

AUSRICHTUNG UND STRATEGIE

MONATSBERICHT

NR. 196
DEZEMBER 2018

Redaktionsschluss
10.12.2018



JAHRESENDRALLY?

Der Preis für ein Barrel Erdöl ist im vergangenen Monat um 22 % gefallen. Damit war der November der schwächste Monat seit Oktober 2008.

Eine Rezession oder eine Systemkrise im Bankensektor sind diesmal nicht zu befürchten, wohl aber das Zusammentreffen mehrerer negativer Faktoren: gesunkene Wachstumsprognosen und damit eine Abschwächung der Ölnachfrage, die teilweise Aufhebung der Sanktionen gegen den Iran, eine überraschend hohe Fördermenge in den Vereinigten Staaten und ein Förderrekord in Saudi-Arabien, das erst kürzlich beteuerte, seine Produktion drosseln zu wollen – ganz zu schweigen vom deutlichen Aufbau spekulativer Positionen am Ölmarkt. Die aufgrund der politischen Ungewissheit weiterhin fragile Marktsituation ist ebenfalls ein Teil der Erklärung für das Ausmaß des Preisverfalls.

Als Folge hat diese Bewegung dazu geführt, dass die Kernraten und die Breakeven-Inflationsraten nachgaben; Letztere insbesondere im Euroraum. So sank beispielsweise die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate in Deutschland im Monatsverlauf um 18 Basispunkte und verzeichnete damit den stärksten Ausschlag seit Anfang 2016.

Auf Grundlage des am 25. November zwischen der Europäischen Kommission und der britischen Regierung verabschiedeten Abkommens geht die Brexit-Debatte weiter. Das Vereinigte Königreich muss nun dem Abkommen im Unterhaus zustimmen. Als Abstimmungstermin ist der 11. Dezember vorgesehen. Ein positiver Ausgang dieses Votums ist derzeit jedoch schwer vorstellbar. Wird Theresa May zurücktreten? Kommt es zu Neuwahlen? Kommt es gar zu einem zweiten Referendum? Wir gehen nach wie vor davon aus, dass ein „harter Brexit“ vermieden werden kann, doch der Weg zu einem geregelten Austritt wird steinig.

Im Fokus der Anleger stand zudem der G20-Gipfel Ende November in Argentinien mit zwei Schwerpunktthemen: den Handelsspannungen zwischen den USA und China sowie den Gesprächen über eine mögliche Drosselung der Erdölförderung seitens der OPEC und Russlands. Und ausnahmsweise in diesem Jahr wurden ihre Hoffnungen nicht enttäuscht:

- Donald Trump und Xi Jinping verständigten sich auf einen neunzig-tägigen „Waffenstillstand“ im Handelskonflikt.
- Die OPEC und ihre Verbündeten arbeiten an einer Vereinbarung zur Reduzierung der Produktion um 1,3 Millionen Barrel pro Tag.

Das letzte zentrale Thema ist die Kehrtwende des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell: Nachdem dieser am 3. Oktober bekanntgegeben hatte, dass die Geldpolitik noch weit vom Gleichgewichtszins entfernt sei (und die Zinszügel entsprechend anzog), sah er die Zinsen nun knapp unter dem neutralen Niveau. Dieser neue Tonfall hat wesentlich dazu beigetragen, die Finanzmärkte zu beruhigen.

Letztendlich könnte es zu einer Jahresendrally kommen, vor allem in den Schwellenländern (Devisen, Anleihen und Aktien) – der Region, die in diesem Jahr besonders in Mitleidenschaft gezogen wurde und von den jüngsten Entwicklungen am stärksten profitiert hat. Auch in Europa ist eine Rally denkbar, allerdings nur unter der Voraussetzung, dass die politischen Probleme gelöst werden.



LA FRANÇAISE
investing together



BEZÜGLICH ANLEIHEN

GENERAL ELECTRIC, DER NÄCHSTE „FALLEN ANGEL“?

Seit über einem Monat zieht General Electric (BBB+) die Aufmerksamkeit der Investment-Grade- und der High-Yield-Märkte auf sich, sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa.

General Electric ist ein geschichtsträchtiges amerikanisches Konglomerat, das im Jahr 2001 mit einer Kapitalisierung von über 500 Milliarden US-Dollar als höchstbewertetes Unternehmen der Welt gefeiert wurde, heute aber das Ende seines Lebenszyklus erreicht zu haben scheint. Sein „besonderes Kennzeichen“ ist seine hohe Komplexität: Der Mischkonzern ist weltweit in rund einem Dutzend verschiedener Geschäftsfelder tätig, u. a. mit der großen Finanzdienstleistungstochter GE Capital, die über eine komplexe Struktur und einen enormen Leverage verfügt.

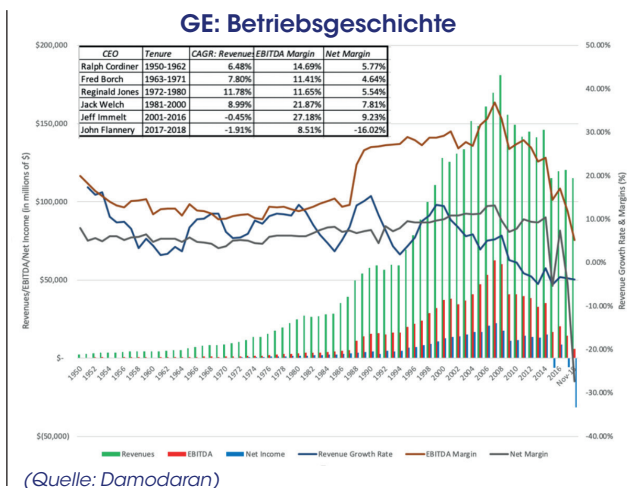
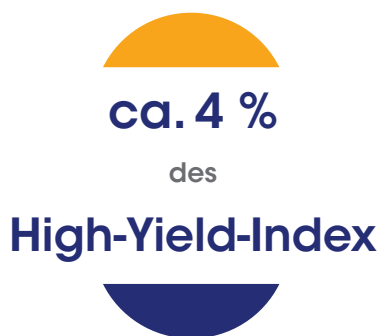
Mit einer Bruttoverschuldung von 115 Milliarden US-Dollar ist General Electric der zehntgrößte Emittent von Investment Grade Bonds (BoA-Index). Zusätzlich zur Schuldenlast hat der Konzern 22 Milliarden US-Dollar für eine laufende Ermittlung durch die US-Finanzmarktaufsicht SEC rückgestellt und 12 Milliarden US-Dollar an Finanzverbindlichkeiten, die 2019 fällig werden. All dies zusammengekommen hat starke Vorbehalte gegenüber der Konzernlage hervorgerufen, die in einen Einbruch der Anleihekurse je nach Emittent um 10 bis 20 Punkte in nur zwei Monaten und eine Halbierung des Aktienkurses (-56 % seit Januar) mündeten. Heute werden General-Electric-Anleihen zum Kurs einer (hochspekulativen) Anleihe mit B-Rating gehandelt.

Aufgrund des systemischen Gewichts des Konzerns ist die Situation für den gesamten High-Yield-Markt besorgniserregend. Sollte GE ins High-Yield-Segment herabgestuft werden, was einer Senkung der Bonitätsnote um drei Stufen entspräche, würde der Konzern aufgrund seines Schuldenstands dort zum größten Emittenten mit Verbindlichkeiten in Höhe von 3,7 % des Indexgewichts werden. Die Marktteilnehmer stimmen darin überein, dass der High-Yield-Markt große Schwierigkeiten hätte, ein solches Volumen zu absorbieren.

Indes gehen wir nicht davon aus, dass General Electric auf kurze oder mittlere Sicht ins High-Yield-Segment abrutschen wird, und dies aus mehreren Gründen:

- General Electric erwirtschaftet in den meisten seiner Geschäftsfelder weiterhin Gewinne und kann beziehungsweise muss sich umstrukturieren.
- Einem Downgrade auf High Yield steht auch die bei GE vorhandene Fähigkeit zum Schuldenabbau entgegen.
So wäre es dem Konzern ein Leichtes, kurzfristig mindestens 20 Milliarden US-Dollar am Markt aufzunehmen: Denkbar wären unter anderem ein Börsengang der Healthcare-Sparte (bis zu 40 %), der Verkauf der Beteiligung an Baker Hugues oder ein Dividendenschnitt.
- Die Gewichtung der Schulden von General Electric in den Investment-Grade-Anleiheportfolios der fünf größten Banken an der Wall Street kann dabei helfen, Liquiditätsprobleme zu vermeiden.
Allein bei der 2020 auslaufenden Kreditlinie über 19,8 Milliarden US-Dollar (von einem Kreditlinien-Gesamtvolumen von 41 Milliarden US-Dollar), die GE gegenüber von sechs Banken garantiert wurde, entfallen 6 % des Investment-Grade-Anleiheportfolios auf Morgan Stanley; bei Goldman Sachs sind es 4 %.

Aus den genannten Gründen sind wir zuversichtlich, dass es der Gruppe kurz- bis mittelfristig gelingen kann, ihre Schulden zu reduzieren, sodass uns die Marktreaktion übertrieben und vor allem dem in den vergangenen Monaten angespannten Klima am Anleihemarkt geschuldet zu sein scheint.



BEZÜGLICH AKTIEN

AUFATMEN AM MARKT NACH EINEM KONSTRUKTIVEN G20-GIPFEL

Das am ersten Dezemberwochenende erfolgte G20-Treffen in Argentinien war von den Anlegern mit Spannung erwartet worden. Krönender Abschluss dieses Polit-spektakels war das gemeinsame Abendessen von Xi Jinping und Donald Trump.

Diese einigten sich auf einen dreimonatigen Waffenstillstand. So verschob der US-Präsident das Inkrafttreten von Einfuhrzöllen in Höhe von 25 %, das eigentlich für den 1. Januar geplant war. China wiederum senkte seine Einfuhrzölle auf Kraftfahrzeuge, die in den USA hergestellt und auf chinesischem Boden verkauft werden, massiv.

Im Hinblick auf eine längerfristige Einigung möchten die Amerikaner die Gespräche auf drei zentrale Themen lenken: Diebstahl geistigen Eigentums, nichttarifäre Handelshemmnisse und „erzwungene Technologietransfers“.

Zugeständnisse Pekings bei diesen Punkten könnten den Weg für ein dauerhaftes Abkommen freimachen.

Anfang Dezember halten wir an unserem Aktienexposure fest, und dies in erster Linie aus folgenden Gründen:

- attraktive Bewertungsniveaus in mehreren geografischen Regionen (insbesondere Europa, China und Japan);
- ein voraussichtlich langsamerer Anstieg der amerikanischen Leitzinsen, der zu einer Abwertung des Dollars führen und sowohl der US-Wirtschaft als auch den Schwellenländern zugutekommen dürfte;
- anhaltende Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten und eine Rückkehr der Kapitalflüsse in die Schwellenländer;
- bessere (oder zumindest stabile) Gewinnmargen von Unternehmen, die sich 2019 fortsetzen dürften.

Zahlreiche politische Risiken bestehen jedoch fort. In Europa scheint sich die Situation in Bezug auf Italien etwas zu entspannen, denn Matteo Salvinis Regierung ist zu Zugeständnissen bereit, damit ihr Haushaltsentwurf durch die Europäische Kommission genehmigt wird. Das Hauptrisiko bleibt der Brexit, wobei die Abstimmung über den mit Brüssel ausgehandelten Austrittsvertrag im britischen Parlament für den 11. Dezember angesetzt ist. Mit einer Ablehnung des Entwurfs würde sich das Vereinigte Königreich auf unbekanntes Terrain begeben und riskieren, auf einen „harten Brexit“ zuzusteuern.

Schließlich ist der von der amerikanischen Regierung gewährte Fristaufschub für die Verhandlungen mit China zwar ein entscheidendes Signal, reicht aber allein nicht aus. Es braucht eine langfristige Einigung, um einen Einbruch der Investitionstätigkeit in den Vereinigten Staaten zu verhindern. Ein Wiederaufflackern des Handelskriegs würde die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte stark belasten. Der Schatten der politischen Risiken, die 2018 bestimmt haben, reicht auch in das Jahr 2019 hinein und könnte der Grund für eine hohe Volatilität an den Aktienmärkten sein.



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