

AUSRICHTUNG UND STRATEGIE

MONATSBERICHT

NR. 197
JANUAR 2019

Redaktionsschluss
09.01.2019



ENDLICH EINE GUTE NACHRICHT: 2018 LIEGT HINTER UNS!

Mit dem Dezember fand ein für die Finanzmärkte miserables Jahr ein krachendes Ende: Der S&P500 verzeichnete ein Minus von 9,18 % und damit seinen schwächsten Monat seit Februar 2009, der Preis für ein Barrel Erdöl brach um 10 % ein, die zehnjährige amerikanische Staatsanleihe verlor 30 Basispunkte – und die Liste ließe sich fortsetzen.

Letzten Monat hatten wir eine mögliche Rally der Schwellenländer erwähnt. Diese konnten zwar besser abschneiden als die anderen Regionen (der MSCI EM gab um -2,9 % nach, der Index für Anleihen in Hartwährung schaffte ein Plus und die Schwellenländerwährungen werteten auf), waren aber nicht gegen die allgemeine Baisse immun.

Das raue Börsenklima der letzten Monate setzt sich also bis heute fort. Sind die Ursachen jedoch dieselben geblieben? Größtenteils ja, doch während vor einigen Wochen vor allem die Politik das Sorgenkind war (USA/China, Brexit, Italien etc.), gelten die Vorbehalte heute in erster Linie den Fundamentaldaten.

Die entscheidende Frage dürfte nun lauten: Wie wird der Wachstumspfad 2019 verlaufen? Und vor allem: Wie wird es nach dem Rekordjahr 2018 mit dem amerikanischen Wachstum weitergehen?

Insbesondere drei Punkte geben den Anlegern Anlass zur Sorge:

- *„Die positiven Impulse der von Donald Trump geschaffenen Steueranreize verpuffen allmählich, und ohne sie wird sich das US-Wachstum deutlich verlangsamen.“* Wir können diese Bedenken nur zum Teil nachvollziehen: Gemäß unseren Schätzungen hat der Steuereffekt 2018 zusätzliches Wachstum in Höhe von +0,7 % generiert und dürfte 2019 erneut zu einem Wachstumsschub von rund +0,3 % führen (Steuersenkungen bis April 2019 und Erhöhung der Bundesausgaben um 36 Mrd. US-Dollar im Gesamtjahr 2019).
- *„Die Abflachung der amerikanischen Zinskurve ist der Vorbote einer Rezession.“* Auch in diesem Punkt können wir die Befürchtungen des Markts nicht teilen. Die Zinskurve kann über längere Zeit flach bleiben, ohne dass dies zu Problemen führt. Aussagekräftiger ist unserer Auffassung nach die Differenz zwischen Kapitalrendite und Kapitalkosten, und diese Kennzahl deutet auf keine kurzfristigen Risiken hin.
- *„Es war ein geldpolitischer Fehler der Fed, die Zinsen zu erhöhen, während sich die finanziellen Bedingungen eintrüben.“* Tatsächlich hätte die US-Notenbank angesichts der heftigen Börsentalfahrt eine Pause in ihrem Zinszyklus einlegen können, doch darauf hätte sie die Märkte einstimmen müssen. Außer Zweifel steht auch, dass Donald Trump sich mit seinen Kommentaren zur Zinspolitik besser zurückgehalten hätte. Ein Fehler war in unseren Augen vielmehr die Stellungnahme des Fed-Vorsitzenden im Oktober, in der Jerome Powell ankündigte, die Fed werde den Leitzins weit über ein neutrales Niveau hinaus anheben.

Im Großen und Ganzen sind wir nicht allzu sehr über die weltweite und die amerikanische Konjunktur im Jahr 2019 beunruhigt. Dass es zu einer Abkühlung kommt, ist sehr wahrscheinlich, doch einen Einbruch erwarten wir nicht. Der seit drei Monaten zu beobachtende sehr starke Ölpreisverfall dürfte sich im Übrigen etwa ab Mitte 2019 positiv in den Konsumzahlen niederschlagen.

Bestimmte politische Risiken werden den Markt selbstverständlich weiterhin überschatten, und zwar in erster Linie der Brexit, wobei die Abstimmung im britischen Unterhaus für die Woche ab dem 14. Januar angesetzt ist, und die Zollverhandlungen zwischen China und den USA. Wir gehen bezüglich des ersten Risikos nach wie vor nicht von einem „harten“ Brexit aus, und was das zweite Risiko betrifft, so scheint der Ton etwas konstruktiver geworden zu sein.



LA FRANÇAISE
investing together



BEZÜGLICH ANLEIHEN

ANLEIHEPERFORMANCE 2018: EINE BILANZ, DIE (EINMAL MEHR) DEN KONSENS LÜGEN STRAFT

Der für Staatsanleihen prophezeite Einbruch ist ausgeblieben. Vor dem Hintergrund des anziehenden Wachstums Anfang 2018 hatten zahlreiche Kapitalmarktkenner – und auch wir selbst – mit einem schwarzen Jahr für diese Anlageklasse gerechnet. Eine Prognose, die sich nicht bewahrheitet hat.

Letztlich kann das Segment Staatsanleihen für das Jahr 2018 eine positive Performance verbuchen. Der US-Index (ML-BoA) gewann paradoxerweise in Dollar gerechnet +0,8 % hinzu, obschon das Wachstumstempo deutlich zugenommen hat und seitens der Fed die vier geplanten Zinsanhebungen vorgenommen wurden. In Europa ließ trotz der schwächeren Wachstumskennzahlen seit dem Konjunkturmehrpunkt des letzten Quartals 2017 das Ende des Programms der quantitativen Lockerung der EZB auf eine künftige Normalisierung der Zinspolitik schließen. Dennoch ging das Segment in Euro gerechnet mit +1 % über die Ziellinie (ML-BoA-Index). Was also hat dieses Szenario, an dessen reibungslosen Ablauf alle felsenfest geglaubt hatten, zum Kippen gebracht?

Bei oberflächlicher Betrachtung lässt sich die Entwicklung der Staatsanleihen als Flucht in ruhigere Gewässer in einem Kontext des Misstrauens gegenüber riskanten Anlagen zusammenfassen, welcher der Häufung der politischen Brandherde (Donald Trump, Brexit, Handelsstreit mit China, Italien, Erdöl etc.) geschuldet ist. Eine vertiefte Analyse zeigt jedoch, dass die schlechtere Einschätzung der geldpolitischen Rahmenbedingungen als wichtigster Faktor den Ausschlag für die Zinsbewegungen im Berichtszeitraum gab.

Unter dem Druck einer starken Ausweitung des Angebots vollzogen die Ölpreise einen Sinkflug. Diese Bewegung wirkte sich spürbar auf die Inflationsentwicklung aus und mündete in einen Einbruch der Inflationserwartungen.

Selbst innerhalb des Euroraums lassen sich einige recht eindeutige Befunde ausmachen, vornehmlich die deutliche Underperformance Italiens im Monatsverlauf (-1,4 %): Unübersehbar werden schlechte Performer vom Markt nur in den seltensten Fällen belohnt. Das Performance-Gefälle gegenüber Spanien (+2,6 %) und Portugal (+3,1 %) tritt deutlich zutage. Ein weiterer auffälliger Punkt ist das Abscheiden der Kernländer des Euroraums, allen voran Deutschland (+2,3 %), denen ihr Status als sicherer Hafen zugutekam: Die Rendite der nominalen zehnjährigen Bundesanleihe notierte zuletzt bei 0,23 %.

Verkürzend lässt sich der Anleihemarkt 2018 als ein Pendel beschreiben, das in beide Richtungen weit ausgeschlagen ist: Wurde anfangs noch von einem kräftigen Wirtschaftsaufschwung ausgegangen, so antizipiert der Markt nun eine jähe Abkühlung. Die Wahrheit liegt wahrscheinlich irgendwo zwischen diesen beiden Extremen. Wir wetten darauf, dass sich in diesem neuen Jahr wieder etwas Gelassenheit am Anleihemarkt einstellt und sich die Bewertung der Papiere wieder an den Fundamentaldaten orientiert.



BEZÜGLICH AKTIEN

ZUM VERWECHSELN ÄHNLICH: JAHRESAUSKLANG 2018 UND JAHRESAUFTAKT 2019

Die Vorhut der Korrekturphase bildeten im Verlauf des Jahres 2018 die Schwellenländer, dicht gefolgt von den europäischen Indizes. Besonders scharf fiel die Korrektur aus, die am 3. Oktober am US-Markt einsetzte (und diesen zwischen dem 3. Oktober und dem 24. Dezember um 24 % in die Tiefe riss). Zum Auftakt des neuen Börsenjahrs lautet die Gretchenfrage, ob die Talsohle bald erreicht sein wird. In diesem Zusammenhang illustrieren die Kurserholungen vom 26. Dezember (+6,16 % beim NASDAQ, +4,96 % beim S&P) und vom 4. Januar sowohl die Übertreibung der Korrektur als auch das Risiko, das mit einer allzu defensiven Strategie verbunden ist.

Welche Ansätze können uns trotz des Algorithmuseffekts und der „Momentum-Trader“, die die Bewegungen an den Aktienmärkten unabhängig von jeder rationalen fundamentalen Betrachtung verstärken, helfen, die Situation einzuschätzen?

Es wird mit einer **Expansion der globalen Wirtschaftsleistung** von rund 3,5 % und einer darauffolgenden Verlangsamung des Wachstums gerechnet (im Gegensatz zum Jahresanfang 2018, der in eine Phase zunehmenden Wachstumstempos fiel). Während die Zahlen für den weltweiten Aufschwung nur geringfügig revidiert wurden, haben sich die Wachstumsaussichten für Europa deutlich eingetrübt. Der Absturz des ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe in der ersten Januarwoche (sein stärkster Rückgang seit Oktober 2008) hat die nachlassende konjunkturelle Dynamik in den USA für 2019 bestätigt und die Prognosen einer global rückläufigen Konjunktur ab dem für 2020 erwarteten Ende eines langen Wachstumszyklus befeuert. Im Zuge dieser Abschwächung dürfte das US-Wachstum auf rund 2 % sinken, was noch keine Rezession darstellt.

Die pessimistischeren Wachstums- und Markterwartungen haben zu fallenden **Zinsen am langen Ende** (bei Papieren mit zehn- und dreißigjähriger Laufzeit) geführt. Allerdings haben sich **in dieser langen Nullzinsphase die Aktienkurse tendenziell von der Zinsentwicklung entkoppelt**. Besonders markant war diese Dekorrelation im Januar 2018, als die Senkung der Körperschaftssteuer in den Vereinigten Staaten vom Finanzministerium über eine in die Zinsen für langlaufende Staatsanleihen eingepreiste Steuerprämie finanziert wurde. Dies konnte eine neue Baisse-Welle an den Märkten, die von der Zinsanhebung der Fed auf ihrer Dezembersitzung ausgelöst wurde, nicht verhindern. Eine Abweichung der US-Notenbank von ihrem Kurs der „quantitativen Straffung“ ist nicht in Sicht. Sie dürfte zwar pragmatisch bleiben, doch sind in diesem Umfeld keine Erhöhungen der Bewertungsmultiplien für die Aktienmärkte zu erwarten.

Die Unternehmensgewinne haben eine Abwärtskorrektur erfahren. Während die Gewinnprognosen laut dem Konsens, auf den wir uns stützen, für 2019 in den Vereinigten Staaten wie in Europa das Wachstum bei rund 10 % verorten, sehen wir das Gewinnwachstum für 2019 unter Berücksichtigung der Hypothese einer Konjunkturabkühlung eher bei 4 bis 5 %.

Schließlich bleibt dieser Jahresbeginn von **Kapitalabflüssen** gezeichnet, wobei weiterhin massiv Kapital aus Aktien abgezogen wird und nichts auf einen neu erwachten Anlegerappetit auf Risikoanlagen hindeutet. Das Anschwellen der Barbestände illustriert die ausgeprägte Risikoaversion.

An diesen nun wieder hochvolatilen Märkten erscheinen uns viele Bewegungen irrational oder zumindest übertrieben. 2018 hat eindeutig gezeigt, dass die geopolitischen Entwicklungen die wirtschaftlichen Erwartungen beeinflussen, auf die wir unsere Entscheidungen gründen. Nach der überzogenen Korrektur 2018 dürften das zwar langsamere, aber positive Wirtschaftswachstum sowie die Steigerung der Unternehmensgewinne im dritten Jahr in Folge 2019 eine Schubwirkung auf die Märkte ausüben. Die Kombination aus diesen günstigen Fundamentaldaten und den noch immer ungelösten entscheidenden politischen Fragen lassen jedoch weiterhin **eine hohe Volatilität und eine anhaltende Richtungslosigkeit der Märkte** erwarten. Wir setzen unter dem Gesichtspunkt des Exposures und der Risikoeindämmung auf eine vorsichtige Positionierung, halten aber an einer wachstums- und qualitätsorientierten Titelauswahl fest, um von den Chancen profitieren zu können, die sich aus der Baisse im vierten Quartal ergeben. Eine Trendumkehr scheint kurzfristig schwer vorstellbar, wobei die pessimistische Grundstimmung sicherlich einige günstige Gelegenheiten für eine Neupositionierung eröffnen dürfte.

Die in diesem Dokument beinhalteten Informationen sind weder eine Anlageberatung, ein Anlagevorschlag noch ein beliebiger Anreiz, Geschäfte an den Finanzmärkten durchzuführen. Die abgegebenen Beurteilungen spiegeln die Meinung ihrer Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können daraufhin Änderungen unterliegen. Die Groupe La Française haftet keinesfalls für direkte oder indirekte Schäden aufgrund der Nutzung der vorliegenden Publikation oder der darin enthaltenen Informationen. Die vorliegende Publikation darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Groupe La Française nicht vollständig oder teilweise vervielfältigt, an Dritte verteilt oder verbreitet werden.



LA FRANÇAISE
investing together

128, bd Raspail 75006 Paris - Frankreich
Tel. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 HR PARIS

www.la-francaise.com

Publikation verfasst von La Française,
Société anonyme (frz. AG) mit Vorstand
und Aufsichtsrat mit einem Kapital
von 78.836.320 € - HR: 480 871 490

Verantwortlicher Herausgeber:
Laurent Jacquier Laforge & Jean-Luc Hivert
Chefredakteur:
Caroline Babouillard
Verlagsleiter: Marion Lévêque
Lay-out: Wanda Le Sauze