

# AUSRICHTUNG UND STRATEGIE

MONATSBERICHT

NR. 198  
FEBRUAR 2019

Redaktionsschluss  
8.2.2019



## EIN DANKESCHÖN AN DIE FED ...

Auf einen Dezember, der zu den schlechtesten für die Finanzmärkte seit über zehn Jahren gehörte, folgte ein hervorragender Januar: +7,87 Prozent für den S&P 500 nach -9,18 Prozent im Dezember, +15,04 Prozent für ein Barrel Öl nach -8,36 Prozent im Dezember und eine vergleichbare Entwicklung bei den meisten anderen risikoreichen Vermögenswerten.

Der veränderte Tonfall der US-Zentralbank spielte - wie auch schon im September und im Dezember - eine bedeutende Rolle bei dieser Stimmungsaufhellung am Markt. Dies könnte den Schluss nahe legen, dass die Fed im Nachhinein das Feuer wieder gelöscht hat, das sie im September mit der Aussage entfacht hatte, sie wolle „deutlich über den neutralen Satz hinausgehen“.

Wie dem auch sein: Die extrem expansiven Äußerungen von Jerome Powell sowie allen anderen Fed-Vertretern, insbesondere in Bezug auf den Bilanzabbau der Notenbank, haben auf breiter Basis zur Beruhigung der Märkte beigetragen. Diese können ihre Aufwärtsentwicklung nun fortsetzen, da die nächste Zinserhöhung frühestens Ende des ersten Halbjahres ansteht.

Ein weiterer bedeutender Parameter für das Verständnis der Marktentwicklung im Januar ist zweifellos die „Überreaktion“ im vierten Quartal des vergangenen Jahres, insbesondere am Jahresende, an nur noch wenig liquiden Märkten. War dies eine Folge der systematischen Strategien, die die Marktbewegungen vergrößerten? Oder die Kapitulation der institutionellen Anleger, insbesondere nach einer historisch langen Hausse der US-Aktien? In jedem Fall weisen die von uns verfolgten Indikatoren alle darauf hin, dass die Zufüsse zu risikoarmen Anlagen (Kernstaatsanleihen) historisch zum Jahresende eine wichtige Rolle spielen. Dies erklärt die Erholung im Januar teilweise.

Weitere, eher fundamental bedingte Faktoren haben zur Fortsetzung dieser Entwicklung beigetragen.

Die im Rahmen der derzeit in den USA laufenden Ergebnissaison veröffentlichten Geschäftszahlen fallen beruhigend aus, da die Gewinne die Prognosen der Analysten im Allgemeinen um 70 Prozent übersteigen, was in etwa dem historischen Durchschnitt entspricht. Angesichts der im Vorfeld stark gesunkenen Erwartungen muss diese Zahl zwar relativiert werden, ist aber insgesamt dennoch ermutigend und zerstreut die teilweise gehegte Angst vor einem Gewinneinbruch.

Auch die jüngst veröffentlichten US-Indikatoren der wirtschaftlichen Aktivität trugen angesichts der kurzfristig niedrigen Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA zur Beruhigung der Anleger bei.

Welche Haltung sollte man jetzt, nach der augenscheinlichen Korrektur der Marktüberreibungen, einnehmen? Unserer Einschätzung nach spricht die Lage weiterhin für Anlagen in Schwellenländern. Die Risikoprämien sind nach wie vor erhöht und die Anleger eher schwach engagiert. Zudem wirkt das Risiko einer starken Aufwertung des US-Dollars angesichts der jüngsten Äußerungen der Fed gering. Des Weiteren behalten wir unsere positive Haltung gegenüber Portugal und Spanien sowie der US-Inflation bei.



LA FRANÇAISE  
investing together



## BEZÜGLICH ANLEIHEN

### DIE FED PAUSIERT, DIE EZB ZEIGT SICH GEDULDIG

Zu Jahresbeginn unterstützte die Fed risikoreiche Anlagen auf breiter Basis – sie holten die im November und Dezember erlittenen Verluste fast vollständig auf. In einer Anfang Januar gehaltenen Rede und dann erneut bei der letzten FOMC-Sitzung zeigte sich Powell in Bezug auf eine Lockerung seines Bilanzabbaus sehr flexibel. Dieser erfolgt derzeit in Schritten von 50 Mrd. US-Dollar pro Monat. Aufgrund der herrschenden Unsicherheit revidierte die Fed ihre Aussagen aus den vorangegangenen Ausschusssitzungen trotz einer leichten Straffung der Finanzierungsbedingungen im Januar. In seiner Mitteilung vom 30. Januar beschrieb der geldpolitische Ausschuss die US-Wirtschaftsaktivität als „solide“ (jedoch nicht mehr als „stark“). Zudem wurde betont, man werde „bei der Festlegung seiner künftigen geldpolitischen Anpassungen geduldig sein“. Eine auf kurze Sicht erwartete Pause bei dem von der Fed verfolgten Inflationsindex (Core PCE) spricht für eine erneute geldpolitische Straffung zu einem späteren Zeitpunkt des Jahres.

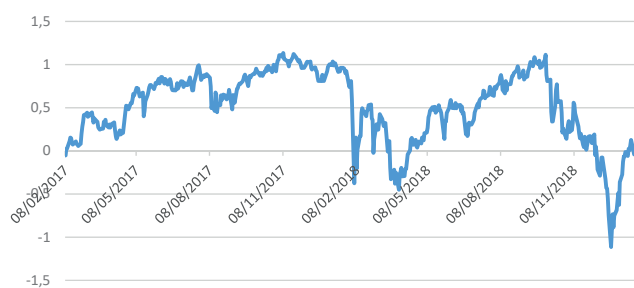
Der EZB-Rat hat beschlossen, bis zur Bekanntgabe der neuen Wirtschaftsprognosen im kommenden März abzuwarten, um die weitere Entwicklung der Unsicherheit zu beurteilen, die den zurzeit auf einen Abschwung zusteuern den Euroraum belastet.

Dieses Umfeld zeigt, wie komplex die Normalisierung ihrer extrem expansiven Politik für die Zentralbanken ist. Daher bleibt das Streben nach Rendite für die Anleger aktueller denn je. Insbesondere Schwellenländer-Anlagen, hoch rentierliche und nachrangige Schuldtitel sowie langfristige Anleihen der Peripheriestaaten sind beliebt.

Dennoch bremsen zahlreiche Risiken diesen Ansturm auf die Renditen. Zunächst sind hier die gesamtwirtschaftliche Abkühlung und das politische Risiko im Euroraum zu nennen, aber auch die am 17. Februar anstehende Veröffentlichung der Empfehlungen der US-Regierung zu einem weit reichenden Handelsabkommen für den Automobilsektor und die Landwirtschaft sowie eine standardisierte Behandlung ausländischer Investitionen ... Fortsetzung folgt!



Index der US-Finanzierungsbedingungen  
(Quelle: Bloomberg)



## BEZÜGLICH AKTIEN STEIGENDE MÄRKTE IN EINEM FEINDLICHEN UMFELD

Deutliche Erholung der Aktien nach einem schmerzhaften Jahresende! Seit dem Tiefstand am 24. Dezember 2018 verzeichnete der US-Markt (S&P 500) einen Anstieg um fast 17 Prozent. Die europäischen Märkte (Stoxx 600 bzw. Eurostoxx 300), sowie die Märkte der Schwellenländer zogen um rund 9 Prozent an. Der S&P 500 liegt nur noch 7 Prozent unter seinem im vergangenen September erreichten Höchststand (2.930,75 Punkte).

Diese Erholung hat jedoch in einem widersprüchlichen bis feindlichen Umfeld stattgefunden, was annehmen lässt, die Korrektur des vierten Quartals 2018 sei übertrieben gewesen. In der Tat bleiben die Bedingungen, auch über die Gewinnwarnung von Apple hinaus (-9,7 Prozent am 3.1.), schwierig:

1. Die Weltwirtschaft trübt sich ein, und zwar nicht nur in Europa, sondern auch in den USA (auch wenn der „Shutdown“ der US-Behörden die Erstellung der Statistiken begrenzt hat) – eine Tendenz, die sich an den aktuell verfügbaren Frühindikatoren ablesen lässt.

2. Die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Unternehmensgewinne wurden nach unten korrigiert. Sie haben sich annähernd halbiert, da sie für die Gesamtheit der Industriestaaten von einer Größenordnung von +10 Prozent für 2019 auf +5 Prozent gesunken sind.

3. Die politischen Risiken gefährden die wirtschaftliche Aktivität und den Welthandel nach wie vor – egal, ob man dabei an den Ausgang des Brexit, den politischen Zustand der Europäischen Union im Vorfeld der Wahlen oder die Wirtschaftsverhandlungen zwischen China und den USA denkt.

Die Markterholung zu Beginn dieses Jahres wurde – zumindest technisch – durch eine erneut konziliante Haltung der US-Zentralbank und die Rede ihres Präsidenten Jay Powell am 4. Januar ausgelöst. Dieser hob die niedrige Inflation hervor und betonte den Willen der Fed, ihre Geldpolitik „schnell und flexibel“ anzupassen. Darüber hinaus ist zu vermerken, dass die politischen Spannungen durch den Rückgang der Marktkurse weitgehend eingepreist waren und dass die Verhandlungen zwischen der chinesischen und der US-Regierung eine „konstruktivere“ Phase erreicht haben.

Wenn man die Schwankungen in Europa seit Jahresbeginn genauer betrachtet, stellt man Folgendes fest: Rohstoffe und Öl erholen sich nach den Exzessen am Jahresende 2018; die Zinssätze sinken und ermöglichen insbesondere im Immobiliensektor eine gute Entwicklung (+10,7 Prozent); die zyklischen Sektoren kommen wieder in Fahrt, seien es Rohstoffe (+12,4 Prozent), Automobile (+11,6 Prozent) oder Industriewerte (+7,7 Prozent); der Einzelhandel (+11,3 Prozent) erholt sich nach seinem Einbruch im Dezember (-8 Prozent) und im Anschluss an ermutigende Zahlen aus dem Weihnachtsgeschäft. Im Gegenzug entwickeln sich defensive Titel unterdurchschnittlich und die Telekommunikation sinkt sogar nach der starken Outperformance der vorangegangenen drei Monate um 2,4 Prozent.

Die Breite der Erholung im Januar, die viele Anleger überrascht hat, lässt nicht auf einen Trend für die kommenden Monate schließen. Wir bleiben für das Gesamtjahr bei unserer Einschätzung eines volatilen Marktes ohne klaren Trend. Die Berichtssaison 2018 hat begonnen. Auch wenn widersprüchliche Ergebnisse zu verzeichnen sind, fallen die Reaktionen nicht so heftig aus wie am Jahresende, was belegt, dass die Märkte zu jenem Zeitpunkt übermäßigem Pessimismus bzw. geradezu einer Panik erlegen waren.

Vor dem Hintergrund einer Konjunkturabkühlung bevorzugen wir auf diesen unstillen Märkten die Wachstumszellen der Branchen Technologie, digitale Wirtschaft und Konsum sowie die langfristigen Trends in Bezug auf die Umstellung der Wirtschaft auf Elektroantrieb, die Senkung der Energieintensivität und den Abbau von CO<sub>2</sub>-Emissionen. Gleichzeitig beschränken wir das Portfolio-Engagement im Anschluss an die Erholung, da den Aktienmärkten der Treibstoff ausgehen könnte, um ihren kraftvollen, dynamischen Aufschwung fortzusetzen.

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.

Der S&P liegt nur noch  
**7 %**  
unter seinem Höchst-  
stand von 2018



**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](http://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  
**Layout:** Wanda Le Sauze