintergrund einer Stabilisierung des globalen Wachstums nicht ganz logisch erscheint.

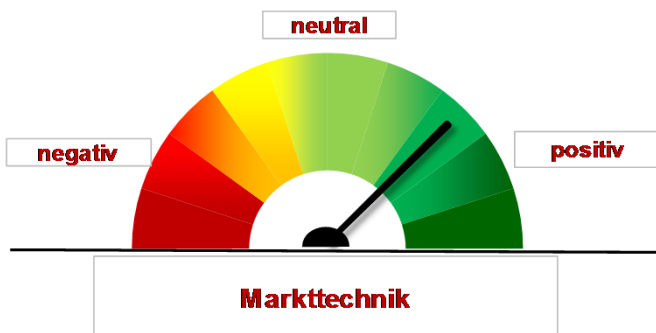


FPM FUNDS LADON - EUROPEAN VALUE

VON RAIK HOFFMANN

Markttechnik

Kurzfristig zwar überkauft, aber ansonsten kann man nur sagen: Sehr überzeugend bezüglich Sektorperformance und Marktbreite. Nach Abbau der überkauften Lage steht einem versöhnlichen Jahresausklang eigentlich nicht viel entgegen (außer vielleicht das italienische Referendum?).



Fondspositionierung

Asset Allocation

Aufgrund des oben beschriebenen positiven Hintergrunds bleiben wir mehr oder weniger komplett in Aktien investiert, zumal viele Werte sehr niedrige Bewertungen aufweisen und zum Teil unter oder nahe Buchwert notieren. Staatsanleihen sind absolut überbewertet und entsprechend halten wir weiter eine Short-Position im Bund-Future, die bei steigenden Zinsen einen positiven Performancebeitrag liefert.

Einzeltitle

Im Berichtszeitraum wurde die Debt-Restrukturierung von Singulus abgeschlossen. Entsprechend haben wir jetzt eine Position in der Singulus-Aktie; den neuen Bond haben wir aufgrund rechtlicher Vorgaben (10 %-Grenze) verkauft. Die im Juni mit dem Verkauf der HeidelbergerDruck-Anleihe eingeleitete Rotation in die Aktie haben wir vollzogen und auch noch die Wandelanleihe verkauft.

Entsprechend unserer Erwartungen zu Zinsen und wirtschaftlicher Entwicklung haben wir massiv unser Bankenexposure (BNP, Commerzbank, Deutsche Bank) über den Sommer/Herbst erhöht. Gleichzeitig haben wir Unternehmen erworben, die von einem Anziehen der Konjunktur profitieren sollten (Deutz, SAF-Holland).

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.

FPM FUNDS LADON - EUROPEAN VALUE

DISCLAIMER

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale der Fonds. Die vollständigen Angaben zu den Fonds sind den wesentlichen Anlegerinformationen und dem Verkaufsprospekt, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngeren Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage des Kaufs dar. Sie sind in elektronischer oder gedruckter Form kostenlos bei der FPM Frankfurt Performance Management AG (FPM AG), Freiherr-vom-Stein-Straße 11, 60323 Frankfurt am Main oder der Universal-Investment-Luxembourg S.A., 15, rue de Flaxweiler, L-6776 Grevenmacher, Luxemburg erhältlich. Der Verkaufsprospekt enthält ausführliche Risikohinweise.

Die in dieser Produktinformation enthaltenen Meinungs-
aussagen 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 FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als
zuverlässig erachtet. Berechnung der Wertentwicklung der
Fonds nach BVI-Methode, d.h. ohne Berücksichtigung des
Ausgabeaufschlages. Individuelle Kosten wie beispielsweise
Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in der
Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei
Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung
auswirken. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein
verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Nähere steuerliche Informationen enthält der Verkaufs-
prospekt.

Die von Universal-Investment-Luxembourg S.A.
ausgegebenen Anteile dieser Fonds dürfen nur in solchen
Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft
werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher
Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieser Fonds
weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von
US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen
zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses
Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen
dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung
und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie das
Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in
anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen
sein.

FPM Frankfurt Performance Management AG
Freiherr-vom-Stein-Straße 11
D-60323 Frankfurt am Main

Telefon: + 49 69 79 58 86 – 0

Fax: + 49 69 79 58 86 – 14

E-Mail: kontakt@fpm-ag.de

Internet: www.fpm-ag.de