

# Kapitalmarktbrief

## Vorsicht ist die Mutter der Porzellanbox

Die letzten Wochen hätten an den Aktienmärkten kaum besser laufen können. Spätestens seit sich die Märkte auf eine zumindest vorübergehend lockerere Geldpolitik der US-Zentralbank Fed eingestellt haben, geht es im Trend nach oben. Der Rücksetzer vom Dezember ist da fast vergessen.

Aussichten auf einen „Deal“ im Handelsstreit zwischen den USA und China, aber auch die wohl begründeten Hoffnungen, dass es in den Vereinigten Staaten nicht noch einmal zu einem „Shutdown“ kommt und Regierungsangestellte wegen des Budgetstreits auf der Straße stehen, ließen die Risikofreude steigen. Verständlich. Wenn Unsicherheiten verschwinden und die Planbarkeit steigt, lässt es sich besser investieren.

Investitionen sind besonders im aktuellen Konjunkturfeld sehr willkommen, denn auch während der letzten Wochen kamen die Konjunkturindikatoren eher schwächer herein. Und genau das nachlassende Konjunkturmomentum dürfte uns in den nächsten Wochen einholen. Dies umso mehr, als auch die Berichtssaison zu den Unternehmensgewinnen durchwachsen verlief und die Analysten ihre Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate nach unten revidiert haben.

Die Verlangsamung des Wachstums der globalen Geldmenge deutet darauf hin, dass die Konjunktur in diesem Jahr einen Gang zurückschaltet, wobei es hier zu ersten Anzeichen einer Stabilisierung kam. Auch für die USA schwächten sich die Konjunktursignale zuletzt ab.

Nicht zu vergessen: Die geopolitischen Risiken bleiben auf der Bildfläche. Der „Brexit“ tritt in die entscheidende Phase ein. Die Europawahlen rücken näher und es zeichnen sich unklare Mehrheitsverhältnisse ab. Gleichzeitig wurden Befürchtungen bzgl. einer möglichen Herabstufung der Bonität Italiens lauter.



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

**Die Rallye an den Aktienmärkten der letzten Wochen erscheint als überraschend stark. Das passt nicht zu den Konjunkturindikatoren und den verbleibenden geopolitischen Risiken.**

**Datum: 22.2.2019**

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	11.458	USA	3 Monate	2,65
Euro Stoxx 50	3.281		2 Jahre	2,54
S&P 500	2.793		10 Jahre	2,69
Nasdaq	7.528	EWU	3 Monate	-0,31
Nikkei 225	21.528		2 Jahre	-0,56
Hang Seng	28.959		10 Jahre	0,13
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,133		2 Jahre	-0,18
			10 Jahre	-0,04
Rohstoffe				
Öl (Brent, USD/Barrel)	67,3			

### Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

#### Neue Publikation

„Aktives Management“

[www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)

In Spanien kommt es zu vorgezogenen Neuwahlen im April, und damit zum dritten Wahlgang innerhalb von vier Jahren. Aufgrund der stark fragmentierten politischen Landschaft ist der Ausgang der Wahl offen und das Risiko einer erneut instabilen Minderheitsregierung hoch. Im Gegensatz zu Italien ist die Wahrscheinlichkeit jedoch groß, dass eine neue Koalition von einer nicht-populistischen Partei angeführt wird. Die Aussicht auf ein konservativ-liberales Bündnis könnte von den Märkten begrüßt werden.

Die Rallye der letzten Wochen erscheint als überraschend stark. Das passt nicht zu den Konjunkturindikatoren, was das Risiko eines erneuten Rücksetzers am Markt erhöht.

Vorsicht ist die Mutter der Porzellanbox, meint

Hans-Jörg Naumer

## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Seit Monaten lässt die Wachstumsdynamik nach, inzwischen auch in den USA. Die Wahrscheinlichkeit für eine globale Wachstumsabkühlung nimmt zu.
- Politische Unsicherheiten bestehen weiter. Mit den Neuwahlen in Spanien und den Wahlen zum Europaparlament rückt der „alte Kontinent“ stärker in den Fokus.
- Das Bewertungsbild ist uneinheitlich. Staatsanleihen und US-Aktien sind hoch bewertet, europäische Aktien und Aktien der Schwellenmärkte dagegen moderat.
- Der Ausblick auf eine lockerere Geldpolitik der Federal Reserve (Fed) und der Europäischen Zentralbank wirken dabei stützend für die risikobehafteteren Vermögensklassen.
- Anleger sollten sich in diesem Kontext auf mittelfristig steigende Anleihenrenditen und erhöhte Kursschwankungen an den Aktienmärkten einstellen.

### Aktien Deutschland

- In Deutschland lässt die Konjunkturdynamik nach. Durch das positive Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) im vierten Quartal 2018 konnte eine „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 Europa lässt weiter nach. Mit den Neuwahlen in Spanien, der Ausgabenfreude der italienischen Regierung und den Wahlen zum Europäischen Parlament sind die politischen Unsicherheiten gestiegen.
- In Sachen „Brexit“ kommt es in diesem Monat zum „Schwur“. Es muss sich entscheiden, ob es ein „harter“, ein „softer“ oder ein zeitlich nach hinten gerückter Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union wird.
- Die jüngsten Konjunkturdaten für Großbritannien zeigen derweil, dass die mit dem „Brexit“ verbundenen Unsicherheiten der Konjunktur schaden. Besonders die Investitionen sind zurückgegangen, wie die jüngsten Daten zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) 2018 zeigen. Gleichzeitig kam es zu erhöhter Lagerhaltung verbunden mit steigenden Importen. Auch das ein Anzeichen der Vorsorge vor dem Ungewissen.
- Gemessen an den Zyklus bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnissen nach Shiller sind die europäischen Aktienmärkte wieder deutlich attraktiver bewertet. Die Dividendenrendite ist im globalen Vergleich unerreicht hoch.

### Aktien USA

- Die US-Wirtschaft kann als Konjunkturmotor der Welt bezeichnet werden, allerdings lässt auch hier das Konjunkturmomentum zuletzt etwas nach. Die expansiven Effekte der US-Steuerreform laufen aus.
- Die Finanzmärkte preisen die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA in den kommenden 12 Monaten ein. Sie erwarten, dass die Fed in diesem Jahr keine Zinsanhebungen mehr vornimmt.
- 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

- Die Frühindikatoren schwächten sich sowohl in Japan als auch global ab, was auf die Umsatz- und Gewinndynamik drücken dürfte. Insgesamt sind derzeit beim japanischen Markt keine Vorzüge gegenüber globalen Aktien zu sehen.
- 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 fortführen, insbesondere um die Inflationserwartungen im Vorfeld der anstehenden Mehrwertsteuererhöhung (Okt. 2019) aufrechtzuerhalten.
- Der Unternehmenssektor in Japan investiert zu wenig, was den Wachstumsausblick auf mittlere Sicht belastet. Die Leistungsbilanz profitiert von einem relativ schwachen Yen.

### Aktien Emerging Markets

- Chinas reales Wirtschaftswachstum für 2018 fiel auf 6,6 %, das niedrigste Wachstum seit 1990. Strukturell betrachtet steuert der Konsum ca. 75 % zum realen BIP-Wachstum bei, Investitionen machen 32 % aus, während der (Netto-) Außenbeitrag das Wachstum um knapp 9 % schmälert. In Summe dürften die jüngsten Aktivitätsdaten mit ihrer nachlassenden Wachstumsdynamik weiter Druck auf die Regierung bzw. die Notenbank ausüben, fiskalisch wie auch monetär die chinesische Konjunktur zu unterstützen.
- 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.
- An den Geldmärkten dieser Ländergruppe spiegelt sich der unterstellte Schwenk bei der Geldpolitik der US-Zentralbank wider, in dem Zinssenkungen an den Geldmärkten eingepreist sind.

### 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

- Die Geldmärkte zeigen sich von einer entspannten Seite, da sie keinerlei Zinsanhebungen der Federal Reserve mehr für dieses Jahr erwarten. Wir stellen uns aber unverändert auf Zinsschritte der Fed noch in diesem Jahr ein.
- Die Renditen in Japan dürften konstant niedrig bleiben.

## Renten Emerging Markets

- Die Rentenmärkte der aufstrebenden Staaten bleiben vornehmlich getrieben vom US-Dollar.
- Seit Anfang des Jahres sind wieder vermehrt Investorengelder in diese Anlageklasse geflossen – ein erster Zwischenstopp nach den vorherigen Abflüssen. Das dürfte auch mit der Erwartung zusammenhängen, dass es zu einer Entspannung im Handelsstreit kommt.
- Das Wachstumsmomentum ist im Vergleich zu den Industriestaaten robuster und bewegt sich auf einem höheren Niveau.
- Gegenwind kann von der geo-politischen Seite kommen, wenn sich der Handelskonflikt wieder verschärft.

## 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

- Gemäß shauseigenen langfristigen Gleichgewichtsmodells zu den Wechselkursen ist die fundamentale Unterbewertung vieler Währungen (vor allem aus den Schwellenländern) gegenüber dem US-Dollar weiter signifikant.
- Der US-Dollar erscheint entsprechend als überbewertet. Fiskaldefizit und Konjunkturmomentum sowie die Erwartungen einer lockeren Geldpolitik dürften ihn zumindest kurzfristig schwächen. Zumal auch die Spekulanten bereits hohe Positionen auf eine Dollaraufwertung aufgebaut haben – was häufig ein Kontraindikator ist.
- Das britische Pfund bleibt das „Fieberthermometer“ in Sachen „Brexit“. Je größer die politische Unsicherheit in Großbritannien, desto schwächer handelt es – und vice versa. Eine dauerhafte Aufwertung des aus unserer Sicht unterbewerteten britischen Pfunds setzt eine Entscheidung in der „Brexit“-Frage voraus.

## 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](http://www.allianzglobalinvestors.de)



Allianz Global Investors  
[www.twitter.com/AllianzGI\\_DE](https://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](http://www.allianzgi.de), einer Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland, mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstrasse 42-44, D-60323 Frankfurt am Main, eintragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 9340, zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.