

Kapitalmarktbrief

Drei Fragen für die zweite Halbzeit

Im Großen und Ganzen lässt sich die Entwicklung von Konjunktur und Kapitalmärkten in der ersten Hälfte des Jahres 2017 wohl als ordentlich bezeichnen. Fast vergessen scheinen inzwischen die durch politische Unwägbarkeiten – Stichwort: „Superwahljahr in Europa“ – hervorgerufenen Sorgenfalten zu Jahresbeginn. Während der ein oder andere den Sommer für eine halbezeitliche Verschnaufpause nutzt, rücken mit Blick auf die zweite Jahreshälfte insbesondere drei Fragen in den Anlegerfokus:

- 1. Behalten die Wachstumskräfte die Oberhand?** Nach wie vor steht die Entwicklung an den Börsen im Zeichen der Erwartung, dass sich die globale Konjunktur auf kurze Sicht beschleunigen wird. Und tatsächlich befindet sich die Weltwirtschaft im Aufschwung. Besonders in den Industrieländern ist die wirtschaftliche Stimmung gut. Aber auch in den Schwellenländern hat sich die konjunkturelle Situation merklich verbessert. Mit einer weiteren Zunahme des Konjunkturtempos ist allerdings nicht durchweg zu rechnen. Vielmehr scheint das Ende weiterer positiver Datenüberraschungen absehbar. Gleichzeitig dürften Länderunterschiede wieder stärker in den Vordergrund rücken. Insbesondere der Euroraum sollte dabei im regionalen Vergleich bis auf Weiteres positiv hervortreten.
- 2. Inflationsanstieg: War's das?** Die Gesamtinflationsraten bewegen sich zwischen temporären Effekten und schleppenden Trends: Während der Inflationsschub durch die im Jahresvergleich höheren Ölpreise wie erwartet allmählich nachlässt, haben sich die sinkenden Arbeitslosenquoten in den großen Industrieländern noch nicht in einem spürbaren Lohnauftrieb niedergeschlagen. Die Notenbankwelt übt sich daher vornehmlich in Geduld. Denn prinzipiell bleibt das Reflationierungsszenario – eine fortschreitende Konjunkturerholung bei moderat steigenden Inflationsraten – intakt.
- 3. Gelingt den Notenbankern ein behutsamer Kurswechsel?** Während der verhaltene Inflationsdruck den Zentralbanken von Washington über Frankfurt bis Tokio bisweilen Kopfzerbrechen bereitet, bleibt ihre Marschrichtung offensichtlich: eine allmähliche Normalisierung der Geldpolitik. Diese ist nicht zu verwechseln mit einer Straffung. So werden in den USA die Zinsen zwar schrittweise



Ann-Katrin Petersen
Vice President
Global Economics &
Strategy

„In der zweiten Jahreshälfte ist das Fingerspitzengefühl aktiver Fondsmanager gefragt.“

Stand: 31.07.17

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	12.118	USA	3 Monate	1,31
Euro Stoxx 50	3.449		2 Jahre	1,35
S&P 500	2.470		10 Jahre	2,29
Nasdaq	6.348	EWU	3 Monate	-0,33
Nikkei 225	19.925		2 Jahre	-0,71
Hang Seng	27.324		10 Jahre	0,48
Währungen		Japan	3 Monate	0,06
USD/EUR	1,173		2 Jahre	-0,11
Rohstoffe			10 Jahre	0,07
Öl (Brent, USD/Barrel)	52,5			

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

Neue Publikation

„ESG – Mehrwert oder Marketing? (Teil 2)“

www.allianzglobalinvestors.de

erhöht, sie bleiben aber gemessen am Preisauftrieb niedrig. Die sich abzeichnende Rückführung der aufgeblähten Zentralbankbilanz wird Jahre in Anspruch nehmen. Im Euroraum wiederum bewegt sich die Europäische Zentralbank (EZB) nur in Trippelschritten in Richtung „QE-Exit“. Ob und in welchem Maße es beim Kurswechsel zu erhöhten Marktschwankungen kommt, hängt insbesondere von einem sorgfältigen Erwartungsmanagement der Notenbanken im Hinblick auf ihre Ausstiegsstrategien ab. Dies hat nicht zuletzt die jüngste Euro-Aufwertung gezeigt.

Verstehen. Handeln.

Was lässt all dies für die Finanzmärkte erwarten? Weltweit dürften die Wachstumskräfte vorerst die Oberhand behalten und den Aktienmärkten Rückenwind liefern. Allerdings drängt der Dreiklang aus einer bisweilen euphorischen Wirtschaftsstimmung, die wenig Luft nach oben lässt, aus Notenbanken, die den kommunikativen Balanceakt zwischen Normalisierung und Straffung zu meistern haben, und aus den gegenwärtig aus dem Blick geratenen politischen Risiken die Frage auf, ob die Allzeittiefs bei Volatilitätsindizes berechtigt sind. In diesem Umfeld ist das Fingerspitzengefühl aktiver Fondsmanager gefragt. Sie können die sich bei Schwankungen und durch Länderunterschiede ergebenden Gelegenheiten beim Schopfe packen.

Nutzen Sie die zweite Halbzeit für Ihr Portfolio, meint Ihre

Ann-Katrin Petersen

Allianz 
Global Investors

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Das „Reflationierungsthema“ – die Erwartung einer fortgesetzten Konjunkturbelebung weltweit gekoppelt mit moderat steigenden Inflationsraten – stützt nach wie vor die Aktienmärkte.
- Allerdings ist in den kommenden Monaten nicht durchweg mit einer Verbesserung der Konjunkturdaten zu rechnen. Darüber hinaus ist eine stärkere Länderdifferenzierung notwendig, nachdem seit Jahresmitte 2016 ein gewisser Gleichlauf bei der Konjunkturdynamik zu erkennen war.
- Mit einer erhöhten Schwankungsbreite ist angesichts der Bewertungssituation einer Reihe von Anlageklassen sowie der höheren wirtschafts- und geopolitischen Unsicherheit nach wie vor zu rechnen.
- Mit der Aussicht, dass die Zentralbanken schrittweise eine Normalisierung ihres geldpolitischen Kurses einleiten (EZB) bzw. diese fortsetzen (Fed), bleibt der Renditeaufwärtsdruck an den Rentenmärkten bestehen.

Aktien Deutschland

- Die deutsche Wirtschaft steht unter Volldampf. Unternehmensumfragen wie das ifo-Geschäftsklima lassen einen schwungvollen Start der Konjunktur in das dritte Quartal 2017 erwarten, auch wenn die „harten“ Konjunkturindikatoren hinter den Verheißungen der „weichen“ Stimmungsindikatoren zurückbleiben dürften.
- Die Kauflaune der Konsumenten wird durch die unverändert robuste Verfassung des Arbeitsmarktes gestützt. Exportorientierte Unternehmen sollten weiterhin Rückenwind von der Weltwirtschaft erhalten. Getrieben von einer weltweit lebhaften Nachfrage nach deutschen Erzeugnissen entwickelt sich die kraftvolle Industriekonjunktur immer mehr zu einem Hauptwachstumsmotor.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt erscheinen deutsche Aktien gem. Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) moderat überbewertet.

Aktien Europa

- Ungeachtet der politischen Herausforderungen hat die Konjunktur des Euroraums an Schwung und Breite gewonnen. Doch scheint das Ende weiterer positiver Datenüberraschungen absehbar.
- Haupttreiber des Wirtschaftswachstums dürfte die Binnennachfrage bleiben. Insbesondere die Investitionen könnten stärker ausgeweitet werden als in den vergangenen Jahren, gestützt durch verbesserte Absatzerwartungen bei weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen. Während die moderat anziehende Teuerungsrate Kaufkraft entzieht, unterstützt die stetig steigende Beschäftigung den privaten Konsum.
- Die britische Konjunktur wiederum dürfte im laufenden Jahr eine langsamere Gangart einlegen. Das schwache Pfund und der damit verbundene importpreisbedingte Inflationsanstieg entziehen reale Kaufkraft – ein Belastungsfaktor für den privaten Konsum. Gleichzeitig dürfte die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Folgen eines EU-Austritts zu einer Investitionszurückhaltung führen.
- Auf Grundlage des zyklusbereinigten Shiller-KGV liegen die Bewertungen des europäischen Aktiensegments moderat über dem langfristigen Durchschnitt. Einzelne europäische Länder zählen jedoch weiterhin zu den attraktiveren Märkten.

Aktien USA

- Die historisch niedrigen Zinsen und die expansive Geldpolitik der US-Notenbank Fed haben dazu beigetragen, dass die

Aktienbewertungen in den USA auf ein hohes Niveau gestiegen sind. Dies reduziert entsprechend das langfristige Renditepotenzial.

- Die Allzeithochs bei US-Aktien werden – zumindest vorläufig – durch solide Konjunkturdaten gestützt, vor allem im Hinblick auf den Arbeitsmarkt. Allerdings befindet sich der Konjunkturzyklus in den USA in einem fortgeschrittenen Stadium, was Bremseffekte erwarten lässt: beispielsweise sinkende Gewinnmargen infolge steigender Löhne.
- US-Standardwerte sind gegenüber Wechselkursschwankungen des US-Dollar stärker exponiert als auf den heimischen Markt ausgerichtete Nebenwerte.

Aktien Japan

- Angeregt durch den schwächeren Yen-Wechselkurs und dank eines günstigeren weltwirtschaftlichen Umfeldes dürften im laufenden Jahr vor allem außenwirtschaftliche Impulse dafür sorgen, dass die japanische Wirtschaft erneut zulegen wird.
- Dagegen bleibt der Lohnauftrieb trotz der guten Arbeitsmarktentwicklung verhalten. Um die Binnenwirtschaft anzukurbeln, hat die Regierung unter Shinzō Abe die für 2017 vorgesehene Mehrwertsteuererhöhung erneut verschoben.
- Alles in allem ist es der „Abenomics“ noch immer nicht gelungen, die Inflation nachhaltig auf einen aufwärtsgerichteten Pfad zu bringen. Die Bank of Japan dürfte daher bis auf Weiteres an ihrem Kurs der „quantitativen und qualitativen Lockerung mit Kontrolle der Renditekurve“ festhalten.
- Die Kurse japanischer Aktien bleiben eng an die Entwicklung des Yen geknüpft.

Aktien Schwellenländer

- In den Schwellenländern stehen die Zeichen unverändert auf „moderate Wachstumsbeschleunigung“. Verantwortlich hierfür sind vor allem die fortgesetzt lockere Wirtschafts- und Finanzpolitik in China sowie die konjunkturelle Stabilisierung in den beiden Schwergewichten Brasilien und Russland. Hierzu hat auch die jüngste Rohstoffpreiserholung beigetragen.
- Risiken bleiben jedoch bestehen. Denn die expansive Konjunkturpolitik geht in einer Reihe von Emerging Markets mit wachsenden Ungleichgewichten einher, insbesondere mit einer hohen und steigenden Privatverschuldung sowie mit inflationären Immobilienpreisen. Weniger belastend wirkte dagegen zuletzt der US-Dollar, da sich der Schuldendienst für die vielfach auf Dollar lautenden Kredite in heimischer Währung vergünstigt hat.

- Die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien bleiben gemessen am Shiller-KGV vergleichsweise attraktiv.
- Wenn auch eine taktische Übergewichtung der Schwellenländer ratsam erscheint, sollten längerfristig orientierte Anleger dort eine neutrale Positionierung einnehmen.

Branchen

- Mittelfristig dürften moderat steigende Anleihenrenditen und (Kern-)Inflationsraten zyklisch orientierte Sektoren begünstigen, vor allem Finanzwerte.
- Aufgrund der teils ambitionierten Bewertungen könnte eine nachlassende Konjunkturdynamik einen Belastungsfaktor für Industrierwerte darstellen.
- Strukturell empfiehlt sich unverändert der Dividendenstil. Denn in einem Umfeld insgesamt kraftloser langfristiger Wachstumsperspektiven bleiben Dividenden ein wichtiger Faktor für Aktienreturns.

Investmentthema

- **Künstliche Intelligenz (KI) ist überall.** Sie ist Alltag und wird weiter an Raum gewinnen.
- Die Lernfähigkeit der Maschinen wird verbunden mit einer schier unbegrenzten Fähigkeit der Datenverarbeitung – dank preiswerter Speicherkapazitäten, Cloud-Lösungen und weiter steigenden Prozessorgeschwindigkeiten.
- Daten und Rechnerleistung lassen Strukturen im bisher Unstrukturierbaren erkennen und ermöglichen neue Anwendungen. Beispiele sind das Gesundheitswesen, das „Smart Home“ oder auch selbstfahrende Autos.
- KI steckt auch hinter jener Entwicklung, die „Industrie 4.0“ oder auch „4. Industrielle Revolution“ genannt wird.

Anleihen Euroraum



- Der Ausstieg der EZB aus ihren geldpolitischen Sondermaßnahmen dürfte behutsam und über einen lang gestreckten Zeitraum erfolgen. So gibt es inzwischen zwar überzeugendere Argumente für ein „Tapering“, der Rat dürfte die Käufe von Vermögenswerten (QE) aber voraussichtlich frühestens 2018 schrittweise drosseln (*siehe auch unseren jüngsten QE Monitor*).
- Aus Anlegerperspektive setzt sich insgesamt das Kräfterennen an den Euro-Rentenmärkten fort: Während die kurzen Laufzeiten durch die EZB-Negativzinspolitik verankert bleiben, übt die kontinuierliche Wertpapiernachfrage des Eurosystems auch weiterhin einen Abwärtsdruck in den längeren Laufzeitbereichen aus. Anleger sollten jedoch Renditetreiber wie den US-Leitzinserhöhungszyklus, das zu erwartende Ende von QE, die allmählich anziehenden Inflationsraten und den Konjunkturaufschwung im Euroraum im Blickfeld behalten – auch wenn es nicht zu einem kräftigen Renditeausbruch nach oben kommen dürfte.
- Peripherie-Staatsanleihen in der Eurozone werden durch die expansive Geldpolitik der EZB unterstützt, bleiben aber anfällig für politische Risiken.

Anleihen international



- Die US-Notenbank Fed hat im Juni 2017 das Zielband für die Fed Funds Rate bereits zum vierten Mal auf nunmehr 1,00 % bis 1,25 % angehoben. Im späteren Jahresverlauf dürfte sie die schrittweise Rückführung ihrer billionenschweren Bilanz einleiten. Nach Analysen der Kansas City Fed wirkt eine

Bilanzverkürzung in Höhe von 675 Mrd. US-Dollar gestreckt über zwei Jahre ähnlich einer Zinserhöhung von 25 Basispunkten.

- Die US-Regierung dürfte weiterhin bemüht sein, eine substantielle Steuersenkung umzusetzen. Trotz der verzögerten Umsetzung von „Trumpnomics“ sollte eine voraussichtlich expansivere US-Fiskalpolitik in Kombination mit einer restriktiveren Geldpolitik den zyklischen Anstieg der US-Staatsanleihenrenditen weiter fördern. Aus fundamentaler Sicht bleiben US-Treasuries zu teuer.

Anleihen Schwellenländer



- Strukturelle Belastungsfaktoren (z. B. ein hoher Verschuldungsgrad, ein nachlassendes Wachstumspotenzial in vielen Schwellenländern sowie protektionistische Tendenzen in den USA) haben den säkularen Ausblick für Staatsanleihen der aufstrebenden Staaten eingetrübt.
- Des Weiteren belasten Erwartungen an eine mittelfristig weniger expansive Geldpolitik in den USA diese Assetklasse. Demgegenüber konnte sich das konjunkturelle Umfeld zuletzt stabilisieren – allerdings nicht in der Breite über die gesamte Ländergruppe hinweg.
- Im Unterschied zu vielen entwickelten Ländern sind die realen Renditen von Staatsanleihen aus Schwellenländern in lokaler Währung im Schnitt deutlich positiv.

Unternehmensanleihen



- Die Bonitäts- und Liquiditätsprämien von Euro-Unternehmensanleihen im Bereich Investment Grade spiegeln eine weitgehend angemessene Bewertung wider. Dagegen sind Hochzinspapiere aus dem Euroraum vergleichsweise teuer.
- Unter Berücksichtigung der Ausfallraten in der Vergangenheit könnten Unternehmensanleihen aus den USA leicht überbewertet sein. Bonitäts- und Liquiditätsprämien spiegeln dagegen eine weitgehend angemessene Bewertung wider.
- Aktienrückkäufe, die über zinsgünstiges Fremdkapital finanziert wurden, haben in den USA zu einem Wiederanstieg der Verschuldung im privaten Sektor geführt. Dies stellt in struktureller Hinsicht ein mögliches Risiko in einem Umfeld steigender Zinsen dar.

Währungen

- Insgesamt befindet sich das internationale Währungsgefüge weiterhin im Wechselspiel von Rohstoffpreisen und auseinanderdriftender Geldpolitik.
- Der Wechselkurs Euro/US-Dollar hat seine seit Frühjahr 2015 bestehende Handelsspanne nach oben verlassen. Zwar stützt aus fundamentaler Perspektive die Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen unverändert den US-Dollar. Währungsspekulanten haben ihre Long-Positionen im US-Dollar jedoch merklich reduziert. Neben den von Marktteilnehmern bisweilen „falkenhaft“ interpretierten Signalen seitens der EZB verleihen der fortgesetzte Konjunkturaufschwung im Euroraum und die nachlassende Wahrnehmung politischer Risiken dem Euro augenscheinlich Rückenwind.
- Hohe Schwankungen und ein Abwertungsrisiko dürften vorerst ständige Begleiter des britischen Pfunds bleiben. Gemessen an der Zinsdifferenz erscheint das britische Pfund zwar angemessen bewertet. In Anbetracht der stark defizitären Leistungsbilanz und womöglich nachgebender Kapitalzuflüsse infolge der Brexit-bedingten Unsicherheit besteht jedoch das Risiko einer weiteren Abschwächung.

Weitere Literatur von Global Capital Markets & Thematic Research:

Verpassen Sie auch nicht unsere Podcasts:
www.allianzgi.de/podcast

AI & das 2. Maschinenzeitalter

ESG

Aktives Management

Vermögensaufbau – Risikomanagement – Multi Asset

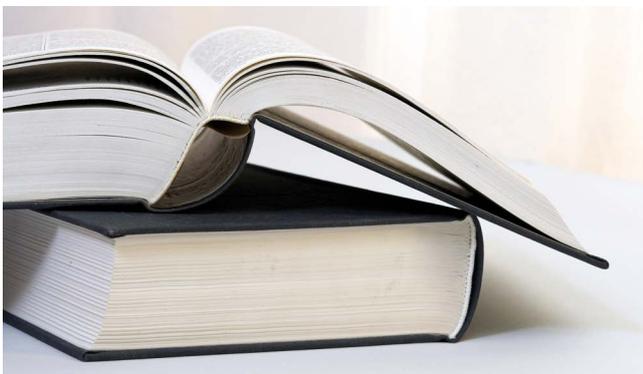
Niedrigzinsphase

Anlagestrategie und Investment

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

Alternatives

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
<http://www.allianzglobalinvestors.de>



Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Reuters.

Impressum

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstraße 42-44
60323 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Stefan Scheurer (st)

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück. Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich - ohne Mitteilung hierüber - ändern.

Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung; herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.de, einer Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland, mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstraße 42-44, D-60323 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 9340, zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.