AUSRICHTUNG UND **STRATEGIE**

MONATSBERICHT

NR. 191
JUNI 2018

Redaktionsschluss
06.06.2018

MÄRKTE IM BANN DER POLITIK

Nachdem wir bereits über die verschiedenen Etappen der Regierungsbildung in Italien berichtet haben, die es den politischen Klassen Italiens schließlich ermöglichte, anderweitig eine Regierung zu bilden (unser Sonderbeitrag vom 30. Mai 2018), möchten wir hier nicht weiter darauf eingehen. Die Situation scheint sich inzwischen fürs Erste stabilisiert zu haben. Folgende Punkte wollen wir hervorheben:

- Die beiden Parteien in der Koalition, die Fünf-Sterne-Bewegung und die Lega Nord, sprechen sich nicht für einen EU-Ausstieg aus. Sie kritisieren die EU zwar als dysfunktional, haben jedoch kein Wählermandat für einen Ausstieg.
- Umfragen zeigen, dass eine große Mehrheit (rund zwei Drittel) der Italiener in der EU bleiben wollen.
- Die Verfassungsreform von 2012 verbietet es, ein Referendum über die Mitgliedschaft in der EU abzuhalten.

Aus all diesen Gründen schließen wir das Szenario eines EU-Ausstiegs Italiens aus. Allerdings gilt es zu bedenken, dass das Wirtschaftsprogramm der neuen Regierung in den kommenden Monaten mit ziemlicher Sicherheit zu schwierigen Gesprächen mit den europäischen Institutionen führen wird. Das Systemrisiko ist also abgewendet, doch langlaufende italienische Anleihen sind derzeit wenig gefragt und dürften volatil bleiben.

Darüber hinaus spielt sich diese europäische Staatsschuldenkrise in einem günstigen Wachstumsumfeld ab, das zwar weniger dynamisch ist als Ende 2017, sich aber in den meisten Industrieländern fortsetzt. Bemerkenswert ist auch das starke Wachstum der Vereinigten Staaten. In diesem Umfeld wird es interessant sein, die Reaktionen der Zentralbanken auf das Anziehen der Inflation zu beobachten, die von den positiven Basiseffekten bei Rohstoffen sowie den Spannungen am Arbeitsmarkt bestimmter Länder beeinflusst werden. Die Ausschüsse der drei wichtigsten Zentralbanken haben im Juni Sitzungen abgehalten und am 18. Juni in Sintra überdies eine weitere Gelegenheit für gemeinsame Gespräche.

Einmal mehr ist auch der weiterhin zwischen den Vereinigten Staaten und dem Rest der Welt schwelende Handelskrieg zu erwähnen. Wenn die Rauchschwaden abgezogen sind, bleibt, dass die Ankündigungen von Donald Trump einen warnenden Einfluss auf die Finanzmärkte haben, was jedoch schon mittelfristig nicht mehr gelten muss. Dies erklärt unsere recht vorsichtige Positionierung an den Aktienmärkten, die sich im Mai jedoch erstaunlich gut behaupten konnte.

Schließlich sind wir der Meinung, dass wir die volatile Phase im Mai für eine Bekräftigung unserer stärksten Überzeugungen nutzen sollten. Dementsprechend haben wir unsere Positionen in Bezug auf die Breakeven-Inflation sowie die Short-Positionen auf die Kerninflation erhöht. Unsere Positionen bei nachrangigen Bankanleihen haben wir ebenfalls leicht erhöht, insbesondere bei kurzlaufenden Wertpapieren.

LA FRANÇAISE
investing together

… BEZÜGLICH **ANLEIHEN**

VOM SCHMETTERLINGSEFFEKT

Der Mai war von einer plötzlichen Rückkehr der Risikoaversion geprägt. Nachdem die Märkte den Ausgang der italienischen Wahlen noch relativ gelassen registriert hatten, wurde ein Dominoeffekt ausgelöst, der deutlichen Einfluss auf Anlagen hatte, vor allem im Anleihesegment.

EU-Inflation bei 1,9 % y/y

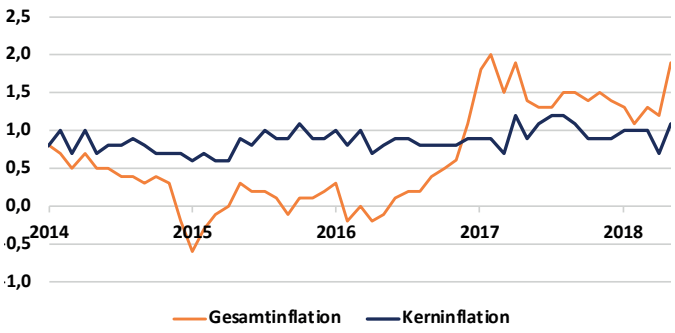
(ggü. erwarteten 1,6 % und 1,2 % im Vormonat)

Unsere Positionen in kurzlaufenden Peripherieländeranleihen haben wir in dieser Stressperiode beibehalten: Wir möchten angesichts der Schwierigkeiten, die die italienische Regierung bei der Umsetzung ihres Programms haben wird, flexibel bleiben.

Der zehnjährige Bund hat seit seinem Höchststand Mitte Mai bis zu 30 Basispunkte verloren und wurde mit 0,20 % gehandelt, beflügelt von einem Flight-to-Quality-Szenario im Euroraum. Tatsächlich scheint es aufgrund eines möglichen, wenn auch begrenzten Effekts auf das Wachstum im Euroraum sowie einer möglicherweise verzögerten Kommunikation der EZB zum Ausstieg aus dem QE-Programm nur logisch, den Wert der als Zinsreferenz geltenden Bundesanleihe heute niedriger anzusetzen. In einem Szenario, das eine Systemkrise in Italien ausschließt, sehen wir keine Veränderungen der Konjunktur des Euroraums und damit indirekt der Geldpolitik der EZB. Die Ironie der Geschichte: Einen Tag nach dem Absturz der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf 0,20 % wurden am Mittwoch jüngste Zahlen zur Inflation in Deutschland publik, die mit 2,2 % im Vergleich zum Vorjahr deutlich höher ausfiel als die erwarteten 1,8 %. Das Niveau der Kerninflation erscheint uns entschieden zu niedrig.

Selbst nach Berücksichtigung der jüngsten Korrektur ist der Ölpreis in Euro seit Anfang 2018 um 13 % gestiegen, was auf positive Basiseffekte für das gesamte Jahr hindeutet (sofern sich die Preise stabilisieren). Die fünfjährige Inflationserwartung beträgt für den Euroraum derzeit 1,45 %: Bis zum Sommer dürfte sich die Gesamtinflation bei rund 2 % halten, was von den Märkten nur in sehr begrenztem Maße eingepreist wurde. In den Vereinigten Staaten hatten bestimmte Faktoren (Preisschlacht im Telekommunikationssektor, sinkende Arzneimittelpreise) die Inflation im zweiten Quartal 2017 negativ beeinflusst und führten zu positiven Basiseffekten für 2018. Vor dem Hintergrund eines Handelskriegs der USA gegen den Rest der Welt und Spannungen am Arbeitsmarkt dürfte im Verlauf des Sommers die jährliche Inflationsrate auf 3 % steigen, was die Inflationserwartungen von derzeit 2,1 % auf die zehnjährigen Laufzeiten erhöhen dürfte. Positionen auf die Breakeven-Inflation in den USA sowie in Europa beurteilen wir weiterhin positiv.

Inflationsentwicklung im Euroraum



(Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Mai 2018)

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.

… BEZÜGLICH **AKTIEN**

SIE HABEN NICHTS GELERNT UND NICHTS VERGESSEN. (1)

Der Euroraum ist eine Wirtschaftsmacht, deren Überleben jedoch davon abhängt, ob ihr eine gemeinsame Wirtschaftspolitik gelingt. Schon seit der Griechenlandkrise 2011-2012 haben die Anleger diese Gleichung verinnerlicht: Wie steht es um den Zusammenhalt im Eurosystem beziehungsweise wie hoch ist das Risiko eines Auseinanderbrechens? Und die Stichfrage lautet: Entpuppt sich Italien als Achillesferse?

Ungewissheit wird von den Märkten nicht goutiert, und die italienische Politik der letzten Tage führte zu heftigen Ausschlägen. So ist die Rendite zehnjähriger italienischer Staatsanleihen um 98 Basispunkte auf 3,44 % gestiegen, die Mailänder Börse erlitt einen Einbruch um nahezu 6 %, und die italienischen Banken, die einen bedeutenden Anteil der italienischen Staatsschulden tragen (über 600 Mrd. Euro), schnitten besonders schlecht ab. Am 30. Mai kehrte wieder Ruhe an den Märkten ein, nachdem sich die Fünf-Sterne-Bewegung (M5S) und die Lega Nord (LN) auf eine Regierung einigten, die auch der italienische Staatspräsident akzeptierte. Es musste diese noch nie dagewesene politische Situation entstehen, mit dem Höchstrisiko des Schwindens des europäischen Zusammenhalts, damit die Märkte den Faktor Politik wieder einbeziehen. Trotz seiner Stärke hatte das politische Beben nur relativ begrenzte Auswirkungen auf die Aktienmärkte und keinen merklichen Einfluss auf den Euro, obwohl zeitgleich der spanische Premierminister das Vertrauen seines Parlaments verlor. Die europäischen Märkte haben sich letztlich wieder erholt, der Euro konnte zum Dollar auf 1,16 aufwerten und die Anleihenmärkte haben sich entspannt.

Diese Fähigkeit der Märkte, den Schock mit dem Wohlwollen der EZB im Rücken abzufedern, bedeutet jedoch nicht, dass das Risiko gebannt wäre. Der Kern des Problems besteht in Italiens schwachem Wachstum bei gleichzeitig hoher Staatsverschuldung (132 % des BIP). Italien ist zwar nicht Griechenland im Jahr 2012, doch eine Regierung aus zwei Parteien von den Rändern des politischen Spektrums mit gegensätzlichen Überzeugungen lässt weder auf Stabilität noch auf den Wandel hoffen, der zur Überwindung der erkannten Schwächen des Landes wie etwa seiner mangelnden Reformfähigkeit nötig ist. Die Umsetzung des vorgeschlagenen „gemeinsamen Programms" der neuen italienischen Regierung würde Italien 6 bis 7 % seines BIP kosten und wenngleich der Primärüberschuss (1,7 % des BIP) einen gewissen Spielraum erlaubt, sind die Möglichkeiten für eine Konjunkturbelebung über Steuersenkungen begrenzt. Die mangelnde Flexibilität der italienischen Wirtschaft belastet die Produktivität, das Bankensystem ist noch immer angeschlagen, und nur wenige Familienunternehmen erreichen die kritische Größe, um für Investoren interessant zu sein.

14 %

Underperformance der italienischen Banken ggü. den europäischen Banken im Mai

Italienische Aktien machen rund 7 % des Eurostoxx300 aus. Die italienische Aktienlandschaft ist hauptsächlich von Banken sowie von Unternehmen mit Fokus auf internationale Märkte geprägt. Diese beiden Segmente korrelierten in der Phase des wiedergewonnenen Wachstums des Euroraums, der mit dem Aufschwung zu Jahresbeginn einherging. Vorerst bleiben wir, trotz der Aussicht auf technische Erholung, italienischen Banken gegenüber vorsichtig, da diesen jede weitere politische Krise erneut zusetzen würde. An unserer konstruktiven Sichtweise bezüglich Unternehmen mit internationaler Ausrichtung halten wir fest. Diesen kommen ihre niedrigeren Bewertungen sowie die Euro-Dollar-Parität zugute. Italienische Mittelständler dürften durch den PIR (individueller Sparplan) Aufwind erfahren.

Für den Euroraum dürfte auch weiterhin mit einer politischen Risikoprämie zu rechnen sein. Obwohl uns das Gewinnwachstum der Unternehmen nach wie vor ermutigt, auf Jahressicht zu kaufen, werden wir in den kommenden Wochen in diesem Markt angesichts der ungünstigen Entwicklung der jüngsten Statistiken für den Euroraum und des politischen Risikos vorsichtig bleiben.

(1) Charles-Maurice de Talleyrand

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

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.