

Kapitalmarktbrief

Die Segel in den Wind der Veränderungen stellen

Unser Investment Forum gleich im Januar (traditionell in Hongkong) war auch 2019 wieder das erste Highlight des Jahres. Ich bin immer wieder beeindruckt mit welcher Intensität unsere Chef-Anlagemanager („Chief Investment Officer“), Strategen, Volkswirte, Analysten und Produkt-Spezialisten die strukturellen Veränderungen in der Welt diskutieren, ohne dabei die Erfordernisse für die taktische Allokation aus dem Blick zu verlieren. Die „Winds of Change“ wehen dabei sehr wechselhaft aus dreierlei Richtung:

- Immer wieder für Gegen- aber auch für Rückenwind gut ist die Geo-Politik, und hier besonders der von den USA initiierte Handelskonflikt. Dabei geht es um mehr als nur um Leistungsbilanzüberschüsse. Es geht um die politische, aber auch die technologische Dominanz in einer multipolaren Welt. Das wird nicht nur an Chinas neuer Seidenstraße deutlich, sondern auch an dessen Plänen, bis 2025 zum führenden Hersteller in zehn Schlüsseltechnologien zu werden. Die Robotik gehört ganz vorn mit dazu.
- Vor diesem Hintergrund wirken die Konjunktursorgen fast schon kurzsichtig. Aber auch diese sind mit der „schöpferischen Disruption“ aufs Engste verbunden, während gleichzeitig die weltweit gestiegenen Schuldenberge auf dem längerfristigen Ausblick lasten.
- Geldpolitik und der Trend der Reflationierung dürfen da nicht fehlen. Steigende Zinsen läuten zwar das Ende der finanziellen Repression ein, da sie die Refinanzierung von Schulden verteuern. Sie geben aber auch das klare Signal, dass Schulden abgebaut werden müssen. Wenn die Zinstreppe nach oben führt, ist die Tragfähigkeit der Refinanzierung schnell gefährdet. Steigende



Hans-Jörg Naumer
Global Head of
Capital Markets &
Thematic Research
Allianz Global Investors

Das Ende der Sorglosigkeit ist der Beginn eines neuen Realismus. Dieser neigt latent schon wieder zu stark zum Pessimismus, da er das positive Überraschungspotenzial ausblendet.

Datum: 25.1.2019

| Aktienindizes | | Zinsen in % | | |
|------------------------|--------|-------------|----------|-------|
| DAX | 11.282 | USA | 3 Monate | 2,75 |
| Euro Stoxx 50 | 3.153 | | 2 Jahre | 2,56 |
| S&P 500 | 2.665 | | 10 Jahre | 2,71 |
| Nasdaq | 7.165 | EWU | 3 Monate | -0,31 |
| Nikkei 225 | 20.649 | | 2 Jahre | -0,59 |
| Hang Seng | 27.577 | | 10 Jahre | 0,12 |
| Währungen | | Japan | 3 Monate | 0,07 |
| USD/EUR | 1,135 | | 2 Jahre | -0,16 |
| Rohstoffe | | | 10 Jahre | 0,01 |
| Öl (Brent, USD/Barrel) | 61,5 | | | |

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktiefonds

Neue Publikation

„Active is: Kapitaleinkommen mit Dividenden erzielen“

www.allianzglobalinvestors.de

Zentralbankzinsen schieben nicht zuletzt auch der Inflationierung der Vermögenspreise einen Riegel vor. Das ist ein wichtiger, aber in der aktuellen Debatte – gerade um die Geldpolitik der US-Zentralbank Federal Reserve sowie der Europäischen Zentralbank – gern vergessener Aspekt

Es wird also kaum ruhiger an den Kapitalmärkten. Gut nur, dass die lange Phase der Sorglosigkeit („Complacency“) einem neuen Realismus gewichen ist. Dieser neigt latent schon wieder zu stark zum Pessimismus, da er das positive Überraschungspotenzial ausblendet.

Halten Sie Kurs,

Hans-Jörg Naumer

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Das konjunkturelle Bild einer ruhiger werdenden Konjunktur hat sich über die letzten Wochen fortgeschrieben.
- Gleichzeitig verlor die Auftriebstermik der Geldpolitik für die risikoreicheren Vermögensklassen an Kraft.
- Das Ende der Sorglosigkeit ist der Beginn eines neuen Realismus, der nicht nur der Blasenbildung vorbeugt, sondern gleichzeitig die Bewertungen insgesamt realistischer erscheinen lässt – auch wenn sich noch nicht alle Segmente des Aktienmarktes als fair oder sogar attraktiv gepreist zeigen.
- Die durchschnittliche Marktrendite „Beta“ als Teilkomponente des Gesamtertrags dürfte bei den vorherrschenden Bewertungen und dem Konjunkturausblick in Zukunft niedriger ausfallen. Während einer gleichzeitig zu erwartenden höheren Volatilität richtet sich der Blick immer stärker auf den Zusatzertrag aus Managementleistung, das „Alpha“. Alpha, sei es aus der Titelselektion oder sei es aus der Allokation der Vermögensklassen, die sich auf schnelle Wechsel der Windrichtung einstellen muss.
- Insgesamt liegt ein vorsichtigeres Herangehen bei der Investitionsentscheidung nahe.

Aktien Deutschland

- In Deutschland lässt die Konjunkturdynamik nach. Beim ZEW-Konjunkturklimaindex hat sich die Situationseinschätzung verschlechtert. Die Erwartungen haben sich dagegen verbessert. Durch das positive Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) im vierten Quartal 2018 konnte auch die technische Rezession vermieden werden.
- Die Kauflaune der Konsumenten wird durch die ausgezeichnete Arbeitsmarktlage sowie kräftige Lohnzuwächse gestützt. Das könnte die Binnennachfrage als Haupttreiber des Wirtschaftswachstums in Deutschland stützen, obwohl außenwirtschaftliche Abwärtsrisiken durch den schwelenden Handelskonflikt zuletzt gestiegen sind.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt sind die Bewertungen deutscher Aktien nach den Kursrückgängen der letzten Wochen merklich attraktiver geworden.

Aktien Europa

- Die konjunkturelle Dynamik in der Eurozone lässt nach, ohne dass schon ein unterer Wendepunkt zu erkennen ist. Dies zeigt sich am PMI-Einkaufsmanagerindex, der hoch korreliert mit dem BIP ist und weiter sinkt.
- Die Wirtschaft Großbritanniens befindet sich seit längerem in einer Phase der strukturellen Wachstumsverlangsamung. Der „Brexit“ bleibt eine fortlaufende Quelle der Verunsicherung, die auch in den nächsten Monaten auf der britischen Wirtschaft lastet. Das Ende der EU-Mitgliedschaft (29. März) rückt näher. Und noch lässt sich ein „harter Brexit“ nicht ausschließen, was vor allem für die britische Wirtschaft äußerst nachteilig wäre.
- Gemessen an den Zyklus bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnissen nach Shiller sind die europäischen Aktienmärkte wieder deutlich attraktiver bewertet.

Aktien USA

- Die US-Wirtschaft kann als Konjunkturmotor der Welt bezeichnet werden, allerdings lässt auch hier das Konjunkturmomentum etwas nach.
- Der Arbeitsmarkt sollte den Konsum weiter unterstützen. Jedoch wirkt der „Shutdown“, die Schließung öffentlicher Einrichtungen in Folge des Budgetstreits, belastend.
- Die Gewinndynamik der Unternehmen und das Konjunkturbild zeigen die USA als den anderen Regionen überlegen. Die Gewinnentwicklung dürfte aber ihren Gipfel überschritten haben.

Aktien Japan

- Ungeachtet der positiven Dynamik der Verbraucherpreise scheint es nach wie vor noch zu früh zu sein, um von einer nachhaltigen Verbesserung der Teuerungsrate in Japan zu sprechen. Denn der Ausblick der Kerninflation bleibt verhalten. So dürfte die Bank of Japan ihren extrem expansiven geldpolitischen Kurs beibehalten.
- Der Unternehmenssektor in Japan investiert zu wenig, was auf mittlere Sicht nachteilig für den Wachstumsausblick ist.
- Erfreulich ist der stabile Arbeitsmarkt, der auch zu Lohnwachstum führt. Das dürfte die im Oktober anstehende Mehrwertsteuererhöhung abfedern.

Aktien Emerging Markets

- Chinas reales Wirtschaftswachstum für 2018 fiel auf 6,6 % j/j – das niedrigste Wachstum seit 1990. Mit Blick auf die jüngste Wachstumsdynamik fielen Chinas Wirtschaftsdaten gemischt aus: Die nominalen Einzelhandelsumsätze verbesserten sich leicht. Der Zuwachs der Investitionen blieb unverändert, während das Wachstum im Bereich der Immobilien-Investitionen weiter nachließ.
- Fundamental werden die Aktienmärkte der Schwellenländer von der Dollaraufwertung, dem Handelskonflikt und speziellen Länderrisiken belastet. Auch die sich langsam abschwächende Konjunkturdynamik in den Industrieländern hilft nicht. Stabilisierungsfaktoren könnten zunächst von der Dollarseite kommen.

Branchen

- In der spätzyklischen Phase des Aktienzyklus liegt es nahe, generell das Risiko zu reduzieren.
- Einige der Gewinner-Sektoren/-Stile der letzten Jahre (vor allem die Wachstumswerte „Growth“ und Technologie) sehen bewertungsseitig anfällig aus.
- Eine extrem defensive Positionierung in Vorbereitung auf eine unmittelbar bevorstehende Rezession erscheint aber verfrüht.

Investmentthema: Dividenden

- Historisch betrachtet liefern Dividenden einen signifikanten Beitrag zur Gesamtrendite von Aktien und entwickeln sich dabei stetiger als die Unternehmensgewinne. Das wirkt insgesamt stabilisierend für das Depot.
- Aktien von Unternehmen, die Dividenden ausschütten, haben sich dabei in der Vergangenheit als weniger schwankungsanfällig erwiesen als Aktien von Unternehmen, die nicht ausschütten.
- Wie sich bei der Gegenüberstellung globaler Anleihen- und Dividendenrenditen zeigt, können Dividenden gerade in Zeiten äußerst niedriger, wenn nicht sogar negativer Anleihenrenditen eine attraktive Quelle für Kapitaleinkommen sein.

Euro Renten

- Die Staatsanleihenrenditen in der Eurozone (Kernländer) sollten im Kontext von Geldpolitik und Reflationierung moderat steigen. Eine Verkürzung der Laufzeiten liegt daher nahe.
- Die Märkte spielen derweil allerdings ein Geradeausfahren der Europäischen Zentralbank in diesem Jahr und erwarten den ersten Zinsschritt erst 2020.
- Die Staatsanleihen der Peripherie-Länder der Eurozone bleiben durch politische Risiken belastet. Der Haushaltsstreit der EU-Kommission mit Italien wurde zwar fürs Erste beigelegt, aber der Grund nicht behoben.

Renten International

- Der zyklische Anstieg der Staatsanleihenrenditen in den USA im Zuge der Veränderung des „US-Policy Mix“ (restriktivere Geldpolitik/expansivere Fiskalpolitik) und auf Grund ambitionierter Bewertungen dürfte sich fortsetzen.
- Der Verflachungstrend der US-Renditekurve sollte weiterhin anhalten.
- Die Geldmärkte zeigen sich von einer zu entspannten Seite, da sie keinerlei Zinsanhebungen der Federal Reserve mehr für dieses Jahr erwarten.
- Die Renditen in Japan dürften unverändert niedrig bleiben.

Renten Emerging Markets

- Strukturelle Belastungsfaktoren (z. B. ein hoher Verschuldungsgrad und 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 eine Vielzahl länderspezifischer Risiken (u. a. Argentinien, Brasilien, Türkei) und Erwartungen auf eine mittelfristig weniger expansive Geldpolitik in den USA die Assetklasse.

Unternehmensanleihen

- Investment Grade- und High Yield-Anleihen bewegen sich im Spannungsfeld zwischen akkommodierender Geldpolitik und soliden Kreditkennzahlen einerseits und einem herausfordernden mikroökonomischen Umfeld sowie ambitionierter Bewertung andererseits.
- Die impliziten Ausfallwahrscheinlichkeiten von US-Unternehmensanleihen stehen deutlich über den durchschnittlichen kumulierten Ausfallraten der Vergangenheit. Allerdings liegt die Differenz zwischen beiden Größen (Näherungswert für die „reine“ Kreditrisiko- und Liquiditätsprämie) für Hochzinsanleihen und Investment Grade-Anleihen unterhalb ihres langfristigen Durchschnitts. Auf Basis dieser Analyse erscheinen beide Segmente weiterhin überbewertet.
- „Reine“ Kreditrisiko- und Liquiditätsprämien (geschätzt auf Basis marktbasierter impliziter vs. historisch kumulierter Ausfallraten) indizieren eine weitgehend faire Bewertung von Euro-Unternehmensanleihen (Investment Grade) und eine weiterhin ambitionierte Bewertung von Euro-High Yield.

Währungen

- Mittelfristig ist von einem schwächeren US-Dollar auszugehen. Gründe dafür sind die hohe Bewertung und die Erwartung eines ansteigenden „Zwillingsdefizits“ (höheres Budget- und Leistungsbilanzdefizit), die Druck auf den US-Dollar ausüben sollten.
- Überraschungspotenzial birgt die Geldpolitik. Aktuell werden keine Zinsschritte mehr für dieses Jahr erwartet. Das dürfte sich als zu taubenhaft herausstellen. Kommt es hier also zu einem Richtungswechsel der Erwartungen, wäre das eine Unterstützung für den „Greenback“.

Weitere Analysen

AI & das 2. Maschinenzeitalter

ESG

Aktives Management

Vermögensaufbau – Risikomanagement – Multi Asset

Anlagestrategie und Investment

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

Alternatives



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)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter:
www.allianzglobalinvestors.de



Allianz Global Investors
www.twitter.com/AllianzGI_DE

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.