

Starkes Quartal für Value-Aktien

Die Aktienmärkte beendeten das Jahr 2016 mit einem starken Quartal. Dies schlug sich auch in unseren Fonds nieder, die in dem Quartal und im Gesamtjahr eine solide Performance erwirtschafteten.

Bei unserem globalen Industrieländerfonds lieferte das Engagement in den USA einen wesentlichen Performancebeitrag. Unsere US-Value-Aktien zeigten in diesem Jahr eine sehr gute Entwicklung, während die Märkte in Europa und Japan zurückblieben. Unser European Value-Fonds entwickelte sich indes deutlich besser als die Benchmark. Unsere Schwellenländerfonds schnitten mit Renditen von über 20% innerhalb unserer Fondspalette am besten ab.

„ 2016 war sowohl absolut als auch relativ gesehen ein ausgezeichnetes Jahr für unsere Valuefonds

Zweifelloos war es ein ereignisreiches Jahr. Gleich zu Beginn des Jahres 2016 machte sich eine hohe Unsicherheit breit und es herrschte wenig Optimismus. Im Januar fielen die Rohstoffpreise, und es gab Sorgen um das chinesische Wachstum. Diese Unsicherheit hatte einen deutlichen Rückgang der Zinserwartungen zur Folge. Die Stimmung verbesserte sich, bis das Brexit-Votum erneut für Pessimismus und einen Einbruch der Zinsen sorgte. Aber letztlich waren die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Entwicklungen ermutigend, und im dritten Quartal stiegen die Zinserwartungen in den USA. In den letzten

Jahren haben wir häufig diskutiert, inwiefern ein Anstieg der Zinserwartungen zu großen Umschichtungen an den Aktienmärkten führen könnte. Und genau das war dann zu beobachten. Die Anleger schichteten von defensiven Sektoren und „Bond Proxies“, d.h. anleiheähnlichen Papieren, in eher zyklische Sektoren und von teuren Aktien in günstiger bewertete Titel um. Valuwerte schnitten besser ab als Wachstumsaktien.

Die größte Überraschung war natürlich der Sieg von Trump im November. Die Aktienmärkte legten kräftig zu, die Anleiherenditen stiegen deutlich, und es kam zu erheblichen Umschichtungen an den Aktienmärkten. Am Jahresende erhöhte die Fed die Zinsen und signalisierte weitere Straffungen. Unsere Strategien profitierten von diesen Umschichtungen, und 2016 war letztlich sowohl absolut als auch relativ gesehen ein hervorragendes Jahr für unsere Substanzfonds.

Wütende Wähler

Mit dem Sieg von Trump hat sich die Situation in vielerlei Hinsicht grundlegend geändert. Erstens sind der unerwartete Trump-Sieg und die Brexit-Überraschung auf ein allgemeines Phänomen in den Industrieländern zurückzuführen, in denen sich weite Teile der Unter- und Mittelschicht als Verlierer des Globalisierungstrends der letzten 20 Jahre betrachten. Sie sind der Ansicht, dass ihr relativer Wohlstand in den letzten beiden Jahrzehnten gesunken ist. Sie sind wütend und wollen gegen das Establishment protestieren, von sie sich im Stich gelassen fühlen .

Zweitens werden hierdurch die Umbrüche in der Medienlandschaft deutlich. Der Ausgang des Brexit-Referendums und der US-Wahl hat viel Spott gegenüber Medien und Meinungsforschungsinstituten ausgelöst, die beide Ereignisse in der Mehrzahl für ziemlich unwahrscheinlich hielten. In der Wahlnacht waren viele Experten und Journalisten – und natürlich auch Milliarden von Menschen rund um den Globus – geschockt und sprachlos,

als sich die Landkarte der USA allmählich rot färbte. Dass die meisten Kommentatoren der Qualitätsmedien den Sieg von Trump nicht vorhergesehen haben und möglicherweise von dem Tempo überrascht wurden, mit dem der Populismus und die Anti-Establishment-Politik an Boden gewonnen haben, ist ein Aspekt. Klar ist aber auch, dass eine ausgewogene Berichterstattung von Qualitätsmedien am stärksten unter den Umbrüchen leidet, und dies hat sich eindeutig auf den Wahlkampf ausgewirkt. Die fehlende Bereitschaft, für Nachrichten zu zahlen, wird zu einem großen Problem für die Branche. Viele Anbieter setzen auf Schlagzeilen statt Substanz. Zwischen Klickködern und dem Wahlkampf Trumps gibt es viele Parallelen: Er dominierte immer wieder die Schlagzeilen, indem er sich mit ein oder zwei unverschämten Kommentaren zu Wort meldete. Die Medien sind wahrscheinlich ein extremes Beispiel für die Umbrüche, die die Digitalisierung mit sich gebracht hat. Aber auch viele andere Branchen stehen unter Druck.

Die jüngsten politischen Entwicklungen haben ohne Zweifel noch viele weitere Implikationen, und diese Themen werden in den kommenden Jahren vielfach diskutiert und analysiert werden. Doch genug von wütenden Wählern, Umbrüchen und der geringen Aussagekraft von Umfragen. Konzentrieren wir uns nun auf die Frage, was dies für die Wirtschaft, die Finanzmärkte und unsere Fonds bedeutet.

Eine Trump-Rallye?

Es besteht kein Zweifel daran, dass der Wahlsieg von Trump und seine voraussichtlich aggressive Fiskalpolitik die Kurse im letzten Quartal mit nach oben getrieben haben. Wahr ist aber auch, dass bereits vor den Wahlen eine Trendwende eingeleitet wurde. Die US-Wirtschaft befand sich im Aufschwung, und die Anleiherenditen begannen ab der Mitte des Jahres zu steigen, da zunehmend mit Zinserhöhungen der Fed gerechnet wurde, die es dann auch im Dezember gab. Der US-Wirtschaft und auch der Weltwirtschaft geht es insgesamt nicht so schlecht wie zu Beginn des Jahres 2016 befürchtet. Dies war der Hauptgrund für den zunehmenden Optimismus am Jahresende. Die Entwicklung in China ist relativ stabil, die EZB hat signalisiert, die Anleihekäufe nicht ewig fortsetzen zu wollen, und die Fed hat weitere Zinserhöhungen in diesem Jahr in Aussicht gestellt.

” *Der US-Wirtschaft und auch der Weltwirtschaft geht es insgesamt nicht so schlecht wie Anfang 2016 befürchtet*

Der Sieg von Trump und seine Amtseinführung ereignen sich somit zu einem Zeitpunkt, an dem sich das wirtschaftliche

Umfeld bereits verbessert. Trump plant natürlich einige Änderungen und Reformen, von denen positive Auswirkungen für den US-Aktienmarkt erwartet werden. Eine expansive Fiskalpolitik und Steuersenkungen für Unternehmen dürften sich zumindest kurz- bis mittelfristig insgesamt positiv auswirken, während seine Agenda, der Schaffung von Arbeitsplätzen in den USA Priorität gegenüber dem internationalen Handel einzuräumen, für kleine und mittlere Unternehmen vorteilhaft sein kann, die in der Regel eher im Inland tätig sind. Natürlich wird es auch andere Auswirkungen geben. Es stellt sich die Frage, welche Folgen ein stärkerer US-Dollar und die mögliche Einführung von Handelszöllen für die Schwellenländer hätten. Das ist eine komplexe Frage, auf die wir an dieser Stelle nur insoweit eingehen, indem wir darauf hinweisen, dass es sich hierbei um eine sehr heterogene Gruppe von Volkswirtschaften mit sehr unterschiedlichen Herausforderungen und Chancen handelt. Wir sehen gute Renditechancen für Bottom-up-Anleger, selbst wenn Trump eine härtere Linie gegen bestimmte Länder fährt.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es schwierig vorherzusagen, wie viele seiner Wahlkampfversprechen Trump tatsächlich umsetzen will bzw. kann. Zwar haben die Republikaner jetzt die Mehrheit in beiden Kammern, dem Senat und dem Repräsentantenhaus, sodass sie Gesetzesvorhaben leichter durchbringen können. Das bedeutet aber noch lange nicht, dass Trump leichtes Spiel haben wird. Die Zeit wird zeigen, welche Politik Trump verfolgen wird und welche Auswirkungen sich daraus ergeben könnten.

Comeback der Value-Anlagen

Nachdem der Value-Investment-Stil über mehrere Jahre insgesamt unterdurchschnittlich tendiert hatte, feierte er 2016 ein starkes Comeback. In der Zeit, als Value-Aktien gemieden wurden, wiesen wir wiederholt darauf hin, dass es bei einer Verbesserung des Geschäftsklimas und steigenden Zinsen letztlich zu einer Umschichtung in diese Substanzaktien kommen könnte. Selbstverständlich wussten wir nicht, wann dies genau passieren würde – und wir haben noch vor kurzem ein Bild aus Äsops Fabel „Der Hirtenjunge und der Wolf“ in unseren Präsentationen bemüht. Doch unabhängig davon waren wir stets davon überzeugt, dass Value-Aktien wieder in der Gunst der Anleger steigen würden.

„ *Nachdem der Value-Investment-Stil über mehrere Jahre insgesamt unterdurchschnittlich tendiert hatte, feierte er 2016 ein starkes Comeback*

In der zweiten Jahreshälfte 2016 war es dann beruhigend zu sehen, dass höhere Zinserwartungen tatsächlich eine Rotation nach sich zogen. Die Anleger schichteten von relativ teuren Aktien in günstigere Titel um, und Value-Aktien verzeichneten eine Outperformance. Die Anleger zogen sich aus defensiven Sektoren zurück und setzten auf eher zyklische Sektoren, sodass sich Branchen wie Finanzen, Energie, Industrie und Grundstoffe gut entwickelten. Sehr erfreulich war die positive Reaktion unserer Fonds auf die veränderte Marktdynamik, wobei unsere Substanzfonds ordentliche Renditen lieferten. Wir legen großen Wert darauf, dass unsere Fonds über mehr als nur einen möglichen Renditetreiber verfügen: z.B. auf der breitesten Ebene unsere Bottom-up-Auswahl einzelner Aktien, unser Engagement in Value sowie unsere Bestände in Small und Mid Caps. Insgesamt lieferte unser Engagement in Value-Aktien 2015 kein positives Ergebnis, unsere Einzeltitelauswahl half uns jedoch, den breiten Markt insgesamt zu schlagen. Im Jahr 2016 wirkte sich die Aktienausswahl teilweise vorteilhaft aus – insbesondere bei unseren Schwellenländerfonds. Im Großen und Ganzen trieb aber vor allem unser Engagement in Value-Aktien die Renditen in der zweiten Jahreshälfte nach oben.

„ *Unser Engagement in Value-Aktien trieb die Renditen in der zweiten Jahreshälfte nach oben*

Seit die Finanzkrise die Märkte vor etwa zehn Jahren erschütterte, herrschte in der Finanzbranche zeitweise eine Stimmung, als ob nur noch mit bestimmten Investments Geld zu verdienen sei. Im Aktienbereich gewannen passive Anlagen immens an Bedeutung, und eine Vielzahl von Anlegern konzentrierte sich auf bestimmte Marktsegmente – beispielsweise auf eher defensive Titel mit geringer Volatilität wie Gesundheitswerte und Basiskonsumgütertitel, die sich bereits seit einigen Jahren anleiheähnlich verhalten.

Wir haben nichts gegen diese Sektoren einzuwenden, und es wird wieder Zeiten geben, in denen wir dort attraktive

Substanztitel finden. Allerdings waren wir vorsichtig in einem Umfeld, in dem viele Anleger ein „geringes Risiko“ schlicht mit einer Anlage in Fonds verbinden, die einen Index abbilden (obwohl bei diesen Indizes häufig bestimmten Standardwerten ein sehr hohes Gewicht zukommt), oder mit Anlagen in bestimmten defensiven Sektoren. Da viele Anleger in bestimmte Marktsegmente drängten, entstanden deutliche Bewertungsdiskrepanzen, wobei andere Segmente sehr günstig schienen. Dies nutzten wir. Die Umschichtungen im Jahr 2016 erinnern an das breite Anlageuniversum, das die globale Wirtschaft und die Aktienmärkte bieten, und sie zeigen, dass Anlagen mit dem geringsten und dem höchsten „Risiko“ auf längere Sicht nicht immer an gleicher Stelle zu finden sind. Das gesamte Universum im Blick zu haben und gegen den Trend gerichtete Positionen einzugehen, kann helfen, solide langfristige Renditen zu erzielen. In jedem Fall wird deutlich, dass aktive Fondsmanager mit einem Bottom-up-Valueansatz das Potenzial haben, Indizes zu schlagen.

Positive Aussichten für den Finanzsektor

Ohne uns verfrüht aus dem Fenster lehnen zu wollen, deutet derzeit vieles auf steigende Zinsen hin. Das ist allgemein ein Zeichen für eine Verbesserung der Wirtschaft und eine gute Nachricht für Banken. Ein günstiges Wirtschaftsumfeld sorgt in der Regel für Optimismus und Investitionen von Unternehmen. Kreditnehmer sind besser in der Lage, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, und die Banken haben weniger notleidende Kredite in ihren Büchern. Letztere profitieren auch von einer größeren Differenz zwischen Einlagen- und Kreditzinsen. Weniger Forderungsausfälle und bessere Bonitätseinstufungen können dazu führen, dass weniger Rückstellungen für Kreditausfälle gebildet werden und in den Bilanzen mehr Spielraum für den Ausbau des Kreditbuchs besteht (zumindest bis der Höhepunkt des Zyklus erreicht ist). Diese Dynamik wollen wir ausnutzen und werden später noch auf eine unserer Positionen in Banken eingehen. Auch Versicherungsgesellschaften kommt diese Entwicklung zugute. Eine Belebung der Wirtschaftstätigkeit und höhere Ausgaben – für neue Häuser, Autos, Ausrüstung usw. – bedeuten mehr Abschlüsse von Versicherungspolice. Gleichzeitig steigen bei höheren Zinsen die Zinserträge der Versicherungsgesellschaften. Und auch andere Sektoren profitieren von einer Verbesserung der konjunkturellen Stimmung: allen voran Nicht-Basiskonsumgüter und Industrie. All diese Branchen haben in den letzten Monaten eine gute Performance gezeigt, und es ist erfreulich, dass wir hier noch immer attraktive Value-Aktien finden.

Positive Effekte für unsere Aktien

Die unmittelbaren Nutznießer der gestiegenen Zinserwartungen und Markttrotation innerhalb unseres globalen Industrieländerfonds waren unsere Finanztitel aus den USA. In den letzten zwei bis drei Jahren haben wir unsere

Positionen im Finanzsektor schrittweise aufgestockt, zunächst durch die Investition in Regions Financial und Citigroup im Jahr 2014 bzw. Anfang 2015. Angesichts äußerst günstiger Bewertungen und rekordniedriger Zinsen entschieden wir uns im vierten Quartal 2015 für eine deutliche Übergewichtung des US-Finanzsektors. In diesen Monaten bauten wir Positionen in JP Morgan, Discover Financial, Leucadia und Metlife auf.

Als die Zinsen im ersten Quartal 2016 weiter sanken, zahlte sich unsere Strategie zunächst nicht aus. Im weiteren Jahresverlauf erwies sie sich dann aber als sehr lukrativ. Vor allem zinssensitive Titel wie Regions Financial, Discover, Citigroup und Mitsubishi UFJ haben sich in den letzten Monaten sehr gut entwickelt. Die Übergewichtung des Sektors und die über der Benchmark liegenden Renditen unserer Finanztitel wirkten sich positiv auf die Fondsperformance aus.

Eine unserer größten Positionen ist Regions Financial. Das ist die größte Regionalbank in den USA. Den Titel nahmen wir im Sommer 2014 ins Portfolio auf. Das Institut hat ein einfaches Geschäftsmodell mit einer im Sektorvergleich sehr hohen Zinssensitivität, das auch von einer verstärkten Kreditvergabe profitieren könnte. Weitere Pluspunkte waren die überkapitalisierte Bilanz der Bank, was Potenzial für höhere Aktionärsrenditen barg, und eines der höchsten Aufwand-Ertrag-Verhältnisse, zu dessen Verbesserung bereits Maßnahmen eingeleitet worden waren. Wir sahen daher deutliches Potenzial für eine Steigerung der Ertragskraft und der Ausschüttungen des Instituts. Da die Aktie zudem sowohl absolut als auch relativ gesehen günstig bewertet war, hielten wir sie für attraktiv.

Der Finanzsektor war offensichtlich einer der Hauptnutznießer der oben beschriebenen Marktrotation. Nach der jüngsten Kurserholung entschieden wir uns dazu, die Position etwas zu reduzieren. Wir sehen aber weiteres Aufwärtspotenzial, da das Unternehmen noch nicht in vollem Umfang von der Belebung des Kreditgeschäfts und höheren Zinsen bei einer niedrigeren Kostenbasis profitiert.

Terex-Übernahme

Im zweiten Halbjahr 2015 kündigte der Baumaschinenhersteller Terex eine Fusion („Zusammenschluss zwischen Gleichen auf Aktienbasis“) mit dem finnischen Kranbauer KoneCranes an. Anfang 2016 folgte dann ein Übernahmeangebot eines chinesischen Konkurrenten in Höhe von 30 US-Dollar in bar je Aktie. Obwohl dieses Barangebot etwas attraktiver erschien, wurde das Zustandekommen der Übernahme aufgrund regulatorischer Hürden als eher unwahrscheinlich erachtet. Allerdings rückte dadurch der strategische Wert einiger

Vermögenswerte von Terex stärker in das Bewusstsein der Anleger, und die Verhandlungsmacht von Terex gegenüber KoneCranes verbesserte sich. Infolgedessen wurden die ursprünglichen Fusionspläne zwischen Terex und KoneCranes auf Eis gelegt, und KoneCranes übernahm stattdessen das Geschäft von Terex mit Industriekranen und Krankomponenten. Durch die Transaktion entsteht ein Unternehmen mit einer klareren Ausrichtung, reichlich Liquidität und einer starken Bilanz, das über mehr Spielraum zur Verbesserung der operativen Effizienz verfügt. Der Deal wurde auch von den Anlegern eindeutig begrüßt, und die Terex-Aktie begann mit einer positiven Performance im dritten Quartal. Das Sahnehäubchen waren dann der Wahlsieg von Trump und sein Versprechen, die Infrastrukturausgaben zu erhöhen. Als wichtiger Baumaschinenhersteller in den USA dürfte Terex hiervon in einem hohen Maße profitieren. Während der „Trump-Rallye“ stieg der Aktienkurs des Konzerns deutlich stärker als der von Caterpillar, einem Zugpferd der Branche.

„*Wir sind sehr optimistisch, was das Potenzial unserer Anlagen betrifft*“

Ausblick

Wie anfangs erwähnt, war 2016 ohne Zweifel ein ereignisreiches Jahr. Es war ein Jahr der politischen Überraschungen, und insbesondere in vielen westlichen Ländern herrscht das Gefühl einer Reise ins Unbekannte. Doch die Welt wird nicht untergehen. Die Wirtschaft erscheint insgesamt robust, und Aktien erbrachten ordentliche Renditen.

Nach mehreren Jahren, in denen sich Anleger an den Aktienmärkten verhielten, als hätten sich die Spielregeln grundlegend verändert, diente 2016 vielleicht auch als Erinnerung daran, dass manches beim Alten bleibt. Wir haben oft darauf hingewiesen, dass sich mit Value-Anlagen hohe langfristige Renditen erzielen lassen, es zwischenzeitlich aber auch immer Durststrecken geben wird, die sich mitunter über einen langen Zeitraum hinziehen können, es danach dann aber in der Regel zu einem deutlichen Aufschwung kommt. Außerdem haben wir betont, dass große Bewertungsunterschiede zwischen verschiedenen Segmenten des Aktienmarktes über eine längere Zeit bestehen bleiben können, dann aber irgendwann ein entgegengesetzter Trend einsetzen wird. Diese Einschätzungen bestätigten sich 2016. In den letzten zwei Quartalen wurden erhebliche Umschichtungen nach Sektoren und Anlagestilen vorgenommen, und wir werden auch

diesmal keine Prognosen für die kurzfristige Entwicklung abgeben. Wir glauben aber, dass es weiterhin Bewertungslücken geben wird, und werden diese weiterhin ausnutzen. Wir haben viele deutlich unterbewertete Unternehmen in unseren Portfolios und suchen nach weiteren Kandidaten. Wir sind sehr optimistisch, was das Potenzial unserer Anlagen betrifft.

Veröffentlicht am 25. Januar 2017

Sparinvest ist Unterzeichner der UN-Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN-PRI) und Mitglied des Eurosif und des Dansif.

UN PRI ist eine durch die Vereinten Nationen unterstützte Initiative internationaler Anleger, die auf den sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment basiert. Es wird angestrebt, Anlegern aktiv zu helfen, ökologische, soziale und Governance-Kriterien in ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Signatory of:



Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Für weitere Informationen verweisen wir auf den Verkaufsprospekt, die „Wesentlichen Informationen für Anleger“ sowie den aktuellen Jahresbericht bzw. Halbjahresbericht des Sparinvest SICAV, die ebenso wie die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung des Fonds bei den Niederlassungen von Sparinvest oder bei den ernannten Vertriebsstellen angefordert werden können. Anlagen werden nur auf der Grundlage dieser Dokumente getätigt. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Die angegebene Performance wird als Verhältnis von Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert in der Basiswährung des Fonds ohne Berücksichtigung von Zeichnungsgebühren berechnet. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: Société Générale, Paris, Zweigniederlassung Zürich, Talacker 50, Postfach 5070, CH-8021 Zürich. Veröffentlicht von Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg.