

# AUSRICHTUNG UND STRATEGIE

MONATSBERICHT

NR. 190  
MAI 2018

REDAKTIONSSCHLUSS  
11.05.2018



## ERDÖL: AUSBLICK UND FOLGEN

Zu Jahresbeginn herrschte unter den meisten Investmentbanken Einigkeit darüber, dass sich der Preis für ein Barrel Erdöl in einer engen Bandbreite zwischen 50 und 65 US-Dollar bewegen würde. Für diese Prognosen sprachen unter dem Strich folgende Argumente:

- Saudi-Arabien setzte weiterhin auf eine Verringerung der Fördermengen, um die Preise vor dem Börsengang von Aramco zu stützen, der in einem Zeitrahmen von zwölf bis 18 Monaten geplant ist.
- Zudem war absehbar, dass ein deutlicher Anstieg des Ölpreises je Barrel eine Erhöhung des US-amerikanischen Schieferölangebots nach sich ziehen und damit das Preissteigerungspotenzial de facto begrenzen würde.

Dennoch ist der Preis für ein Barrel Erdöl seit Beginn des Jahres um 20 Prozent gestiegen und Rohöl der Marke Brent hat die Schwelle von 77 US-Dollar übertrafen. Dieses Niveau liegt deutlich über den Anfang des Jahres abgegebenen Prognosen. Wir sehen hierfür mehrere Erklärungen. Zunächst ist darauf zu verweisen, dass das globale Wachstum seit Jahresbeginn mehrfach nach oben korrigiert wurde. Dies hatte steigende Prognosen für die Nachfrage nach Erdöl zur Folge. Des Weiteren handelt es sich bei dem nordamerikanischen Schieferöl um ein Leichtöl mit geringer Dichte. Dies begrenzt seine Eignung als Ersatz für das Erdöl der OPEC bei knappem Angebot. Zudem ist seine Raffinierung teurer, es erfordert höhere Investitionen und bietet einen geringeren Ertrag als Schweröl. Schließlich wurden Exportländer wie Venezuela oder Angola durch Ereignisse beeinträchtigt, die das Ölangebot reduzierten.

Werden diese Faktoren auf kurze Sicht verschwinden? Wir neigen eher zur Verneinung dieser Frage und gehen daher davon aus, dass der Preis für ein Barrel Erdöl in den kommenden Monaten nicht bedeutend sinken wird. Welche Folgen hat ein solcher höherer Ölpreis? Zunächst wird natürlich in den kommenden Monaten ein Anstieg der Inflation erwartet, was unsere positive Einschätzung der Breakeven-Inflationsrate stützt. In den USA könnte die Inflation im Juli dieses Jahres sogar zum ersten Mal seit 2011 auf 3 Prozent steigen. Eine weitere weniger unmittelbare Folge wäre eine negative Auswirkung auf das langfristige weltweite Wirtschaftswachstum. Er würde die Umkehr der Entwicklung bedeuten, die nach dem starken Preisrückgang von 2014 bis 2016 zu beobachten war. Die Auswirkung steht jedoch nicht unmittelbar bevor, sondern betrifft frühestens das Jahr 2019.

Die führenden makroökonomischen Indikatoren sind stabil, was uns in unserem globalen Wachstumsszenario von fast 4 Prozent bestätigt. Dennoch reduzieren wir unser Exposure in Aktien nach dem erheblichen Anstieg der Märkte in den letzten sechs Wochen. Wir gehen weiterhin von steigenden Zinsen in Europa aus und behalten eine positive Einschätzung der Breakeven-Inflationsrate bei.



LA FRANÇAISE  
investing together



## ... ÜBER ANLEIHEN

### Ein Paradigmenwechsel gefährdet die Existenz von Anhängern des Sektors erneut ...

Der traditionelle Einzelhandelssektor ist derzeit mit einem Paradigmenwechsel konfrontiert, da Online-Plattformen, wie Amazon, Alibaba oder Zalando immer mehr an Bedeutung gewinnen. Vor diesem Hintergrund haben zahlreiche Einzelhandelsriesen mit erheblichen Schwierigkeiten in ihrem Geschäft zu kämpfen und die Insolvenznachrichten häufen sich überall auf der Welt. Das jüngste Beispiel ist Toys R Us, ein global agierender Spielzeughändler. Schon mehrere Jahre, bevor das Unternehmen die Folgen des Internetvertriebs und der veränderten Konsumgewohnheiten zu spüren bekam, war es stark verschuldet. Somit erlitten die Inhaber von Toys R Us-Anleihen seit September 2017 einen Verlust in Höhe von fast 85 Prozent (Quelle: Bloomberg). Es gibt zahlreiche Geschichten wie diese, so etwa die von Sears, einer Kaufhauskette, die als Sinnbild für den Nachkriegskonsum galt, Radio-Shack, einem Fachanbieter für Elektronikprodukte in den USA, oder auch Vivarte, dem Eigentümer der Bekleidungskette La Halle, um ein Beispiel in unserer Region zu nennen. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend in den kommenden Jahren anhalten und insbesondere Gesellschaften mit höherer Verschuldung betreffen wird. Dies lässt sich anhand der Entwicklung der Ausfallquote für High-Yield-Emittenten des Sektors in den USA erwarten, die derzeit im Bereich von 11,5 Prozent liegt.



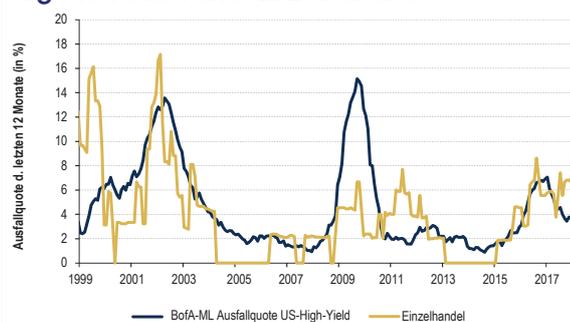
### ... sorgt aber auch für Anlagegelegenheiten

Der Einzelhandelssektor bietet mittlerweile die höchsten Renditen (in den USA liegt seine durchschnittliche Verfallrendite bei 8,3 Prozent). Diese Überrendite scheint trotz der hohen Ausfallquote attraktiv. Diesbezüglich ist eine sehr genaue Differenzierung erforderlich, um die Namen auszusortieren, die am stärksten unter der zunehmenden Macht des Online-Versands leiden:

- 1) Region: Der Wettbewerbsdruck durch Online-Anbieter ist in den USA erheblich stärker als in Europa. Noch wichtiger: US-Unternehmen neigen viel früher zu Umschuldungen. Somit ist eine Übergewichtung in Europa mit Ausnahme des britischen Einzelhandels sinnvoll.
- 2) Sektor: Das Einzelhandelsspektrum im High-Yield-Bereich lässt sich in zwei Segmente unterteilen: Food und Non-Food. Selbstverständlich sind die Lebensmittelanbieter deutlich weniger in Mitleidenschaft gezogen. Analog hierzu scheinen bestimmte Untersegmente des Non-Food-Sektors ebenfalls weniger unter der Konkurrenz aus dem Internet zu leiden (z.B. Musikinstrumente, Werkzeug u.a.).
- 3) Positionierung: Die Gesellschaften, die am stärksten unter dem Online-Wettbewerb gelitten haben, stammen aus dem mittleren Spektrum.
- 4) Potenzielle Übernahmeziele: Der auf dem Sektor lastende Druck wird dessen Konsolidierung beschleunigen, weshalb man potenzielle Übernahmekandidaten ausfindig machen sollte.
- 5) Aktienstruktur: Zahlreiche Emittenten werden frisches Geld benötigen, um ihre Bank-Covenants und Investmentanforderungen zu erfüllen. Daher sollte man Anlagen im Besitz von Aktionären den Vorzug geben, die diesem Bedürfnis am besten gerecht werden können.

Aus diesem Grund schätzen wir Marken wie Burger King, Casino, Picard, SMCP oder Supervalu (US-Supermärkte) ganz besonders und sind im Gegenzug vorsichtiger bei Firmen wie House of Fraser (große britische Kaufhäuser), Fresh Markets (Supermärkte im Besitz eines aggressiven Fonds, die in direkte Konkurrenz zu Amazon/Wholefood treten), New Look (Bekleidung im unteren Bereich des Spektrums, im Besitz eines Fonds, der durch den Konkurs von Steinhoff destabilisiert wurde)...

**Ausfallquoten US-amerikanischer High-Yield-Titel und -Einzelhändler**

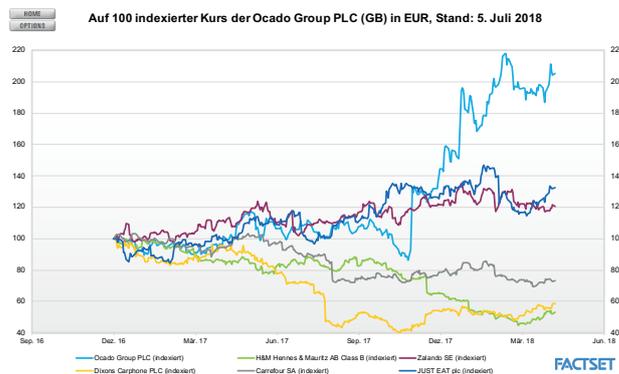


(Quelle: Bank of America)

## ... ÜBER AKTIEN

Seit dem Jahr 2017 werden wir Zeugen eines perfekten Beispiels für „Wirtschaftsdarwinismus“ im Einzelhandel. Im Laufe der Jahre ist die Macht der Online-Vertriebsplattformen derart gestiegen, dass sie nun direkt mit traditionellen Unternehmen konkurrieren. Um uns an diese neue Art des Konsums anzupassen, haben wir unsere Verwaltungsinstrumente zur Erfassung von Investments in diesen Sektor überarbeitet.

Im Jahr 2017 übertraf der europäische Einzelhandelssektor den Stoxx Europe 600 um über 13 Prozent. Die nachstehend veranschaulichte Dichotomie der Aktienentwicklung steht in erster Linie in Zusammenhang mit der zunehmenden Unsicherheit der Anleger, die sich fragen, ob die traditionellen Akteure in der Lage sein werden, ihre Margen zu halten und einen zufriedenstellenden Cashflow zu generieren. Die Betriebsmarge von H&M ist beispielsweise von 18 Prozent im Jahr 2012 auf erwartete 9 Prozent in diesem Jahr gesunken.



### Die traditionellen Einzelhändler befinden sich in einem Dilemma zwischen:

- 1) der Aufrechterhaltung der Rentabilität ihrer physischen Verkaufspunkte trotz deren kontinuierlich rückläufiger Kundenanzahl;
- 2) der Steigerung ihres Online-Marktanteils durch den Versuch, ihren Vertrieb zu kontrollieren (und die Nutzung externer Partner wie Amazon, Zalando, Asos usw. zu minimieren).

Derzeit könnten die traditionellen Anbieter die Anleger nicht davon überzeugen, dass sie in der Lage sind, diesen Trend umzukehren. In den USA haben sich derweil bestimmte Einzelhändler wie Walmart angepasst und machen Amazon heute im Internet Konkurrenz.

### Die Tyrannei der Online-Plattformen

Das Entstehen von Internetplattformen in verschiedenen Sektoren hat häufig Quasi-Monopole hervorgebracht. Die betreffenden Anbieter stellen die beste Produktauswahl bereit und versammeln die größte Zahl an Kunden um sich. Wir investieren in diese Plattformen, weil es ihnen unserer Ansicht nach gelingen wird, ihren Marktanteil weiter zu vergrößern. Sie können auch zu Übernahmekandidaten für multinationale Konzerne werden, die eine Online-Präsenz erwerben wollen. Jüngst übernahm der Luxusgüterkonzern Richemont Yoox – Net à Porter, um seinen Online-Versandkanal weiterzuentwickeln.

Dennoch beobachten wir die Bewertungen sorgfältig, die schnell ein überzogenes Niveau erreichten könnten. In Europa schätzen wir im Bekleidungssektor Asos und Zalando und im Gastronomiebereich Just Eat positiv ein.

### Die Art, wie wir einkaufen, hat sich verändert

Konsum findet verstärkt digital statt und der Online-Bereich stellt mittlerweile einen integralen Teil des Kaufprozesses dar. Der Verbraucher informiert sich, lässt sich inspirieren und nimmt online Vergleiche vor, bevor er einen Kauf in einem Geschäft tätigt. Betroffen sind alle Konsumgütersektoren im weiteren Sinne, von Reise- und Freizeitangeboten bis hin zu Telekommunikation und Medien. Zahlreiche Luxusgüterfirmen haben uns bestätigt, dass über 80 Prozent ihrer Kunden, die im Geschäft etwas kaufen, sich zuvor online über die Produkte informieren, die sie interessieren. Auf dieser Grundlage haben wir mit Hilfe von Datenanalyse-Instrumenten, die das geschätzte Volumen und verschiedene Indikatoren erfassen, Expertise entwickelt. Diese unterstützt uns bei der Einschätzung der Handelsdynamik der verschiedenen Märkte.



**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.