

# AUSRICHTUNG UND STRATEGIE

MONATSBERICHT

NR. 199  
MÄRZ 2019

Redaktionsschluss  
08.03.2019



## DAS POLITISCHE RISIKO LÄSST NACH ...

Der Februar präsentierte sich vergleichsweise ruhig und ermöglichte eine Fortsetzung der im Januar beobachteten Erholung: Die Aktienmärkte zogen an, die Renditen auf Staatsanleihen stiegen leicht und die Schuldtitelmärkte zeigten sich deutlich gestärkt.

In den USA überraschte das Wachstum des vierten Quartals mit einem Plus von 2,6 % gegenüber dem Vorquartal positiv – obwohl der Einzelhandelsumsatz im Dezember mit -1,2 % den stärksten Rückgang seit zehn Jahren verzeichnete. Derzeit deuten die Indikatoren dank einer soliden Industrieproduktion und eines Anstiegs des Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor auf eine leichte Erholung im ersten Quartal hin.

Auch die Zahlen für den Euroraum lassen eine leichte Erholung erkennen: Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor und der Gesamtindex erreichten 52,8 bzw. 51,9 Zähler. Deutet sich eine Umkehr des seit einem Jahr herrschenden rückläufigen Trends an? Auch wenn es noch zu früh ist, um Schlussfolgerungen zu ziehen, scheint die Talsohle der europäischen Konjunktur durchschritten, was teilweise auf die Konjunkturanreize in verschiedenen europäischen Ländern zurückzuführen sein dürfte.

Die chinesischen Zahlen haben sich nicht verbessert, aber auch nicht weiter verschlechtert. Die von der chinesischen Regierung angekündigten Konjunkturprogramme beginnen Früchte zu tragen (Anstieg der Neuverschuldung), doch bis die Gesamteffekte spürbar werden, dürfte noch einige Zeit vergehen. Die Märkte waren angesichts der leichten Erholung der Gesamtkonjunktur beruhigt und begrüßten zudem die bei aktuellen politischen Fragen erzielten Fortschritte.

US-Präsident Trump kündigte einen Aufschub der Zollerhöhungen an, ohne diesbezüglich weitere Informationen mitzuteilen. Man habe in Bezug auf Technologietransfers und den Schutz geistigen Eigentums erhebliche Anstrengungen unternommen. Entsprach dies der Wahrheit oder war es Augenwischerei? Der Markt beschloss der Meldung Glauben zu schenken und erwartet jetzt einen positiven Abschluss der Verhandlungen sowie in der Folge die Aufhebung der diversen Zölle.

Auch in Großbritannien hellte sich das Bild leicht auf, da für den 12. März eine Abstimmung über den von Premierministerin May ausgehandelten Vertrag ansteht. Im Falle einer Ablehnung folgt darauf am 13. März ein Votum über einen ungeregelten Austritt. Sollte sich das Parlament gegen einen solchen aussprechen, schließt sich eine dritte Abstimmung mit dem Ziel an, die Verhandlungsfrist zu verlängern. Da die Chancen für eine Annahme des derzeitigen Vertrags sowie für einen ungeregelten Austritt gering sind, erscheint eine Verlängerung der Verhandlungsfrist als die wahrscheinlichste Option. Die Fristverlängerung dürfte jedoch von relativ kurzer Dauer sein.

Die politische Situation in Italien schließlich hat zwar derzeit einen geringeren Einfluss auf die Finanzmärkte, scheint sich aber nach der Wahl in Sardinien, bei der die 5-Sterne-Bewegung starke Einbußen hinnehmen musste, zugunsten der Lega zu entwickeln. Auf diesen Sieg der Rechten folgte zwei Wochen später ein vergleichbares Ergebnis in den Abruzzen. Die Lega scheint derzeit für die Bildung einer Regierung gut aufgestellt, sollte die aktuelle Koalition die nächsten Monate nicht überstehen. Dies wäre aller Wahrscheinlichkeit nach eine positive Nachricht für italienische Aktien.

Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir trotz unserer Gewinnmitnahmen bei chinesischen Papieren, die seit Jahresbeginn besonders gut gelaufen sind, weiterhin Schwellenländeraktien. Auch im Hinblick auf Spanien und Portugal sowie auf nachrangige Finanzwerte bleiben wir positiv eingestellt. Die europäischen Inflationserwartungen scheinen uns angesichts der jüngsten Ölpreisentwicklung ebenfalls immer noch zu niedrig.



LA FRANÇAISE  
investing together



## BEZÜGLICH ANLEIHEN ERSTMALIGER NON-CALL AUF TIER1-ANLEIHE

Santander beschloss, sein Tier1-Papier aus dem Jahr 2014 nicht zum ersten Call-Datum zu kündigen ... eine Premiere!

Die spanische Bank hat sich wahrscheinlich verschätzt: Im Unterschied zu anderen Banken refinanzierte sie ihre Tier1-Schuldtitel 2019 nicht vorzeitig. Aufgrund dieser fehlenden Voraussicht konnte sie vermutlich die Genehmigung der Aufsichtsbehörden im Vorfeld der Rücknahme nicht mehr einholen. Die Genehmigung ist vor jeder Ausübung einer Call-Option verpflichtend, um zu gewährleisten, dass der Emittent über eine ausreichende Kapitalisierung verfügt und dass die Refinanzierungskosten wenigstens den Kosten der derzeitigen Verschuldung entsprechen.

Der Markt hatte jedoch das Ausbleiben des Calls aufgrund des Anstiegs der Spreads im Jahr 2018 (der einen Call weniger attraktiv machte) sowie der Äußerungen des Finanzleiters weitgehend erwartet. Daher waren die Auswirkungen auf die nicht gekündigte Santander-Anleihe zu dem betreffenden Zeitpunkt gering (-1 % nach Bekanntgabe und +0,5 % in den folgenden Tagen). Auch der Tier1-Markt bewegte sich lediglich um 0,2 %.

### Was folgt auf diesen ersten Call-Verzicht?

Die fragliche, im Jahr 2014 ausgegebene Santander-Anleihe ist quartalsweise kündbar. Der nächste Termin steht am 13. März 2019 an. Aus aufsichtsrechtlichen Gründen darf die Bank ihre Absichten zwar nicht bekannt geben, doch erwarten wir in diesem Fall den Call. Unserer Ansicht nach wird die Anleihe mit einem Abschlag gehandelt: Sie verzeichnet 12,10 % (annualisierte Call Rate) bzw. 6,7 % bei unbefristeter Laufzeit, was Santander dazu bewog Anfang Februar rasch eine neue Anleihe zu begeben.

Der Call-Verzicht lässt sich für nachrangige Tier1-Schuldtitel anderer Banken nicht verallgemeinern und wir empfehlen eine Einzelfallbetrachtung, insbesondere bei kurzfristigen Calls, obwohl wir dies als moderates Risiko ansehen. Vor allem britische Banken, deren Anleihen im zweiten Halbjahr 2019 inmitten der mit dem Brexit verbundenen Unsicherheit fällig werden, sollten aufmerksam beobachtet werden ... sofern nicht zuvor eine Einigung erzielt wird.

Unter dem Strich hatte das Ereignis keine bedeutenden Auswirkungen auf den Markt für nachrangige Anleihen, der seit Jahresbeginn weiterhin starke Zuwächse erzielt und durch die soliden Fundamentaldaten der Banken, die expansive Haltung der Zentralbanken sowie die Senkung politischer Risiken unterstützt wird.



Santander, 6,250 %, unbefristet



## BEZÜGLICH AKTIEN ÜBERGANGSPHASE IM AUTOMOBILSEKTOR

Der Februar 2019 ist erneut ein positiver Monat für weltweite Aktien. Die Entwicklung der großen Aktienindizes seit Beginn dieses Jahres liegt sogar in der Größenordnung von 11 % bis 12 %. Der Anstieg ist homogen und hebt die Korrektur vom Jahresende 2018 quasi auf. Zurückzuführen lässt er sich darauf, dass die Anleger in der rückläufigen Phase Ende 2018 aktiv eine Unterinvestition eingerichtet hatten, die sie bis jetzt noch halten. Tatsächlich ist die akute Situation vom Dezember 2018, die die Weltwirtschaft und den globalen Handel gefährdete, jedoch überwunden. Mögliche Fristverlängerungen (für den Brexit und die Verhandlungen zwischen den USA und China) sowie die nachgiebigere Haltung der Zentralbanken unterstützen die Märkte. Die Frage ist nun, ob das Risiko besteht, dass die unterinvestierten Anleger jetzt aufgrund der positiven Entwicklung zurück an den Markt drängen.

Wir halten dieses Risiko für gering: Die Entspannung in Bezug auf geopolitische Fragen ist am Markt eingepreist. Die Ergebnissaison des Jahres 2018 bestätigt die Eintrübung der Wachstumserwartungen und wurde noch nicht in die Konsensschätzung aufgenommen. Schließlich dürfte sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld vor Beginn des dritten Quartals nicht verbessern.

Da er zu Beginn des Jahres 2018 einen historischen Höchststand erreichte, an den sich ein Rückgang um 25 % anschloss, ist der Automobilsektor ein interessantes Beispiel, um das Verhalten des Marktes im Allgemeinen zu illustrieren.

Diese Situation bestimmte den Sektor seit Anfang 2018. Nach einem Tiefstand (Anfang 2009) profitierte der Automobilbereich von einem Wachstum von fast 12 % pro Jahr, das durch eine Margenverbesserung unterstützt wurde. Diese war auf ein günstiges Kreditumfeld, Kostendeflation, Unterinvestition und einen positiven Verschiebungseffekt zugunsten Europas zurückzuführen. Das verbesserte Kreditumfeld, das durch expansive Geldpolitik der Zentralbanken bedingt war, räumte der Automobilindustrie einen höheren Preisgestaltungsspielraum ein, was einen positiven Effekt von 2 % bis 3 % hatte. In Kombination mit der schwachen Inflation konnte der Automobilsektor seine Margen auf historische Höchststände steigern.

Im Jahr 2018 war dann mit einem Minus von 20 % einer der stärksten Rückgänge seit der Finanzkrise zu verzeichnen. Die Entwicklung der europäischen Automobilbauer litt unter dem drohenden Handelskrieg (Gefahr eines Anstiegs der Zölle auf europäische Importe in die USA um 2,5 % bis 25 %) mit geschätzten Auswirkungen auf die Ergebnisse europäischer Hersteller in der Größenordnung von 1,7 bis 2,5 Mrd. Euro. Ebenfalls von Bedeutung war die Einführung des neuen Abgastests WLTP. Diese neuen Vorschriften sehen CO<sub>2</sub>-Zielemissionen von 95 g/km bis 2021 und 75 g/km bis 2025/30 vor und beinhalten bei Verstößen die Möglichkeit von Strafzahlungen von 95 Euro pro Gramm CO<sub>2</sub>-Überschreitung. Die Abkühlung in China und der Rückgang der Margen und Cashflows (die in einigen Fällen die Dividenden nicht mehr abdecken), vor allem aber die strukturelle Umstellung, etwa auf Elektromobilität, belasten die Automobilindustrie.

Seit dem Anfang 2019 erreichten Tiefstand partizipierte der europäische Automobilsektor in vollem Umfang von der Markterholung und übertraf den globalen Index um fast 3 %. Die attraktiven Bewertungen und die Ergebnisse im Jahr 2018, die im Schnitt über den Erwartungen lagen, unterstützten den Anstieg, doch die Veröffentlichungen zeigten ein uneinheitliches Bild. Die Unternehmen des Sektors erwarten für 2019 ein unsicheres und volatiles Umfeld. Vor diesem Hintergrund sind die Premium-Hersteller mit hohem Preisgestaltungsspielraum besser aufgestellt als Akteure auf dem Massenmarkt, deren Finanzierungsmargen bereits schrumpfen, was auf eine Schwächung ihrer Preismacht hindeutet. Die strukturelle Umstellung, die für den Elektrobereich bekannt gegebenen Partnerschaften und die möglichen Konsolidierungen innerhalb des Sektors erfordern eine noch sorgfältigere Auswahl.



**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  
**Lay-out:** Sylvia CHADI

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.