

BACK TO BUSINESS

Bericht abgeschlossen
01 | 09 | 2023

An der Inflationsfront wurden im Sommer Fortschritte erzielt, vor allem in den Vereinigten Staaten. Allerdings ist es für die Zentralbanken noch viel zu früh, den Sieg auszurufen, denn die Arbeitsmärkte sind immer noch sehr solide. Die Geldpolitik dürfte daher noch viele Monate lang restriktiv bleiben, trotz der schwierigen makroökonomischen Lage in China und der Eurozone. Dies gilt umso mehr für die Vereinigten Staaten, wo die Wachstumszahlen weiterhin mit ihrem Aufwärtstrend überraschen.



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

MARKTÜBERSICHT

Die beiden Höhepunkte der Sommerpause sind wahrscheinlich der erneute Anstieg der Zinssätze und die anhaltenden Turbulenzen auf dem chinesischen Immobilienmarkt.

Mehrere Faktoren haben die Zinssätze nach oben getrieben: steigende Ölpreise, eine Zunahme der Emission von US-Anleihen, die Entscheidung der Bank of Japan, ihre Politik zur Steuerung der Renditekurve anzupassen, und die sehr gute Verfassung der US-Wirtschaft. Diese Gründe sind zwar durchaus stichhaltig und könnten die Zinsen in einem Markt, der insgesamt sehr sensibel erscheint, weiter in die Höhe treiben, doch das Hauptrisiko für den Anleihemarkt scheint uns das US-Wachstum zu sein. Auf der Konferenz in Jackson Hole Ende August äußerte sich Powell zu den Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Prognosen für den neutralen Zinssatz. Eine Aufwärtskorrektur würde im Grunde bedeuten, dass die Geldpolitik weniger restriktiv ist als erwartet, was die Zinssätze in den USA (und einigen anderen Ländern) nach oben treiben könnte.

Wir dürfen jedoch nicht vergessen, dass die Zinsen zwar seit 18 Monaten stetig steigen, die Anleiherenditen diese Zinserhöhungen jedoch ganz oder teilweise neutralisieren. Die Performance von US-Staatsanleihen über 4 und 9 Jahre ist nebenstehend dargestellt. Die aktuelle Rendite dieser Anleihen ermöglicht es den Anlegern, einen deutlichen Anstieg der Renditen zu verkräften, ohne einen Verlust zu erleiden: Die einjährige Break-even-Rate beträgt +60 Basispunkte bei der Anleihe 2032 und +150 Basispunkte bei der Anleihe 2027.

Weitere Enttäuschung über die sich abschwächenden makroökonomischen Daten in China: Einzelhandelsumsätze, Industrieproduktion, Außenhandel und Investitionen sind in den letzten Wochen hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Das Ende Juli abgehaltene Treffen des Politbüros¹ scheint keine radikalen Veränderungen in der Geld- oder Haushaltspolitik herbeizuführen und es ist auch kein starker Wille erkennbar, den Abschwung im Immobiliensektor aufzuhalten. Obwohl der Ausspruch „Häuser sind zum Wohnen da, nicht zur Spekulation“ auf der letzten Sitzung des Politbüros gestrichen wurde, scheint Peking immer noch gezielte Maßnahmen zu bevorzugen, die bisher wenig Wirkung gezeigt haben. Die Zahlungsprobleme von Country Garden werden wahrscheinlich auf die gleiche Weise gelöst wie bei Evergrande, nämlich durch eine Umstrukturierung der Schulden und eine sehr schwache Erholung. Dies dürfte kaum dazu beitragen, das sehr geringe Vertrauen der Anleger zu stärken. Wird dann noch der von den USA ausgeübte wirtschaftliche Druck in die Waagschale geworfen, der nach wie vor erheblich ist (angekündigte Beschränkungen US-amerikanischer Investitionen in den chinesischen Technologiesektor), so fällt es schwer, besonders optimistisch zu sein, was die Wachstumsdynamik in China in den kommenden Monaten angeht.

Das Inflationsrisiko bleibt ebenfalls bestehen, auch wenn die Inflationszahlen im Sommer im Allgemeinen beruhigend waren. Steigende Ölpreise und anhaltende Lohnerhöhungen in den Industrieländern werden das Risiko einer zweiten Inflationswelle, wie sie in den 1970er Jahren und bei den meisten Inflationskrisen in der Vergangenheit auftrat, weiter verschärfen.

All diese Faktoren veranlassen uns, bei unseren Allokationen generell vorsichtig zu sein. Zwar ist das US-Wachstum unglaublich solide und Europa dürfte einer Rezession entgehen, aber das ist nicht unbedingt eine gute Nachricht, wenn dies zu strukturell höheren Zinsen führt.



François RIMEU
La Française AM Chief Strategist

Entwicklung der 4- und 9-jährigen US-Staatsanleihen

	Wert zum 31.12.	Wert zum 18.08	Entwicklung des Werts	Performance Gesamttrendite lfd. Jahr
Q3 7/8 11/30/27 Staatsanleihe	3,99 %	4,46 %	0,47 %	0,63 %
Q2 3/4 08/15/32 Staatsanleihe	3,87 %	4,29 %	0,42 %	- 0,88 %

Quelle: Bloomberg, Stand: 18.08.2023

¹ Das chinesische Politbüro bzw. die „Kommunistische Partei“

ZINSSÄTZE

Auf den Anleihemärkten herrschte den Sommer über eine ungebrochene Dynamik. Seit Ende Juni ist ein starker Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen zu beobachten. Dieser Anstieg ist hauptsächlich auf die Stärke der US-Wirtschaft zurückzuführen. Die jüngsten Umfragen für August deuten jedoch auf eine Abkühlung hin, wenn auch in geringerem Umfang als in Europa.

Die PMI-Indizes, die wichtige Indikatoren für die wirtschaftliche Verfassung sind, zeigten im August sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten eine Verlangsamung des Wachstums. Besonders besorgniserregend ist die Situation in der Eurozone, wo der Industriesektor weiter schrumpft und die Wirkung der Wiederöffnung des Dienstleistungssektors nach der Epidemie nachlässt. Diese Situation dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) dazu veranlassen, die Risiken neu zu bewerten, und könnte zumindest vorübergehend zu einem Stopp der Zinserhöhungen führen. Dies führt zu einer Verunsicherung am Markt über die Möglichkeit einer letzten Zinserhöhung um 25 Basispunkte durch die EZB vor Jahresende.

In den Vereinigten Staaten ist das Wachstum zwar robuster, aber die Frühindikatoren deuten ebenfalls auf eine Abkühlung hin. Die Inflation ist jedoch besser unter Kontrolle und die Kerninflation (ohne den Immobiliensektor) nähert sich dem Ziel von 2 %. Die US-Notenbank Fed kann es sich daher leisten, geduldiger zu sein. Die Konsumausgaben bleiben trotz sinkender Ersparnisse und steigender Zahlungsausfälle bei Kreditkarten relativ stabil. Die Zinserhöhungen haben sich bereits auf die Kreditvergabebedingungen ausgewirkt: Die Hypothekenzinsen haben in den USA mit 7,3 %² den höchsten Stand seit Dezember 2000 erreicht. Zudem dürfte die Rückzahlung von Studentenkrediten, die im September beginnt, das Budget von 40 Millionen Amerikanern belasten und sie zwingen, sich zwischen der Rückzahlung von Schulden und der Befriedigung ihrer Grundbedürfnisse zu entscheiden.

Das ursprüngliche Szenario war das eines wirtschaftlichen Aufschwungs dank des Rückgangs der Inflation und der für 2023/2024 erwarteten Zunahme der Kaufkraft. Trotz des Rückgangs der Inflation müssen wir jedoch den Rückgang der PMI-Dienstleistungsindizes berücksichtigen. Obwohl es noch zu früh ist, um endgültige Schlussfolgerungen zu ziehen, könnte dies darauf hindeuten, dass sich die Straffung der Geldpolitik allmählich bei den Dienstleistungen niederschlägt.

Die Beschäftigungslage bleibt jedoch solide, die Arbeitslosenquote liegt seit anderthalb Jahren stabil bei knapp über 3,5 %³. Dies übt einen Aufwärtsdruck auf die Lohninflation aus, insbesondere im Dienstleistungssektor, was die Verlangsamung der Inflation bremsen könnte.

Angesichts der düsteren Konjunkturaussichten in Europa und der Abkühlung in den Vereinigten Staaten sowie einer Kerninflation, die noch weit vom 2%-Ziel entfernt ist, sind wir kurzfristig von Realzinssätzen überzeugt. Trotz der anhaltenden Ungewissheit bieten sie nach wie vor das Potenzial für eine sichere Rendite mit einem erheblichen Carry auf mittlere Sicht.

Wir dürfen jedoch nicht außer Acht lassen, dass der Rückgang der US-Renditen durch hohe Emissionsniveaus, einen Rückgang der Käufe durch die Fed und die geringere Attraktivität der US-Renditen, insbesondere für die Japaner, die in den kommenden Monaten wahrscheinlich weniger US-Schuldtitle kaufen werden, gebremst werden könnte.

Fabien De La Gastine, Head of Interest Rates

² Quelle: Bloomberg, Stand: 30.08.2023

³ Quelle: Bloomberg

AKTIEN – LARGE-CAPS

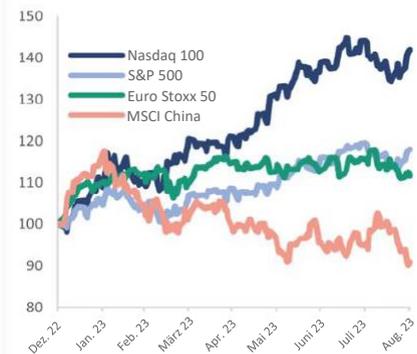
Globale Aktien legten um +13 %⁴ zu, hauptsächlich durch den Technologiesektor (+37 %), der 50 % zur Performance des Index beitrug. In den Vereinigten Staaten entfiel der größte Teil der Performance auf Mega-Cap-Unternehmen: Sieben Aktien des S&P 500 (Amazon, Apple, Microsoft, Meta, Tesla, Nvidia und Google) trugen 77 % zur Performance des Index bei. Die Aktienperformance wurde vor dem Hintergrund einer Abkühlung des globalen Wirtschaftswachstums von +3,4 %⁵ im Jahr 2022 auf +2,6 % erzielt, gegenüber mit einem historischen Durchschnitt von +3,8 % zwischen 2000 und 2019. Das globale Wachstum wurde jedoch um 0,5 Punkte nach oben korrigiert, nachdem das Wachstum in den USA (von +0,2 % im Januar auf +1,6 % im August 2023), gestützt durch einen soliden Arbeitsmarkt, dazu beigetragen hatte.

Dennoch ist das Gewinnwachstum des MSCI World Index in diesem Jahr um 2,1 % gesunken. Seine Performance lässt sich ausschließlich durch den Anstieg des KGV erklären, das 2023 von 14 zu Jahresbeginn auf über 16,5 gestiegen ist. Dieser Anstieg ist ausschließlich auf die großen Technologiewerte zurückzuführen, deren KGV um 6 Punkte gestiegen ist (KGV 2023 von 20 im Januar auf 26 im August beim NASDAQ 100). Die Ergebnisse des zweiten Quartals und die Prognosen von Nvidia zeigen, dass die Nachfrage nach Chips, die in der KI eingesetzt werden, zunimmt. Künstliche Intelligenz war daher zweifellos der Grund für den Anstieg des KGV in den letzten Monaten und wird in den kommenden Jahren der Wachstumsmotor für den Technologiesektor sein. Andererseits wird ihre Wirkung auf Wachstum und Rentabilität (mit Ausnahme von Nvidia) 2023 begrenzt bleiben, danach aber für viele Akteure eine Quelle für Wachstum sein.

In Anbetracht unseres makroökonomischen Szenarios werden wir bei unseren Anlageentscheidungen noch selektiver vorgehen. Wir ziehen US-Aktien anderen Regionen vor, da die Wirtschaft dort widerstandsfähig ist und sich erholen kann. Zudem ist die Bewertung des S&P 500 angesichts des erwarteten Wachstums weiterhin angemessen.



Wertentwicklung des Index lfd. Jahr (Basis 100)



Quelle: Bloomberg, Stand: 30.08.2023

S&P500 im Vergleich zu EPS und KGV



Quelle: Bloomberg, Stand: 30.08.2023

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir mit Vorsicht in den September starten und eine Liquiditätsreserve in unseren Fonds halten. Die laufende Konsolidierung wirkt sich positiv aus und wird es uns ermöglichen, einige unserer Überzeugungen zu stärken. Wir bevorzugen weiterhin Technologieunternehmen, die zur Dekarbonisierung der Wirtschaft beitragen und Akteure des Klimawandels sind (Energieeffizienz, erneuerbare Energien, nachhaltiges Bauen, Digitalisierung, Kreislaufwirtschaft und grüne Mobilität).

Thomas DHAINAUT, Head of Global Equities

⁴ Quelle: Bloomberg, MSCI World Total Return Index, Stand: 30.08.2023

⁵ Quelle: FMI, Juli 2023

⁶ Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für die künftige Entwicklung.

AKTIEN – SMALL- UND MID-CAPS

In unserem Newsletter haben wir letztes Jahr um diese Zeit auf den starken Inflationsdruck hingewiesen, der mit der Destabilisierung des Produktionssystems nach Covid und den Auswirkungen des Krieges in der Ukraine in Zusammenhang steht. Auch wenn die Inflation in mehreren Wellen kommen kann und das den Märkten weiterhin Sorge bereitet, scheint sie im Vergleich zu 2022 ein nicht mehr ganz so wichtiger Faktor zu sein.

Das Wachstum normalisiert sich, ebenso wie die Versorgungsprobleme im Baugewerbe und in der Industrie. Die Banque de France verweist darauf, dass Produktionsunternehmen einen starken Rückgang der Rohstoffpreise und eine Stabilisierung der Preise für Fertigerzeugnisse im dritten Monat in Folge verzeichnen. In der Industrie scheint das Ende der hohen Inflation in Sicht zu sein: Nur 8 % der Unternehmensleiter gaben an, dass sie ihre Verkaufspreise im Juni erhöht haben (so wenige wie seit Anfang 2021 nicht mehr), und 6 % gaben an, dass sie die Preise gesenkt haben (so viele wie zuletzt vor drei Jahren).

An der Pariser Börse ist die Entwicklung der Indizes, wie schon 2022, uneinheitlich. Large-Caps entwickeln sich besser als Small-Caps. Seit Jahresbeginn ist der CAC 40 um 13,30 % gestiegen, während der CAC Mid 60 um 4,33 % zugelegt hat und der CAC Small 0,42 % eingebüßt hat⁷.

Obwohl Small-Caps von Inflation und steigenden Zinsen stärker betroffen zu sein scheinen als Large-Caps, erweisen sich ihre Gewinne als mehr als widerstandsfähig. Seit dem Höchststand des CAC Small Index im Januar 2022 sind die Gewinne von rentablen Small-Caps um fast 33 % gestiegen⁷. Im gleichen Zeitraum sank ihr KGV um 6,4 Punkte von 15,9 auf 9,5, was einem Rückgang von 40 % entspricht. Wir befinden uns wieder auf dem Bewertungsniveau, das wir aus der Zeit der Staatsschuldenkrise kennen.

Die Zinssätze der 10-jährigen OAT liegen bei 3 %, und vor diesem Hintergrund werden weniger und kleinere Fonds aufgelegt. In den letzten zwölf Monaten gingen nur fünf Unternehmen an die Börse, mit einem aufgebrachtten Kapital von durchschnittlich 10 Mio. Euro. Dagegen führte der Rückgang der Bewertungen zu einer Zunahme der Übernahmeangebote: Seit Jahresbeginn wurden 15 Angebote mit einem durchschnittlichen Aufschlag von 36,4 % unterbreitet. Sie wurden hauptsächlich vom Mehrheitsaktionär oder von Nicht-Finanzunternehmen initiiert.

Wir erleben derzeit eine Abkühlung der Wirtschaft, wie die jüngsten Zahlen für das erste Halbjahr zeigen. Kapitalintensive Unternehmen, beispielsweise aus Bergbau, Metallurgie und Chemie, melden insgesamt schlechtere Ergebnisse, während Dienstleistungsunternehmen eine allgemeine Verlangsamung des Geschäftswachstums verzeichnen. Die Inflation hat sich auf die Investitionskosten und den Bedarf an Betriebskapital ausgewirkt, was wiederum automatisch einen negativen Einfluss auf den freien Cashflow hat. Der Rückgang der Rohstoff- und Energiepreise in Verbindung mit der Verbesserung der Lieferketten lässt jedoch positive Effekte auf die Produktionskapazität und die Gewinnspannen der Unternehmen erwarten. Dies dürfte den „spätzyklischen“ Unternehmen zugute kommen, die zuvor unter dem Anstieg der Rohstoffpreise zu leiden hatten. Der Arbeitsmarkt in Frankreich bleibt stark. Da es für die Unternehmen immer schwieriger wird, Preiserhöhungen weiterzugeben, wird die Entwicklung der Nachfrage in den nächsten sechs Monaten entscheidend sein.

In dem soeben beschriebenen Kontext halten wir uns von kapitalintensiven Unternehmen fern und bevorzugen „spätzyklische“ Unternehmen wie solche aus der Luftfahrt-, Automobil- oder Schifffahrtsbranche sowie Unternehmen, die für die Phase der wirtschaftlichen Reife, in die wir einzutreten scheinen, gut aufgestellt sind, wie Unternehmen aus den Bereichen Tourismus, Veranstaltungen und Gesundheit. Gemäß unserer mittel- bis langfristigen Vision engagieren wir uns weiterhin in Themen wie Kreislaufwirtschaft, Digitalisierung und Wasserstoff.

Antoine CURCHOD, Deputy Head of Equities – Small Caps, La Française AM

⁷ Quelle: Bloomberg, Stand: 31.08.2023

HIGH BETA – HOCHVERZINSLICHE SCHULDITITEL (HY)

Das vorherrschende Risiko für diese Anlageklasse in der zweiten Jahreshälfte 2023 ist nach wie vor die Entwicklung des globalen Wirtschaftswachstums.

Seit Jahresbeginn (Daten vom 29.08.2023) hat Global High Yield eine Performance von +5,9 % (brutto in Lokalwährung) erzielt, wobei die Performance von High Yield EM (+2,6 % brutto in Lokalwährung) unterdurchschnittlich ausfiel, da diese weiterhin durch die makroökonomische Verschlechterung in China gebremst werden. Diese Entwicklung war weitgehend auf eine Verringerung der Risikoaufschläge zurückzuführen, die am 29. August 2023 am Global High Yield-Markt 432 Basispunkte betragen, auch wenn die Volatilität der Zinssätze für Staatsanleihen hoch blieb.

Der derzeitige Währungszyklus ist einer der „restriktivsten“ seit 40 Jahren. Die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen wird sich zweifellos auf die privaten Haushalte und Unternehmen auswirken, insbesondere in den Volkswirtschaften mit der höchsten Schuldenlast. Vor diesem Hintergrund dürften die Risikoaufschläge am High-Yield-Markt volatil bleiben und zwischen 450 und 550 Basispunkten schwanken. Der Carry, den der High-Yield-Markt bietet, mit Renditen von mehr als 7 %⁶, dürfte jedoch einen Teil des potenziellen Anstiegs dieser Risikoaufschläge auffangen können.

Wie sind die Aussichten für den High-Yield-Markt zum Jahresende?

Die Ausfallquoten lagen in Europa Ende Juli 2023 unter 1 % und durchbrachen in den Vereinigten Staaten die 2%-Marke – ein Rekordtief. Es wird erwartet, dass sie im Vergleich zum Vorjahr steigen werden, aber dieser Anstieg dürfte angesichts der soliden Fundamentaldaten der Unternehmen moderat ausfallen. Infolgedessen prognostizieren wir eine Ausfallquote in den USA von 4 % für 2023/2024. Der aktuelle Ausfallzyklus wird in seiner Intensität wahrscheinlich nicht mit den Jahren 2001, 2008 und 2011 vergleichbar sein, aber er wird vermutlich länger dauern als frühere Zyklen.

Die Differenz der Risikoaufschläge zwischen europäischen und US-amerikanischen High-Yields, insbesondere bei Emittenten mit BB-Rating, dürfte kurz- bis mittelfristig weiterhin zu Lasten des europäischen Marktes gehen. Zwei Hauptfaktoren tragen zu dieser Situation bei: die starke Präsenz des Immobiliensektors im europäischen High-Yield-Sektor, der sich zum Teil in Schwierigkeiten befindet, und die ungünstigeren technischen Faktoren für den europäischen High-Yield-Sektor nach dem schrittweisen Rückzug der EZB. Wir halten daher an unserer Präferenz für den US-High-Yield-Markt fest.

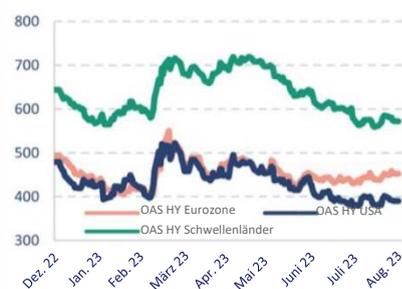
Vor dem Hintergrund einer Abkühlung des Wirtschaftswachstums bevorzugen wir weiterhin weniger zyklische Sektoren und weniger verschuldete Emittenten, da sie steigende Finanzierungskosten leichter verkraften können. In Bezug auf die Kurvenpositionierung bevorzugen wir auf dem europäischen High-Yield-Markt kurze und mittlere Laufzeiten (3–5 Jahre), da die Risikoprämienkurve flach oder sogar invers ist. In den Vereinigten Staaten liegen die Chancen hauptsächlich im Segment der 5- bis 7-jährigen Anleihen, da die US-Kreditkurve steiler verläuft.

Wir erwarten keine „bahnbrechenden“ Faktoren, die zu einer signifikanten und nachhaltigen Divergenz der Risikoaufschläge jenseits der 550 Basispunkte führen, und gehen davon aus, dass sich die Prämien in einem Bereich zwischen 450 und 550 Basispunkten entwickeln. Auch unsere Annahmen für die Ausfallquote bleiben unverändert bei rund 4 % für das Jahr 2024. Darüber hinaus halten wir an unserer Prognose einer positiven Entwicklung für 2023 fest, die vor allem auf den Carry zurückzuführen ist.

Akram Gharbi, Head of High Yield Credit Management

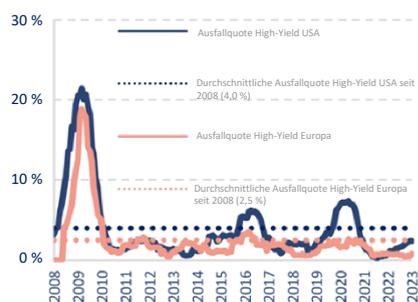


**Risikoaufschläge
(USA, Eurozone und Schwellenländer)**



Quellen: Bloomberg, LFAM. Stand: 29. August 2023.

Ausfallquoten (USA und Eurozone)



Quellen: Bloomberg, LFAM. Stand: 29. August 2023.

⁸ High Yield Euro (HEEO Index) YTW 7,36 %, Stand: 31.08.2023

ESG

Mitten im Sommer, während in Kanada, Griechenland und Maui noch immer Waldbrände wüteten, verkündete der UN-Generalsekretär, dass **die Ära der globalen Erwärmung hinter uns liege und wir nun in die Ära des globalen Siedens eintreten**, nachdem der Juli 2023 zum heißesten Monat des Industriezeitalters erklärt wurde, mit mehr als +1,5 °C im Vergleich zum vorindustriellen Zeitraum 1850–1900.

Diese **Beschleunigung der Symptome des Klimawandels** geht einher mit einer zunehmenden Erwähnung von Klimälösungen und Klimaschutzprozessen in den Gewinnmeldungen der Unternehmen für das zweite Quartal, während eben diese Publikationen eine wirtschaftliche Abschwächung signalisieren. Dies lässt sich dadurch erklären, dass Investitionen in das Klimaproblem – wirtschaftliche Lösungen in großem Maßstab, z. B. der Einsatz erneuerbarer Energien, – mittelfristig nicht mehr als optional angesehen werden, obwohl die Gefahr einer Erosion der Cashflows besteht.

Für kapitalintensive oder sehr treibhausgasintensive Unternehmen ist eine Abkühlung natürlich nicht ohne Risiko. Die steigenden Rohstoffkosten haben die Kapazitätsauslastung in vielen Sektoren, z. B. in der Automobil- und Chemieindustrie, verringert. **Wir erwarten daher negative Auswirkungen auf die CO₂-Intensität im letzten Quartal, was sich auch auf die jährlichen Dekarbonisierungsziele selbst der engagiertesten Akteure auswirken könnte.**

Wie sieht es mit den Auswirkungen auf den Aktienmarkt aus?

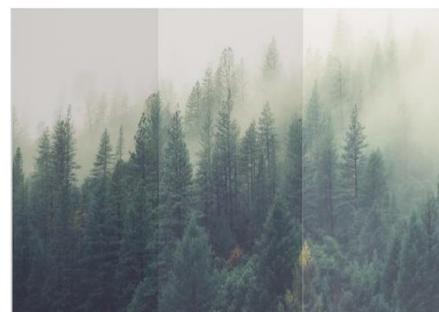
Wir erwarten eine robuste Aktienmarktpformance von Unternehmen, die Klimälösungen anbieten, welche die betriebliche Effizienz durch Einsparungen bei Energie und natürlichen Ressourcen fördern. Der Industrieausrüstungssektor, einer der Schlüsselsektoren für die Energiewende, hat sich seit Jahresbeginn besser entwickelt als der europäische Markt⁹. **Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend gegen Ende des Jahres fortsetzen wird, da es sich um einen Sektor handelt, der mit vielen Dekarbonisierungslösungen in den Bereichen Stromerzeugung, Verkehr, Industrie und Bauwesen aufwarten kann.** Die Unternehmen haben ihre Investitionen in diesen Bereichen nicht zurückgefahren, da sie von einer raschen Senkung der Betriebskosten profitieren werden.

Und die Auswirkungen auf den Anleihemarkt?

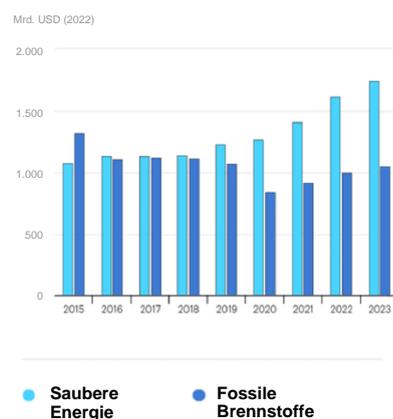
Das in diesem Jahr auf dem Markt für ESG-Schuldtitel (Bank Loans und Anleihen) emittierte Volumen ist im Vergleich zum gleichen Zeitraum im Jahr 2022 um 18 % gesunken¹⁰. Dies war auf einen 62%igen Rückgang bei der Emission von Bank Loans zurückzuführen, während Anleihen dank staatlicher, supranationaler und kommunaler Emissionen um 9 % zulegten. **Wir gehen davon aus, dass sich das Volumen der primären ESG-Schuldtitel im letzten Quartal 2023 erholen wird, allerdings gefährdet das andauernde Hochzinsumfeld das Gesamtvolumen für das Gesamtjahr, das unter dem Niveau von 2022 bleiben dürfte, wenn das Umfeld der Zinsresistenz andauert.**

Das Wirtschaftsgefüge, in das wir investieren, steht unter dem Druck der Inflation und der Verbraucher, was sich auf die Gewinnspannen und die Liquidität auswirkt. Auch wenn in diesem Zusammenhang einige Aspekte kurzfristig aus dem Blickfeld geraten, wird durch Produktionsmittel und Konsumgüter weiter in die Energiewende investiert. Die Bedrohung in der heutigen Zeit geht von den disruptiven Technologien von morgen aus, die nicht in Schwung kommen, und dies begünstigt bestehende Übergangslösungen, die keinen marginalen wirtschaftlichen Aufwand seitens der Unternehmen und Verbraucher erfordern.

Marie Lassegnore, CFA, Head of Sustainable Investment



Investitionen in grüne Energie und fossile Brennstoffe 2015–2023



⁹ Quelle: La Française AM, 11.08.2023

¹⁰ Quelle: Bloomberg, 11.08.2023.

AUSBLICK UND VERMÖGENSALLOKATION

Seit einigen Monaten sprechen wir uns für **eine neutrale bis defensive Haltung** gegenüber unseren **Aktienanlagen aus**, die durch **ein etwas höheres Kreditrisiko in unserer Anleiheallokation** kompensiert wird. Betrachtet man die Entwicklung nach den letzten beiden Sommermonaten, so erweist sich diese Strategie letztlich als gar nicht so ungünstig. Zwar haben die Aktienindizes im Sommer zugelegt, aber nur in sehr begrenztem Umfang und hauptsächlich auf den US-Märkten (dafür waren die zehn Vorzeig Aktien der „New Economy“ verantwortlich), während an den Anleihemärkten die Volatilität weiterhin hoch war, was sich negativ auf Staatsanleihen auswirkte und keinen Einfluss auf die Anleihekomponente hatte, die immer noch positive Ergebnisse erzielte. Darüber hinaus gab es auf dem diesjährigen Gipfel in Jackson Hole, anders als 2022, keine weltbewegenden Erklärungen der Zentralbanker, die etwas an den bisherigen geldpolitischen Erwartungen änderten.



Odile CAMBLAIN LE MOLLE
Head of Balanced Management

Auch von der makroökonomischen Front gibt es nicht wirklich etwas Neues zu berichten. Wie erwartet ist die Eurozone in eine Rezession gerutscht, aber von der im Januar angesprochenen „harten Landung“ ist sie weit entfernt. Die US-Wirtschaft ist widerstandsfähig und wird von den weiterhin sehr soliden Konsumausgaben gestützt, die durch eine positive Lohninflation begünstigt werden. Lediglich China überrascht mit recht düsteren Aussichten und einer starken Zunahme der Besorgnis über den Immobiliensektor, trotz wiederholter Ankündigungen der Behörden, eine Trendwende herbeiführen zu wollen, die von den Märkten allerdings als unzureichend angesehen werden.

Unter diesen Bedingungen sehen wir keinen Grund, unsere Allokationen für dieses letzte Quartal wesentlich zu ändern:

Wir bleiben in Aktien leicht defensiv positioniert, mit einer Präferenz für den US-Markt, den wir trotz unattraktiver Risikoaufschläge bereit sind überzugewichten (der Bankenstress hat nachgelassen, der Immobilienmarkt behauptet sich und die Positionierung der Anleger hat sich normalisiert).

Was **Anleihen** betrifft, so bevorzugen wir nach wie vor **Anleihen mit hohem Rating**, aber auch das weniger hoch bewertete kurzfristige Segment gibt keinen Anlass zur Sorge.

Geldmarktinstrumente stellen nach vielen Jahren wieder eine attraktive Alternative dar, insbesondere **für die defensivsten Allokationen**. Mit annualisierten Renditen von aktuell über 3,0 % (Ester Index zum 31.08.2023, Quelle: Bloomberg) stellt die Geldmarkt-Anlageklasse eine echte Chance dar, vor allem angesichts dessen, dass die Inflation weiterhin rückläufig ist. Das hängt natürlich von der künftigen Entwicklung der Energiepreise ab, die mit dem Wintereinbruch überraschend steigen könnten. Die Meldungen über die Inflation sind schon enttäuschend genug, aber die Auswirkungen auf Anleiheinvestitionen dürften noch schlimmer sein. Geldmarktinstrumente dagegen sind nach wie vor eine bevorzugte Alternative.

Odile CAMBLAIN LE MOLLE, *Head of Balanced Management*

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu.

Veröffentlichung zu Informations- und nicht zu Werbezwecken, bestimmt für nicht-professionelle Kunden im Sinne von MiFID II.

Herausgegeben von La Française, einer Aktiengesellschaft mit Vorstand und Aufsichtsrat mit einem Kapital von 78.836.320 EUR – RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée mit einem Kapital von 17.696.676 EUR – RCS PARIS B 314 024 019 – von der AMF unter der Nummer GP 97-076 zugelassene Vermögensverwaltungsgesellschaft (www.amf-france.org).

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine Anlageempfehlung oder einen Anreiz für eine Anlage an den Finanzmärkten dar. Die geäußerten Einschätzungen spiegeln die Meinung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und stellen keine vertragliche Verpflichtung der La Française Gruppe dar. Diese Einschätzungen können sich innerhalb der Grenzen des Prospekts, der allein verbindlich ist, ohne Vorankündigung ändern. Die La Française Gruppe kann in keiner Weise für direkte oder indirekte Verluste haftbar gemacht werden, die sich aus der Nutzung dieser Veröffentlichung oder der darin enthaltenen Informationen ergeben. Diese Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung der La Française Group (www.la-francaise.com) weder ganz noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden.



LA FRANÇAISE
investing together

Veröffentlichung zu Informations- und nicht zu Werbezwecken, bestimmt für nicht-professionelle Kunden im Sinne von MiFID II.