

AUSRICHTUNG UND STRATEGIE

MONATSBERICHT

NR. 188
MÄRZ 2018

REDAKTIONSSCHLUSS
08.03.2018



DIE VOLATILITÄT IST ZURÜCK!

Wie wir in den letzten Wochen schon einige Male erwähnt haben, war der Februar von einer plötzlichen Rückkehr der **Volatilität geprägt**. Ohne auf technische Faktoren einzugehen, die diese Bewegungen möglicherweise herbeigeführt haben (siehe [Flash](#)), konzentrieren wir uns auf die fundamentalen Gründe, die der seit Sommer 2017 anhaltenden Hausse an den Aktienmärkten vorerst ein Ende gesetzt hatten:

- **Waren es die steigenden Zinsen?** Der Anstieg der Zinsen ist zweifelsohne keine gute Nachricht, jedoch in dem derzeitigen Marktumfeld, das von zunehmendem globalem Wachstum und einer Normalisierung der Geldpolitik geprägt ist, legitim. Dennoch fällt die Vorstellung schwer, dass ein Anstieg der Zinssätze um 50 Basispunkte einen spürbaren negativen Einfluss auf die Erträge haben könnte, sofern die Zinsen nicht noch weiter steigen. Wir erwarten nicht, dass der Anstieg einen negativen Einfluss auf den boomenden Immobilienmarkt oder erhebliche Auswirkungen auf die Refinanzierung US-amerikanischer Gesellschaften hat.
- **Oder der Inflationsanstieg?** Das Verhältnis zwischen Inflation und Unternehmensgewinnen ist nicht einfach zu analysieren. Da Aktien reale Anlagen sind, dürften sie durch einen Anstieg der Gewinne von der Inflation profitieren. Diese Feststellung trifft jedoch nur bis zu einem bestimmten Grad zu, da eine zu hohe Inflation steigende Unsicherheit und damit höhere Risikoprämien mit sich bringt. Im historischen Vergleich erreichen die Marktbewertungen bei einer Inflation von 3 % bis 5 % ihr Maximum. Davon ist sie heute trotz steigender Tendenz noch weit entfernt und stellt somit keine Gefahr dar.
- **Der Rückgang der überschüssigen Liquidität?** Generell wachsen die Bilanzen der Zentralbanken weltweit noch immer an, was auch mindestens bis zum Jahresende so bleiben wird. Auf kurze bis mittlere Sicht erwarten wir keinen drastischen Rückgang der überschüssigen Liquidität.
- **Oder lag es an der protektionistischen Politik von Donald Trump?** Die jüngsten Ankündigungen sind mit einer gewissen Distanz zu betrachten: Selbst wenn sie umgesetzt werden, dürften sie das Wachstum über den Welthandel nur geringfügig beeinträchtigen. In der Vergangenheit haben derartige Maßnahmen nur selten zu einer protektionistischen Eskalation geführt. Dennoch ist Wachsamkeit geboten, falls die Maßnahmen tatsächlich in Schlüsselsektoren umgesetzt werden sollten.

Aus den oben dargelegten Gründen schätzen wir die Aktienmärkte auf mittlere Sicht weiterhin positiv ein und sehen die deutliche Kurskorrektur als eine Chance. Des Weiteren behalten wir eine vorsichtig optimistische Haltung bezüglich der Breakeven-Inflation sowie der Zinsen im Allgemeinen bei.



LA FRANÇAISE
investing together



... ÜBER DIE ANLEIHEMÄRKTE

Die Volatilität an den Aktienmärkten wurde vor allem durch starke Inflationsängste genährt, doch die Entwicklung des Marktes für inflationsgebundene Anleihen vermittelt eine gemäßigtere Botschaft.

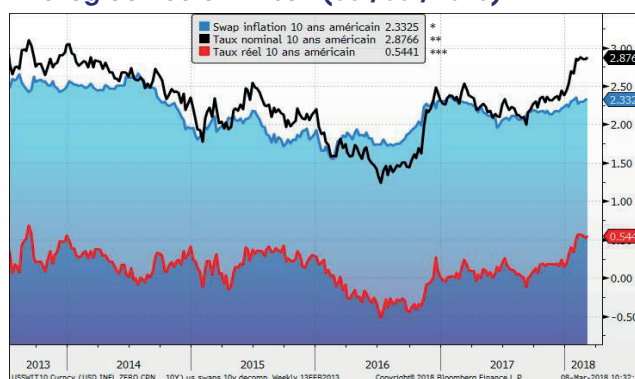
Tatsächlich unterstützte der Anstieg der realen Zinssätze die jüngste Aufwärtsbewegung der nominalen Kernzinssätze, die im Dezember einsetzte, mehr als die steigenden Inflationserwartungen. Die realen Zinsen sind den Korrekturen der Wachstumsprognosen nach oben gefolgt. Daher bleiben die Bewertungen der Breakeven-Inflationsrate attraktiv. Sie wird sich im Anschluss an die Veröffentlichung unerwartet hoher Inflationszahlen erholen, die wir dieses Jahr in den USA erwarten: Insbesondere die Basisinflation, hinsichtlich derer die Erwartungen gedämpft sind, dürfte durch den Konjunkturzyklus Auftrieb erhalten. Die Breakeven-Inflationsrate bleibt in diesen beiden Bereichen flach und die Prämie auf längerfristige Fälligkeiten scheint uns angesichts der Dynamik des aktuellen Konjunkturzyklus immer noch sehr niedrig. Wir schätzen die Breakeven-Inflation in die USA und Euro daher positiv ein und bevorzugen lange Laufzeiten.

Der neue Chef der US-Notenbank Fed hat sein Amt angetreten und schon jetzt seine Zuversicht zum Ausdruck gebracht, was die zukünftige Inflation betrifft. **Die Vorstandsmitglieder der Fed weisen in immer größerer Zahl offen auf die Notwendigkeit hin, die Geldpolitik deutlicher zu straffen.** Auch wir sind davon überzeugt: Die im Dezember verabschiedete Steuerreform wurde seit Jahresbeginn von neuen Haushaltsausgaben begleitet. Diese beiden Aspekte, die die Fed berücksichtigen muss, sollten die Aufwärtskorrektur der BIP-Wachstumsprognosen für 2018 unterstützen. Die Inflation dürfte ebenso steigen wie angesichts des angespannten Arbeitsmarktes die Lohninflation – genug Gründe, um die Normalisierung der Geldpolitik schneller voranzutreiben. Die kurzfristigen US-Zinsen dürften also weiter steigen. Dennoch wird die Fed, wie die anderen Zentralbanken der großen Industriestaaten, darauf achten, die Zinsen nicht zu früh und zu drastisch zu erhöhen, um die Wachstumsdynamik nicht zu beeinträchtigen.

Im Euroraum bleiben die realen Zinsen im Vergleich zum Rest der Welt und auch angesichts der Konjunkturlage sehr niedrig: Wie in den USA wird die Normalisierung mit dem Ende der lockeren Geldpolitik (QE) einhergehen, die die EZB verfolgt hatte. Durch ihr niedriges Niveau könnten die Zinsen auf jede diesbezügliche Mitteilung der EZB sowie die Ereignisse auf der anderen Seite des Atlantiks empfindlich reagieren.

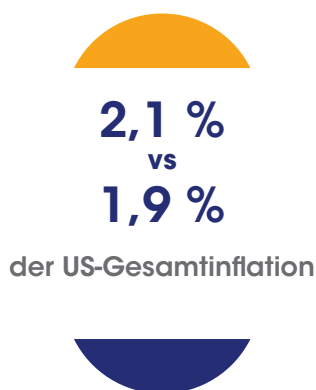
Die Wiederverknüpfung der Zinsen der Kernstaaten mit der fundamentalen Wirtschaftslage bleibt unser zentrales Szenario, doch wird die Entwicklung voraussichtlich nicht geradlinig verlaufen ...

Anstieg der realen Zinsen (08./03./2018)



(Quelle: Copyright 2018, Bloomberg Finance L.P.)

- * 10-jährige US-Inflations-Swaps
- ** 10-jährige US-Nominalzinsen
- *** 10-jährige US-Realzinsen



... ÜBER DIE AKTIENMÄRKTE



**306 Mrd.
USD**

**Kosten der durch
die
Klimaerwärmung
im Jahr 2017
verursachten
Schäden***



*Quelle: Climate Migration. Im Jahr 2017 verursachte eine Kette von Klimakatastrophen – sechs große Hurricanes im Atlantik, Waldbrände im Westen der USA, verheerende Erdbeben, Hitzerekorde im ganzen Land – Schäden, bei denen über 300 Menschen starben. Im Anschluss an Hurricane Maria flohen 300.000 PuertoRIkaner nach Florida und Katastrophenspezialisten schätzen, dass im vergangenen Jahr über eine Million Amerikaner durch Natur- und Wetterkatastrophen ihr Zuhause verloren haben. Beides wird sich verschlechtern – die Migrationsbewegungen UND das Wetter.



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 78.047.940 € - HR: 480 871 490
Verantwortlicher Herausgeber:
Pascale Auclair
Chefredakteur:
Caroline Babouillard
Verlagsleiter: Marion Lévêque
Lay-out: Sylvia Chadi

Das Jahr 2018 hatte in einem Umfeld ohne bedeutende Erschütterungen gut begonnen und knüpfte an ein gutes Jahr 2017 an.. Wir erwarteten steigende Aktienmärkte - begleitet von gleichzeitigem weltweitem Wachstum. Eine solche Entwicklung hätte sich positiv auf die Tätigkeiten und Gewinne der Unternehmen ausgewirkt und zu einem Anstieg des Gewinns pro Aktie um rund 10 % geführt.

Bis zum 26. Januar zeigten die Aktienmärkte in der Tat anhaltende Zuwächse und wurden kaum von den steigenden Zinsen und des Euro-Dollar Wechselkurs beeinflusst. **Dieser Zeitpunkt markiert einen signifikanten Stimmungsumschwung mit einer Aktienmarktkorrektur von rund 10%.** Die europäischen Zinsen sind zwar unverändert geblieben (1,01 % auf 10-jährige OAT-Anleihen Ende Februar), doch die Äußerungen des neuen FED-Vorsitzenden Jerome Powell, lassen für 2018 mehrere Zinserhöhungen erwarten und der Anstieg der 10-jährigen US-Anleihen (T-Bonds US, +0,15 Bp. über 1 Monat auf 2,87 % für das Zehnjahrespapier) zog die Aufmerksamkeit auf sich. Die Märkte reagierten auf diese Strategieänderung mit einem drastischen Anstieg der Volatilität, die durch technische Faktoren noch verstärkt wurde. Die Kombination aus steigenden Zinsen und zunehmender Volatilität zog natürlich höhere Abzinsungssätze auf künftige Gewinne und damit eine Korrektur nach sich.

Heute scheinen die Märkte die Strategieänderung verarbeitet zu haben, aber trotz einer leichten Erholung nach der ersten Februarwoche bleiben die Anleger zurückhaltend. Es stimmt, dass weiterhin Spannungen und Unsicherheiten bezüglich der Zinsen bestehen, die möglicherweise zu einer höheren Inflation führen könnten. Ebenso zutreffend ist, dass die Frühindikatoren des Wirtschaftswachstums seit einigen Tagen stagnieren, dies allerdings auf einem erhöhten Niveau, das für das Gesamtjahr immer noch einem weltweiten Wachstum von über 4 % entspricht. Die für 2017 veröffentlichten Geschäftszahlen weisen eine positive Tendenz auf. Zum Börsenschluss am 1. März hatten 76 % der Unternehmen des Stoxx 600 und 97 % der Gesellschaften des S&P500 ihre Ergebnisse bekanntgegeben. Die Geschäftszahlen übertrafen mehrheitlich die Erwartungen, was auch für die Nettogewinne auf beiden Seiten des Atlantiks galt. In Europa sind die Ergebnisse nach einem gedämpften Saisonbeginn besser geworden, sodass die positiven Überraschungen jetzt in etwa mit denen des 4. Quartals 2016 vergleichbar sind. Dafür sind die von den Unternehmen formulierten Erwartungen niedriger als die Zielvorgaben aus den vergangenen Quartalen (30 % blieben hinter den Erwartungen zurück vgl. mit beispielsweise 11 % im 2. Quartal 2017). In diesem von Angst vor inflationären Spannungen und dicht getakteten Ergebnisveröffentlichungen geprägten Umfeld verzeichneten die zinsempfindlichen Sektoren (mit langer Duration) im Februar einen Rückgang.

Die Vorsicht der Anleger wird auch durch das Wiederaufleben politischer Spannungen - hervorgerufen insbesondere durch Präsident Trump - bestärkt. Dies bestätigt, dass eine künftige Anhebung der Zollschränken den Welthandel belasten könnte. Dieses Risiko für die Handelsabkommen, auf das wir bereits hingewiesen hatten, ist nun sehr aktuell geworden. Die angekündigten Schritte dürften nur Stahl- und Aluminiumimporte (mit einigen Ausnahmen) betreffen und könnten ab Ende März umgesetzt werden. Doch der Vorstoß von Präsident Trump in Kombination mit dem jüngst erfolgten Rücktritt seines Wirtschaftsberaters im Weißen Haus, Gary Cohn, lassen eine mögliche Verschärfung der Bedingungen in den Handelsbeziehungen zu den USA sowie der Handels-, Finanz- und Wettbewerbsbeziehung zu China erwarten. Der Rücktritt wird das Risiko erhöhen und Druck auf die Aktienmärkte, den US-Dollar und den Yen sowie schließlich auf asiatische Aktien ausüben.

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.