

# AUSRICHTUNG UND STRATEGIE

MONATSBERICHT

NR. 193  
SEPTEMBER 2018

Redaktionsschluss  
06.09.2018



## ITALIEN, TÜRKEI, GROSSBRITANNIEN, VEREINIGTE STAATEN ... DER HERBSTANFANG WIRD POLITISCH

Die vor dem Sommer bestehenden Trends haben den Sommer überdauert. Einmal mehr stellen wir eine deutliche Outperformance der US-Aktienmärkte und eine ungebrochene Dominanz der politischen Themen in den Schwellenländern und Europa fest. Mit Ausnahme bestimmter Schwellenländer bleiben die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den meisten Regionen der Welt insgesamt jedoch günstig, wenngleich sich die Dynamik im Vergleich zum Jahresbeginn abgeschwächt hat.

Mit Argusaugen blickt die Finanzwelt in diesem Quartal auf Italien, das in Kürze seinen Haushaltsentwurf für 2019 vorlegen muss. Politische Missklänge innerhalb der Führungsriege zwischen Matteo Salvini und Luigi Di Maio einerseits und Giovanni Tria und Giuseppe Conte andererseits, hohe Unsicherheit in der Haushaltsfrage, Abwärtskorrektur des Wachstums und das Risiko, dass es früher oder später zu Neuwahlen kommt: Obwohl der Markt bereits heute eine gewisse Risikoprämie eingepreist zu haben scheint, halten wir uns bei italienischen Anlagen zurück.

An der Protektionismus-Front behält Donald Trump seinen aggressiven Tonfall gegenüber China bei. Am 5. September läuft die Frist für Anhörungen zu erwogenen Strafzöllen auf Importe im Wert von 200 Mrd. US-Dollar ab, wobei kaum Zweifel am Ausgang dieser Anhörungen bestehen. Da davon auszugehen ist, dass die Chinesen mit Vergeltungsmaßnahmen reagieren werden, dürfte sich die Situation vorerst nicht stabilisieren. Unsicherheit bleibt auch hinsichtlich des NAFTA-Nachfolgeabkommens bestehen, das derzeit Gegenstand erbitterter Verhandlungen zwischen den Vereinigten Staaten und Kanada ist. Nicht minder angespannt sind die Gespräche zwischen Washington und Brüssel, während noch vor wenigen Wochen erste Durchbrüche auf einen positiven Ausgang hoffen ließen.

Und auch beim Brexit herrscht nach wie vor Unklarheit, während die Zeit für die Verständigung auf ein Abkommen zusehends zerrinnt. Dabei hatte Michel Barnier beruhigende Worte gefunden, als er eine Partnerschaft mit einer so engen Zusammenarbeit in Aussicht stellte, wie sie kein anderer Drittstaat genießt. Doch die Standpunkte der beiden Seiten scheinen bei den heikelsten Fragen (irische Grenze, freier Personenverkehr etc.) noch weit auseinanderzuklaffen, während Theresa May für ihre Position weiterhin kaum Rückhalt aus der eigenen Partei erfährt.

Schlagzeilen kommen auch aus den Schwellenländern Argentinien und Türkei, deren Lage sich immer weiter zuspitzt. Während im Fall Argentinien das Eingreifen des IWF auf eine Stabilisierung hoffen lässt, hängt die Entwicklung in der Türkei zu einem großen Teil vom Willen ihrer Institutionen ab. Die galoppierende Inflation und der freie Fall der Lira erfordern eine entschlossene Reaktion der Zentralbank, wozu Erdogan jedoch endlich etwas geldpolitische Orthodoxie zulassen müsste.

In diesem äußerst unsicheren Umfeld halten wir an unseren sehr moderaten Überzeugungen fest – mit einem stark an der Benchmark orientiertem Aktienengagement, einem geringeren Durationsexposure gegenüber „Core Yields“ und sehr spezifischen Wetten auf einzelne Schwellenländer. Unsere positive Beurteilung der Breakeven-Inflation behalten wir indes bei, da diese noch nicht auf die Erhöhung der Inflationserwartungen seit Jahresbeginn reagiert hat.



LA FRANÇAISE  
investing together



## BEZÜGLICH ANLEIHEN

**50,1**  
**EMI**  
**verarbeitendes**  
**Gewerbe,**  
**Italien**  
Für August 2018

Die Märkte für Schwellenländeranleihen blicken auf einen überaus volatilen August zurück. In der Spitze erreichten die Risikoprämien am 13. August 375 Bp. (284 Bp. waren es am 31.12.2017), zeitgleich mit dem jüngsten Absturz der türkischen Währung, die mit einem Kurs von 7,23 ebenfalls einen Tiefstand gegenüber dem US-Dollar verzeichnete (eine Abwertung zum USD von 50 %). Zu den makroökonomischen Schwächen, der Inflationsrate von über 16 % und einem Handelsdefizit in Höhe von -5 % des BIP kommt die schwindende Glaubwürdigkeit der Staatsführung: Die Türkei ist in einen politischen Konflikt mit den USA geraten, der in Strafzöllen auf türkische Stahl- und Aluminiumimporte in die USA mündete. Das Türkei-Exposure europäischer Banken sowie der Grad der wirtschaftlichen Verflechtung lassen zum jetzigen Zeitpunkt keine Ansteckung befürchten.

Zum 30. August 2018 betrug der Risikoaufschlag für Schwellenländer wieder 360 Bp. Die Risiken, die diese Anlageklasse aufgrund von Handels- und politischen Spannungen nach unten ziehen, bestehen nach wie vor, wenngleich seit Mitte August eine leichte Entspannung eingetreten ist. Damit diese Entspannung Bestand hat und die Bewertungen stützt, muss die Türkei so bald wie möglich einen Aktionsplan vorlegen, während sich Argentinien weiterhin vom IWF an die Hand nehmen lassen muss, um das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen.

Mit Spannung wird zum Herbstbeginn der italienische Haushaltsplan erwartet: Inwieweit wird die italienische Regierung ihren budgetären Spielraum ausschöpfen, den der Stabilitäts- und Wachstumspakt auf maximal 3 % begrenzt? Hatte das vor Bildung der neuen Regierung für 2019 anvisierte Defizit noch bei 0,8 % des BIP gelegen, scheinen nun 2,2 % realistischer. Unabhängig von seiner Höhe wird das neue Defizit auf den Primärüberschuss drücken – eine schlechte Nachricht im Hinblick auf den Schuldenpfad, zumal die Wachstumszahlen nach unten revidiert wurden. Mit dem veränderten Volatilitätsumfeld bei den Zinsen wird sich der Schuldenstand erhöhen. Zwar bieten die Marktpositionierung und -bewertung mehr Schutz als in den Tagen vor der Krise im Mai, aber Grenzkäufer dürften schwer zu finden sein, zumal internationale Anleger seit Mai Italien-Bonds in Rekordhöhe abgestoßen haben, während die EZB ihre Anleihenkäufe im Dezember einstellen wird.

Unsere grundlegende Einschätzung ist negativ, und wir erwarten auf kurze Sicht keine politische Beruhigung: Sämtliche Umfragen sehen Salvinis Lega als stärkste Partei. Der Haushaltsentwurf wird der Europäischen Kommission am 15. Oktober vorgelegt, nachdem er dem italienischen Parlament präsentiert wurde. Mit den Empfehlungen der Kommission ist ab November zu rechnen. Das Risiko verzögerter Neuwahlen kann nicht ausgeschlossen werden.

**Schuldenstand/BIP**



## BEZÜGLICH AKTIEN

Zu Sommerbeginn hatten wir eine taktisch vorsichtige und grundsätzlich optimistische Haltung eingenommen. Zwei Monate später sehen wir jedoch neue Wolken am Horizont aufziehen.

In ihrer geldpolitischen Stellungnahme machte die Europäische Zentralbank auf zwei Hauptrisiken aufmerksam: Die „protektionistische Bedrohung“ und die „Volatilität am Finanzmarkt“.

Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene haben sich die Kennzahlen in den meisten Weltregionen weiter eingetrübt. Dies gilt insbesondere für Europa, wo Frankreich gezwungen war, seine Prognosen für das BIP-Wachstum um 0,3 Punkte für das Jahr 2018 und um 0,2 Punkte für 2019 zu senken, und die deutsche Industrie einen Rückgang ihrer Auftragseingänge konstatiert.

### Die „protektionistische Bedrohung“

Die erste Runde des Handelskriegs ist in vollem Gang, während der zweite Teil, der sich auf 50 Milliarden Dollar an Importen auswirkt, gerade in Kraft getreten ist. Damit beläuft sich der Gesamtumfang des mit Zöllen belegten bilateralen Handels auf 190 Milliarden Dollar. Die zweite Runde könnte mit einem Warenwert von 260 Milliarden Dollar eine deutlich größere Dimension erreichen. Und schließlich wären von den angedrohten Autozöllen – auch wenn diese mittlerweile vom Tisch zu sein scheinen – Einfuhren in die USA im Wert von 360 Milliarden Dollar betroffen. Dieses Kräftemessen zwischen den Vereinigten Staaten und ihren Handelspartnern belastet das Geschäftsvertrauen der Unternehmen, die ihre Investitionen seit Ausbruch des Handelsstreits merklich gekürzt haben.

### Das politische Risiko oder die „Volatilität am Finanzmarkt“

Italien bleibt das größte Sorgenkind der EZB. Abgesehen von den strukturellen Problemen der italienischen Wirtschaft trägt die Tatsache, dass nun eine euroskeptische Koalition die Geschicke des Landes steuert, zur Destabilisierung der Eurozone bei. Während der erste Entwurf des EU-Haushalts 2019 bis zum 27. September eingereicht worden sein muss, macht sich Matteo Salvini für mehr budgetäre Freigebigkeit stark, mit der Hoffnung, die Sozialausgaben anzuheben, die Steuern zu senken und große Infrastrukturprojekte zu finanzieren. Eine Umsetzung dieser Forderungen würde die Schuldenlast Italiens und womöglich des gesamten Euroraums weiter in die Höhe treiben.

### Performancegefälle zwischen amerikanischen und europäischen Märkten

Trotz der Dollar-Aufwertung seit Jahresbeginn hat der S&P500 um über 13 Punkte besser abgeschnitten als der Stoxx Europe 600 (in EUR gerechnet). Noch eklatanter fällt der Vergleich mit den Schwellenländern aus. Offensichtlich wird der US-Markt heute von den Anlegern mehr denn je als sicherer Hafen gewertet.

Europa bleibt mit einem Bewertungsniveau vom 13,7-fachen des für die kommenden zwölf Monate erwarteten Gewinns gegenüber einem Fünf-Jahres-Durchschnitt von 14,5 weiter attraktiv. US-Aktien hingegen kosten das 17-fache des erwarteten Gewinns, wobei das historische Mittel bei 16,4 liegt.



+ 13 %

Performance-Differenz  
im bisherigen  
Jahresverlauf  
USA ggü. Europa



**LA FRANÇAISE**  
investing together

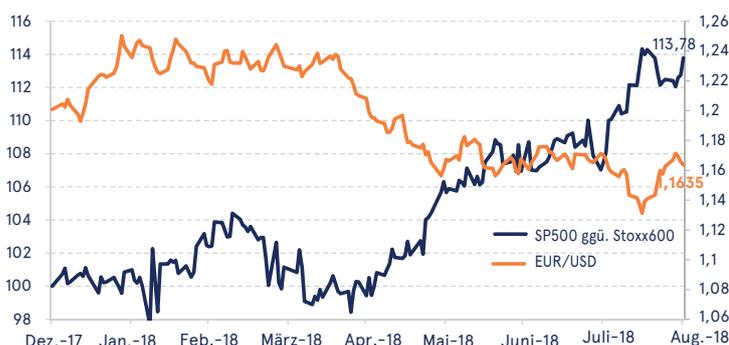
128, bd Raspail 75006 Paris - Frankreich  
Tel. +33 (0)1 44 56 10 00  
Fax +33 (0)1 44 56 11 00  
480 871 490 HR PARIS

[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:** Wanda Le Sauze

XX2105 - September 2018

S&P500 ggü. Stoxx600 im bisherigen Jahresverlauf (Indexbasis 100, in EUR)



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.