

DIE WICHTIGSTEN INFORMATIONEN, FÜR DIEJENIGEN, DIE ZWEI MONATE AM STRAND VERBRACHT HABEN!

Der Sommer 2019 war turbulent – mit täglich überraschenden Wendungen . Nicht verwunderlich, dass die Risikofaktoren, die zu Stress – oder sogar Korrekturen – führen könnten während der Sommerpause nicht verschwunden sind.

Die Aktienmärkte blieben trotz einer stark gestiegenen Volatilität robust. Die Erwartungen an die Ankündigungen der Zentralbanken im Herbst sind hoch und haben infolgedessen zu einer Abschwächung der Zinsen geführt.

- Donald Trump kündigte mit Wirkung zum 1. September neue Zölle in Höhe von 10 Prozent auf chinesische Exportwaren in die USA im Wert von 300 Mrd. USD an
- Der Dollar hat am 4. August die Schwelle von 7 Renminbi überschritten
- Die GAFA-Steuer, die 3 Prozent des Umsatzes der digitalen Großkonzerne besteuern soll, wurde vom französischen Parlament verabschiedet
- Der PMI für die Industrie in den USA durchbrach im August die 50-Punkte-Schwelle
- Explosionsartiger Anstieg der argentinischen Staatsverschuldung, nachdem der peronistische Kandidat 15 Punkte vor dem aktuellen Präsident lag
- Die gesamte Zinskurve in Deutschland weist negative Renditen auf



Wichtige Zahlen des Sommers!

300,
7,3

1 - DIE SEIFENOPER CHINA-USA WEITERHIN IM MITTELPUNKT

Trotz der Verhandlungen an den Tagen zuvor, verkündete Donald Trump am 1. August **neue Zölle in Höhe von 10 Prozent auf chinesische Exportwaren in die USA im Wert von 300 Mrd. USD ab dem 1. September zu erheben**. Dies entspricht einer neuen Eskalation des Handelskriegs zwischen China und den USA. Für die Umsetzung dieser neuen Zölle wurde jedoch eine Frist von einigen Wochen beschlossen. Dies soll zweifellos die Auswirkungen auf den US-Verbraucher mindern, da in den USA die Vorkampagne zu den Präsidentschaftswahlen startete. Ebenfalls hervorzuheben ist, dass mehrere chinesische Nuklearkonzerne auf die schwarze Liste gesetzt wurden. Sie haben nun keinen Zugang mehr zu US-amerikanischen Nukleartechnologien.

Die Antwort Chinas kam einige Tage später mit neuen Zöllen auf US-Produkte im Wert von 75 Mrd. USD – von 5 Prozent auf Sojabohnen bis 25 Prozent auf amerikanische Autos. Am 4. August **stieg der Dollar auf über 7 Renminbi**, was Spekulationen über eine weitere Intervention der chinesischen Zentralbank anfachte. Die Antwort der US-Behörden kam prompt: Das US-Finanzministerium beschuldigte China der Manipulation seiner Währung. Die US-amerikanischen Aktienmärkte verzeichneten ihren Jahrestiefststand und die 10-jährigen US-Renditen fielen auf 1,7 Prozent, was den umfassendsten Wochenrückgang seit 2011 darstellte.

Wir sind weiter der Ansicht, dass es im wirtschaftlichen sowie politischen Interesse beider Parteien ist eine Einigung zu erreichen. Deshalb halten wir an unserem Basisszenario fest, dass wir in den kommenden 6 Monaten positive Fortschritte bei den Verhandlungen sehen werden.

2 - ENTWICKLUNGEN BEI DER SEIFENOPER EUROPA-USA

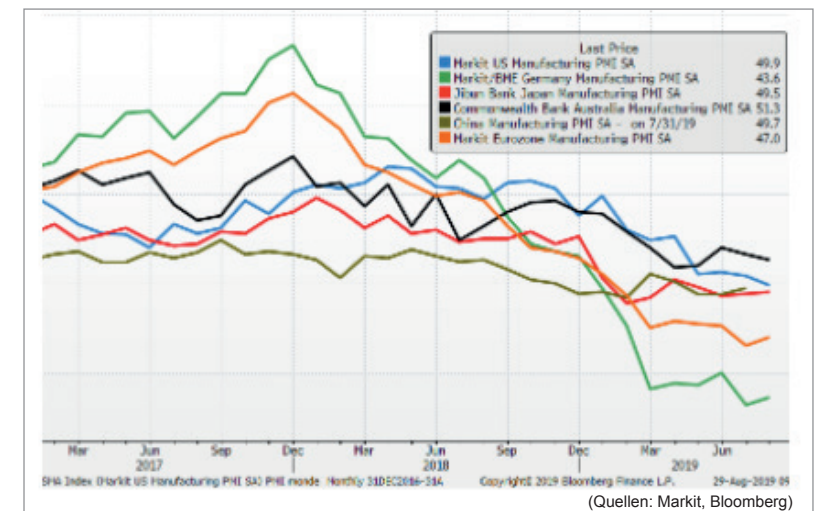
Das französische Parlament hat endgültig **die GAFA-Steuer verabschiedet, die den Umsatz der digitalen Großkonzerne mit**

3 Prozent besteuern soll. Beim G7-Gipfel in Biarritz verpflichtete sich Frankreich jedoch dazu, diese Steuer aufzuheben, sobald ein multilaterales Abkommen abgeschlossen ist. Die US-Regierung wiederum wird spätestens im November über mögliche Zölle in Höhe von 25 Prozent auf europäische Autos entscheiden.

3 - SCHWIERIGE ZEITEN IN DEUTSCHLAND UND DEN USA

Die Industrierezession verlangsamt das Weltwirtschaftswachstum

Entwicklung des PMI für die Industrie



Der PMI für die Industrie in den USA überschreitet im August die 50-Punkte-Schwelle. Diese Schwelle ist ein theoretisches Zeichen für den Übergang in die Rezession. Glücklicherweise behält der Dienstleistungssektor seine Dynamik bei, da er weiterhin durch die Binnennachfrage Auftrieb erhält. Aber wie lange noch? Einige Anleger sind besorgt über die Umkehrung der US-Zinskurve in den Segmenten 2-100 Jahre, die historisch betrachtet auf eine hohe Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA hindeutet.



LA FRANÇAISE

50,15,
100

In Deutschland ließ die Industrieproduktion den neunten Monat in Folge nach, obwohl sie in den meisten Ländern der Eurozone anstieg: Das Land befindet sich nun mit zwei aufeinanderfolgenden Quartalen des rückläufigen BIPs technisch gesehen in einer Rezession. Besonders betroffen waren die Bereiche Automobil, Chemie und Pharmazie. Ein Konjunkturpaket wäre für dieses Land eindeutig von Vorteil und würde den Taktstock zu dem von der EZB voraussichtlich im September angekündigten Konjunkturprogramm aufgreifen.

4 - DIE POLITISCHE KRISE IN ITALIEN, WIE EIN DÉJÀ-VU

Nachdem Matteo Salvini am 8. August Neuwahlen forderte, werden in Italien die Grundsteine für eine Veränderung gelegt. Zum Zeitpunkt der Fassung dieser Publikation musste Giuseppe Conte bis zum 4. September eine Regierung mit der neuen Koalition Demokratische Partei/5-Sterne-Bewegung bilden. Letztendlich steht Matteo Salvini geschwächt und isoliert da. Die italienischen Vermögenswerte entwickelten sich überdurchschnittlich, da es nicht zu Neuwahlen kam und die Beziehungen zu Brüssel zur Ruhe gekommen sind.

5 - BREXIT, DEAL ODER NO DEAL?

Boris Johnson, der neue Premierminister, schreckte nicht davor zurück, die Aussetzung des britischen Parlaments zu beantragen, um den Handlungsspielraum der Abgeordneten einzuschränken, die sich für ein Abkommen mit Europa aussprechen. Er selbst strebt einen Ausstieg aus der Union ohne Abkommen an. Die Märkte reagierten nur schwach auf dieses Ereignis, das immer wahrscheinlicher zu werden scheint.

- ARGENTINIEN, ÜBERRASCHUNG DES SOMMERS

Zur allgemeinen Überraschung lag bei den Vorwahlen in Argentinien der peronistische Kandidat am 11. August 15 Punkte vor dem aktuellen Präsidenten. Daraufhin stiegen die Renditen der Staatsanleihen explosionsartig und der argentinische Peso brach ein: Die Regierung von Mauricio Macri beantragte schnell beim IWF eine spätere Rückzahlung der Kredite und verpflichtete sich im Gegenzug zu Sparmaßnahmen, um somit die Märkte zu beruhigen.

Insgesamt war die Performance der Anleihen in diesem risikoaversen Umfeld beeindruckend: Die gesamte deutsche Zinskurve weist negative Renditen auf. Europa liegt in dieser Hinsicht nun vor Japan und die Befürworter der säkularen Stagnationstheorie in Europa gewinnen an Boden!

Die Aktienmärkte waren erstaunlich widerstandsfähig und man kann die radikal unterschiedliche Aussage hinterfragen, die nun einerseits von den Aktien und andererseits den Staatsanleihen ausgeht.



FOKUS AUF ANLEIHEN UND INFLATION

ANLEIHEN UND INFLATION

Die Abkühlung in der Industrie und der Handelskrieg belasten die Konjunktur. Wir erwarten für 2019 jedoch weiterhin ein Wachstum von 2,3 Prozent in den USA und von 1,1 Prozent in der Eurozone. Ein hoher Konsum unterstützte den Dienstleistungssektor in den meisten Volkswirtschaften. Mehrere Bedrohungen belasten das Wachstum zusätzlich. Die Risikobilanz hat sich im Sommer mit der Eskalation des Handelskriegs, der zunehmenden Wahrscheinlichkeit eines „harten“ Brexits, den Schwierigkeiten der deutschen Wirtschaft und den sehr niedrigen Inflationserwartungen deutlich verschlechtert.

Die Ankündigungen der Zentralbanken im Herbst werden mit Spannung erwartet, insbesondere die der EZB. Wir sind davon überzeugt, dass Mario Draghi und sein Team im September einen umfangreichen Maßnahmenplan ankündigen werden. Doch die Geldpolitik alleine wird vielleicht nicht ausreichen: Wir sollten achtsam gegenüber dem Wunschdenken von Konjunkturmaßnahmen sein, die in Deutschland bislang lediglich angedeutet wurden und Donald Trump im letzten Jahr seiner laufenden Amtszeit ankündigen könnte.

UNSERE ÜBERZEUGUNGEN

Kurzfristig werden die Leitzinsen niedrig bleiben. Die der Peripherieländer werden von der expansiven Haltung der EZB Auftrieb erhalten und die Inflationserwartungen könnten vorübergehend ansteigen. Wir sehen keine strukturellen Anzeichen von Inflationsdruck.

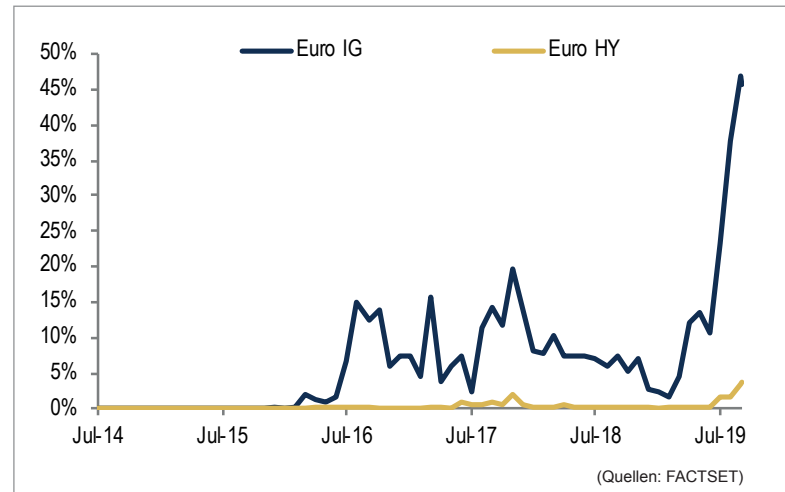
Drei Risikofaktoren finden sich in unserem Szenario: Konjunkturmaßnahmen, Enttäuschung über die Erwartungen der Zentralbanken und positive makroökonomische Überraschungen. Trotz historisch niedriger Zinsen, scheint es uns weiter angebracht, eine positive Duration in unseren Portfolios beizubehalten.



LA FRANÇAISE

DER HIGH-YIELD-MARKT

Anteil der Unternehmensanleihen mit negativer Rendite



Die Bilanz am High-Yield-Markt fiel im Sommer eher durchwachsen aus. Papiere mit einem BB-Rating entwickelten sich erstaunlich gut, jene mit niedrigerem Rating (B und CCC) jedoch eher enttäuschend. Dieses Segment hat stark unter den Unsicherheiten des Handelskrieges, der die Weltwirtschaft belastet, gelitten. Hinzu kommen geopolitische Risiken, insbesondere in Verbindung mit dem Brexit.

In gleicher Weise wurden auch die zyklischsten Sektoren wie Energie, Automobil, Chemie und Rohstoffe durch wirtschaftliche und handelspolitische Unsicherheiten stark benachteiligt.

Diese Risikoaversion hat zur Folge, dass sich die Renditekurven in den Ratingsegmenten B und CCC zwischen den Laufzeiten 1-3 Jahre und 3-5 Jahre umgekehrt haben.

Die Ausfallquote am High-Yield-Markt ist leicht gestiegen, insbesondere in den USA, wo sie in den 12 letzten Monaten 5 Prozent erreichte. Dies ist hauptsächlich auf einen Anstieg der Ausfälle im Energiesektor zurückzuführen.

UNSERE ÜBERZEUGUNGEN

Die Entwicklung des High-Yield-Marktes in den kommenden Monaten wird hauptsächlich von der Entwicklung beim Handelskrieg abhängen:

■ Kurzfristig dürfte die Risikoaversion anhalten und das Kapital dürfte weiter in den solideren Teil des Marktes fließen, nämlich die Emittenten mit BB-Rating.

■ Wir denken, dass sich die Kapitalflüsse im High-Yield-Segment innerhalb der nächsten 6 Monate eher auf die zyklischsten Emittenten mit dem schwächsten Rating fokussieren werden, die jüngst eine sehr schwache Wertentwicklung verzeichneten. Dies erwarten wir allerdings nur unter der Voraussetzung, dass sich der Handelskrieg beruhigt und das aktuelle Zinsumfeld noch immer renditeorientierte Anleger anlockt.



DER MARKT FÜR NACHRANGIGE ANLEIHEN

Der Sommer kam den nachrangigen Anleihen zugute. Es wurden gute Wertentwicklungen verzeichnet, da mit der Wiederaufnahme des QE der EZB und einer allgemeineren geldpolitischen Lockerung der großen Zentralbanken gerechnet wird. Die relative Outperformance der nachrangigen Anleihen im Vergleich zu High-Yield-B und zyklischen CCC ist hervorzuheben. Das erklärt sich durch die niedrige Sensitivität des Bankensektors gegenüber der Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums. Gleichzeitig vermied die mögliche Bildung einer Koalitionsregierung in Italien eine weitere politische Krise und zog die Renditen italienischer Staatsanleihen nach unten. Dieser Rückgang wirkte sich wie immer sehr positiv auf die Bewertungen der nachrangigen Anleihen italienischer Emittenten aus.

Konkret scheint der von der Deutschen Bank angekündigte Umstrukturierungsplan zwar ehrgeizig, wurde vom Markt jedoch nicht positiv aufgenommen. Das Umsetzungsrisiko ist sicherlich beträchtlich, das Management traf jedoch endlich die notwendige Entscheidung, den Verschuldungsgrad der Bank rasch zu verringern, was für die Bank die einzige Rettungsmöglichkeit darstellt.

Die europäischen nachrangigen Anleihen von Emittenten inner- oder außerhalb des Finanzwesens, dürften in den kommenden Monaten unserer Meinung nach von mehreren Faktoren profitieren.

Zunächst bieten sie sehr attraktive Renditen, obwohl ein Großteil der Unternehmensanleihen mit „Investment-Grade“-Rating eine negative effektive Rendite aufweist. Der Bloomberg Barclays Contingent Capital Index, der die Tier-1-Anleihen (sogenannte CoCos) zusammenfasst, wies am 28. August 2019 eine durchschnittliche effektive Rendite von 4,00 Prozent auf. (Call Rate).

Darüber hinaus sollten sie, auch wenn sie nicht direkt von der Zentralbank gekauft werden, von der allgemeinen Verengung der Margen profitieren, falls die EZB ein neues Anleihenrückkaufprogramm einführt.

UNSERE ÜBERZEUGUNGEN

Auf dem Kreditmarkt setzen wir weiterhin auf die Anlageklasse der nachrangigen Finanzanleihen des Typs CoCo. Sie weisen nicht nur eine attraktive Rendite auf, auch das Profil des Kreditrisikos der europäischen Banken verbessert sich weiter. Sollte die Rentabilität durch niedrige Zinsen in Europa teilweise beeinträchtigt bleiben, belastet sie vor allem die Bewertung der Bankaktien, da Anleihen Anleger insbesondere auf Finanzstabilität achten. Vor diesem Hintergrund sind wir überzeugt, dass die Forderungsausfallraten (3,1 Prozent per Ende März 2019 auf europäischer Ebene laut der EBA im Vergleich zu 5,6 Prozent drei Jahre zuvor) und die Solvenzquoten stetig gestiegen sind, sowohl im Rahmen der aktuellen Vorschriften als auch der zukünftigen unter Basel 4.



EUROPA UND WELT

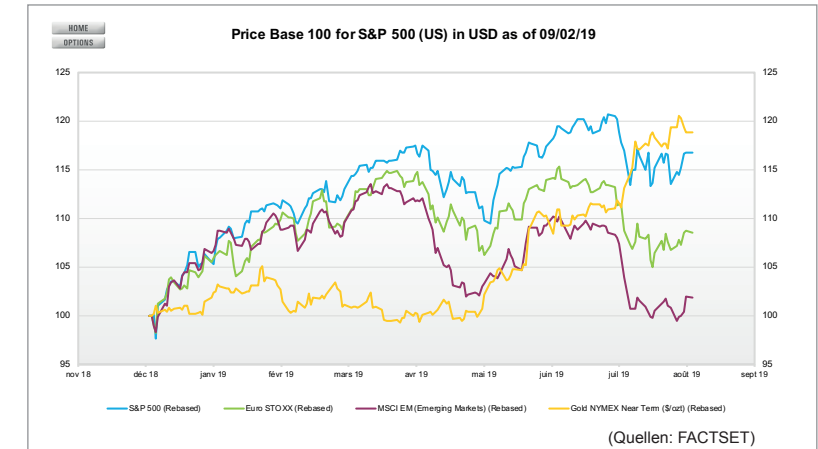
Vor dem bereits in dieser Publikation beschriebenen Hintergrund wurden die Aktienindizes im Sommer letztendlich nur wenig beeinträchtigt: Der MSCI World stieg vom 1. Juli bis zum 30. August um 1,80 Prozent und der Stoxx Europe 600 verlor 1,04 Prozent. Wie so häufig waren die US-Indizes widerstandsfähiger: Der S&P 500 stieg um 3,13 Prozent, da er von einer ruhigeren Wirtschaftslage profitierte. Die Indizes der Schwellenländer wurden jedoch aufgrund der immer schwierigeren Situation in China und der Krise in Argentinien stark getroffen. Der MSCI China verlor 4,90 Prozent und der MSCI EM 2,84 Prozent.

Die Veröffentlichung der Ergebnisse für das zweite Quartal hatte zur Folge, dass die Prognosen für das Geschäftsjahr 2019 in den wichtigsten Regionen weiter nach unten korrigiert wurden. Immer mehr Unternehmen zeigen sich angesichts zahlreicher anhaltender Risikofaktoren (hauptsächlich Protektionismus und Brexit) zurückhaltender. Die Wachstumsprognosen für den Gewinn je Aktie im Jahr 2019 wurden ebenfalls stark nach unten korrigiert. Sie liegen nun bei lediglich +5,3 Prozent für Europa und +1,70 Prozent für die USA. Die Erwartungen für 2020 sind jedoch nach wie vor viel zu hoch. Wir erwarten in diesem Zeitraum ebenfalls eine deutliche Korrektur, da die aktuellen Themen in den kommenden Quartalen die Konjunktur und insbesondere die Investitionen beeinträchtigen werden.



LA FRANÇAISE

Risikoaversion und Widerstandsfähigkeit der US-Indizes



UNSERE ÜBERZEUGUNGEN

Wir halten an unserer defensiven Positionierung mit einer Aktienquote von rund 95 Prozent fest. Wir bevorzugen eine Titelauswahl basierend auf Wachstum und Qualität, mit einem hohen Potenzial freien Cashflow zu generieren und sichere Dividenden sowie Unternehmen mit stark defensiven Eigenschaften. Wir halten nur wenige zyklische Positionen, im Wesentlichen Unternehmen, die gut auf die Veröffentlichung der Ergebnisse für das 2. Quartal reagiert haben und deren Prognose uns zufriedenstellend erscheint.

Auf Sektorebene schätzen wir den Dienstleistungssektor und Immobilien weiter positiv ein, da sie von den sinkenden Zinsen profitieren, der Sektor der Agrarwirtschaft in geringerem Maße. Auf geografischer Ebene sind wir in den Schwellenländern aufgrund der Handelsspannungen sowie der Demonstrationen in Hongkong, die die politischen Unsicherheiten in Asien verstärken, untergewichtet. Wir legen den Schwerpunkt auf Nordamerika, wo uns das Wirtschaftswachstum derzeit am widerstandsfähigsten erscheint.

SMALL CAPS

Der Small-Cap-Markt in Frankreich war deutlich von der Abschwächung des globalen Wachstums und dem Handelskrieg zwischen den USA und China betroffen.

Die Wertentwicklungen der Large Caps und der kleinen Werte gingen auseinander. Während der CAC 40 im Jahr 2019 bis zum 30. August um 15,8 Prozent zulegte, verzeichneten die Indizes CAC Small und PME 150 einen Zuwachs von 5,24 Prozent bzw. 7,94 Prozent.

Dies ist zweifellos auf die erheblichen Abflüsse der letzten 18 Monate aus Small-Cap-Fonds zurückzuführen, in Verbindung mit der üblichen Risikoaversion, gegenüber dieser Art von Anlagen.

Diese Underperformance hat unserer Meinung nach zur Folge, dass Small Caps nun attraktiver bewertet sind. Somit entspricht das Kurs-Gewinn-Verhältnis des CAC Small Index für 2020 in etwa jenem für Large Caps (13,9), verglichen mit 13,4 für den CAC 40. Die Gewinnprognosen für 2020 liegen jedoch bei Weitem zugunsten der kleinen Werte mit +30,7 Prozent, im Vergleich zum CAC 40 Index mit 11,25 Prozent.

Dennoch ist es wichtig, auch in den kommenden Monaten auf die gesamtwirtschaftlichen und geopolitischen Faktoren zu achten, die die Ausrichtung unserer Investitionen bestimmen werden – entweder in Richtung defensiverer Sektoren wie Agrarwirtschaft und Pharmazeutika oder einer Rückkehr zu zyklischen Werten.



LA FRANÇAISE

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

Publikation verfasst von La Française, Société anonyme (frz. AG) mit Vorstand und Aufsichtsrat mit einem Kapital von 78.836.320 € - HR: 480.871.490

XX3392 - SEPTEMBER 2019

Verantwortlicher Herausgeber: 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.