

Kapitalmarktbrief

Konjunktur-Frühling mit politischen Risiken und Nebenwirkungen

Pünktlich zum Start des „Wonnemonats“ Mai bestimmen ganz verschiedene Stimmungslagen die Börsen. Auf dem **politischen** Boden will sich nur zögerlich eine frühlingshafte, unbeschwerte Stimmung ausbreiten. Zwar sind die ersten spitzen Stolpersteine des europäischen „Superwahljahres 2017“ überwunden. Doch sorgen die überraschend vorgezogenen Parlamentswahlen in Großbritannien am 8. Juni für erneute politische Unsicherheit, nachdem die Briten Ende März wie erwartet den Scheidungsantrag von der Europäischen Union eingereicht hatten. Ob sich ein möglicherweise gestärktes Mandat der Premierministerin Theresa May als „Game-Changer“ für die wohl zähen „Brexit“-Verhandlungen entpuppt, bleibt abzuwarten. In den USA wiederum kämpft Präsident Donald Trump mit innenpolitischen Widerständen, die die Umsetzung seiner Agenda verzögern.

Dagegen scheint sich zumindest die **Weltwirtschaft** zum Frühlingsbeginn ein Beispiel an der Natur zu nehmen: In nahezu allen wichtigen Regionen sprießt und gedeiht das Pflänzchen Konjunktur beständig. Allerdings sind die „weichen“ Stimmungsindikatoren den „harten“ Konjunkturdaten enteilt – dieses Phänomen gilt insbesondere für die USA. Während also die Stärke des Wachstumssignals für die US-Wirtschaft mit einem Fragezeichen behaftet ist, bleibt unsere Erwartung an ein Aufblühen der Weltwirtschaft leicht über Potenzialwachstum bis auf Weiteres unterstützt. Gleichzeitig ist aber in den kommenden Monaten nicht durchweg mit einer weiteren Entfaltung des Konjunkturtempo zu rechnen.

Ein Umfeld, in dem die großen **Zentralbanken** zumindest nicht erneut expansiv nachlegen dürften. So signalisierte die US-Notenbank Fed jüngst sowohl weitere Leitzinserhöhungen als auch, dass sie „im späteren Jahresverlauf“ die Normalisierung der Größe und Zusammensetzung ihrer billionenschweren Bilanz einleiten könnte. Reinvestitionen bei auslaufenden US-Staatsanleihen wie auch bei hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS) sollen gedrosselt oder beendet werden. Damit verdichten sich die Anzeichen auf einen Höhepunkt der globalen Notenbankliquidität in der ersten Jahreshälfte 2018.



Ann-Katrin Petersen
Vice President
Global Capital Markets &
Thematic Research

Zumindest die Weltwirtschaft nimmt sich zum Frühlingsbeginn ein Beispiel an der Natur.

Stand: 27.04.17

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	12.444	USA	3 Monate	1,17
Euro Stoxx 50	3.567		2 Jahre	1,26
S&P 500	2.389		10 Jahre	2,31
Nasdaq	6.049	EWU	3 Monate	-0,33
Nikkei 225	19.197		2 Jahre	-0,73
Hang Seng	24.615		10 Jahre	0,35
Währungen		Japan	3 Monate	0,06
USD/EUR	1,088		2 Jahre	-0,20
Rohstoffe			10 Jahre	0,02
Öl (Brent, USD/Barrel)	50,7			

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

Neue Publikation

„Aktives Management in Zeiten der Disruption“

www.allianzglobalinvestors.de

Was lässt dies für die Finanzmärkte erwarten?

- Das beherrschende **„Reflationierungsthema“** stützt gegenwärtig weiterhin die Aktienmärkte. Allerdings dürfte der Schub durch die im Jahresvergleich höheren Ölpreise und positive Überraschungen bei den Konjunkturdaten allmählich nachlassen.
- Mit gestiegenen Inflationsraten und der Aussicht, dass die Zentralbanken schrittweise eine Normalisierung ihres geldpolitischen Kurses einleiten (Europäische Zentralbank) bzw. diese fortsetzen (Fed), bleibt der **Renditeaufwärtsdruck** an den Rentenmärkten bestehen, insbesondere in den USA. Durationsrisiken bei Anleihen sollten daher im Blick behalten werden.
- Die Politik bleibt ein zentrales Thema für Investitionen. In Europa könnte das Superwahljahr für Überraschungen und zeitweise **schwankungsreiche Finanzmärkte** sorgen – günstige Wahlergebnisse bieten aber auch Chancen. In den USA nehmen die Zweifel an der Wirksamkeit der – grundsätzlich dollarpositiven – „Trumponomics“ zu.

Was gibt es im Frühling Schöneres, als unerwünschtem Wildwuchs mit einem bunt gemischten Blumenbeet zu trotzen? Das gilt auch bei der Kapitalanlage, 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 anziehenden Inflationsraten – stützt nach wie vor die Aktienmärkte.
- Allerdings dürfte der Inflationsschub durch die im Jahresvergleich höheren Ölpreise allmählich nachlassen. Auch konjunkturell ist in den kommenden Monaten nicht durchweg eine weitere Tempozunahme zu erwarten.
- Mit einer erhöhten Schwankungsbreite ist angesichts der Bewertungssituation einer Reihe von Anlageklassen und der erhöhten politischen Unsicherheit nach wie vor zu rechnen.
- Der Renditeaufwärtsdruck an den Rentenmärkten bleibt bestehen, insbesondere in den USA. Es empfiehlt sich daher, im Anleihe-segment Durationsrisiken im Blick zu behalten.

Aktien Deutschland

- Unternehmensumfragen wie der ifo- und Einkaufsmanagerindex lassen einen schwungvollen Start der deutschen Konjunktur für das zweite Quartal 2017 erwarten.
- Exportorientierte Unternehmen dürften wieder mehr Rückenwind von der Weltwirtschaft verspüren. Dagegen könnte die Kauflaune der Konsumenten etwas unter der angezogenen Inflation und der Ölpreiserholung leiden. Zur Skepsis besteht hier angesichts der robusten Verfassung des Arbeitsmarktes aber kein Anlass. Deutschland bleibt im Euroraum das Land mit der niedrigsten Arbeitslosenquote.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt erscheinen deutsche Aktien gemäß Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) leicht überbewertet.

Aktien Europa

- Die Konjunktur im Euroraum lief trotz der politischen Herausforderungen bislang in ruhigen Bahnen. Für das zweite Quartal 2017 signalisieren Stimmungsindikatoren in Summe weiterhin eine solide Wirtschaftsentwicklung, die zunehmend an Schwung und Breite gewinnt. Doch scheint das Ende weiterer positiver Überraschungen absehbar.
- Haupttreiber des Wirtschaftswachstums in der Währungsunion dürfte die Binnennachfrage bleiben. Während die allmählich anziehende Teuerungsrate Kaufkraft entzieht, unterstützt die stetig steigende Beschäftigung den privaten Konsum. Darüber hinaus wird die Konjunktur weiterhin durch außerordentlich niedrige Zinsen und den geringen Außenwert des Euro unterstützt.
- Die britische Konjunktur wiederum hat sich nach dem Schock des Brexit-Votums bislang überraschend robust gezeigt – das Bruttoinlandsprodukt nahm im zweiten Halbjahr 2016 sogar beschleunigt zu – dürfte im laufenden Jahr aber spürbar an Fahrt verlieren. So sollte 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 leicht 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 rascher zulegen wird als zuletzt.
- Die japanische Arbeitslosenquote ist im Februar unerwartet auf 2,8% gefallen, den niedrigsten Stand seit 22 Jahren. Auch die Preisentwicklung konnte zuletzt positiv überraschen. Allerdings 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 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. Darüber hinaus belastet temporär der festere US-Dollar, da sich der Schuldendienst für die vielfach auf Dollar lautenden Kredite in heimischer Währung verteuert.
- 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

- Da sich die „Reflationierungserwartungen“ bereits nach oben bewegt haben, bleibt die Entwicklung der Anleihenrenditen entscheidend für eine weitere Erholung bei den eher zyklisch orientierten Value-Aktien. Zur Ausnutzung einer steileren Zinskurve erscheinen US-Banken attraktiv, Branchen wie Klassischer Konsum oder Versorger hingegen weniger interessant.
- Strukturell empfiehlt sich unverändert der Dividendenstil. Denn in einem Umfeld insgesamt kraftloser langfristiger Wachstumsperspektiven bleiben Dividenden ein wichtiger Faktor für Aktienreturns.

Anlagethema: Kapitaleinkommen

- Das Umfeld niedriger bzw. negativer Zinsen dürfte bis auf Weiteres bestehen bleiben, vor allem im Euroraum und in Japan. Auch die Renditen von US-Staatsanleihen sind nach Abzug der Inflation kaum auskömmlich. Wichtiger denn je ist daher die Erzielung laufender Kapitalerträge.
- Eine asymmetrische Geldpolitik dürfte in einem Umfeld erhöhter Volatilität weiterhin riskante Anlagen begünstigen. Anleger sollten ein Auge auf die Renditen von Unternehmensanleihen werfen – und vor allem auf die Unternehmensdividenden. Denn mit Aktien sind Anleger an realen Vermögenswerten beteiligt.
- Die Dividenden haben in der Vergangenheit die Renditeschwankungen von Aktienportfolios gedämpft. Der Ausblick auf die Dividendenzahlungen in diesem Jahr ist vielversprechend: Allein die Unternehmen im Aktienindex MSCI Europe könnten einen Rekordbetrag von 315 Mrd. Euro ausschütten; 2016 waren es 302 Mrd. Euro.

Anleihen Euroraum

- Inzwischen gibt es zwar überzeugendere Argumente für ein „echtes Tapering“, der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) dürfte die Käufe von Vermögenswerten („QE“) aber voraussichtlich frühestens 2018 schrittweise drosseln (siehe auch unseren jüngsten [QE Monitor](#)). Vorerst bleibt die EZB-Geldpolitik damit außergewöhnlich locker.
- Aus Anlegerperspektive setzt sich insgesamt das Kräftemessen 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 steigende Inflationserwartungen, den US-Leitzinserhöhungszyklus und das zu erwartende Ende der quantitativen Lockerung, 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 hat im März 2017 ihre dritte Leitzinsanhebung vollzogen. Eine voraussichtlich expansivere Fiskalpolitik als Teil von „Trumponomics“ sowie eine restriktivere Geldpolitik dürften den zyklischen Anstieg der US-Staatsanleihenrenditen weiter fördern. Auch nach der jüngsten Korrektur bleiben US-Treasuries aus

fundamentaler Sicht zu teuer, wenn auch nicht mehr so ausgeprägt wie zuvor.

- In Großbritannien sollte die unverändert lockere Geldpolitik infolge des Brexit-Votums stützend für die Gilt-Märkte wirken. Gleichzeitig ist die wechselkursbedingt höhere Importpreisinflation zu berücksichtigen.
- In Japan zeichnet sich ein Druck auf die Staatsanleihenrenditen nicht ab, zumal die japanische Notenbank die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen bei 0% verankert.
- Die Anfälligkeit von Staatsanleihen wird am fehlenden Ausgleich für das Durationsrisiko deutlich. Negative Laufzeitprämien am langen Ende der Zinskurve waren regelmäßig Vorboten steigender Zinsen. Im Anleihensegment scheint eine Verkürzung der Duration daher ratsam.

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 Hochzinaspapiere aus dem Euroraum vergleichsweise teuer.
- In den USA haben Aktienrückkäufe, die über zinsgünstiges Fremdkapital finanziert wurden, zu einem Wiederanstieg der Verschuldung im privaten Sektor geführt. Dies stellt ein mögliches Risiko in einem Umfeld steigender Zinsen dar.
- Unter Berücksichtigung der Ausfallraten in der Vergangenheit könnten Unternehmensanleihen aus den USA leicht überbewertet sein.

Währungen

- Insgesamt befindet sich das internationale Währungsgefüge weiterhin im Wechselspiel von Rohstoffpreisen und auseinanderdriftender Geldpolitik (z. B. US-Zinsanstieg vs. fortgesetzte Niedrigzinspolitik in Europa sowie in Japan).
- Der Aufwertungsschub beim US-Dollar spiegelt dabei die Erwartung wider, dass der US-Regierungswechsel zu einer Vergrößerung des Konjunkturgefälles und der internationalen Zinsdifferenzen führen wird. Die Aussicht auf eine stärker national ausgerichtete US-Wirtschaftspolitik setzt Emerging Market-Währungen zusätzlich unter Druck, bei allerdings regional unterschiedlicher Ausprägung.
- Gemessen an der Zinsdifferenz erscheint das britische Pfund angemessen bewertet. In Anbetracht der stark defizitären Leistungsbilanz Großbritanniens und womöglich nachgebender Kapitalzuflüsse 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

Aktives Management

- "It's the economy, stupid!"
- Die veränderte Natur der Aktienmärkte und die Anforderungen für ein noch aktiveres Management
- Vereinnahmung von Risikoprämien bei der Aktienanlage
- Aktives Management

Alternatives

- Volatilität als Anlageklasse

Niedrigzinsphase

- Der Abstieg vom Schuldengipfel
- QE Monitor
- Zwischen Liquiditätsflut und austrocknenden Staatsanleihemärkten
- Liquidität – Das unterschätzte Risiko
- Makroprudenzielle Politik – notwendig, aber kein Allheilmittel

Anlagestrategie und Investment

- Aktie – die neue Sicherheit im Depot?
- Dividenden statt Niedrigzinsen
- „QE“ – Startsignal für Anlagen im Euroraum?

Vermögensaufbau – Risikomanagement – Multi Asset

- Nachhaltiger Vermögensaufbau und Kapitaleinkommen
- Multi Asset: Die perfekte Balance für Ihr Vermögen
- Investieren in Aktien und Anleihen:
Die Mischung macht's
- Nach Lebensphasen smart für das Alter investieren

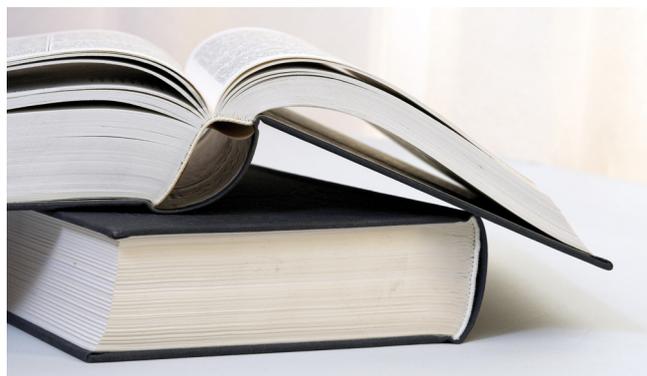
Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste dich selbst! Anleger sind auch nur Menschen
- Überliste dich selbst: Die Odysseus-Strategie
- Überliste dich selbst – oder:
Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste dich selbst – oder:
Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise

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

 @AllianzGI_DE folgen

www.twitter.com/AllianzGI_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), Ann-Katrin Petersen (akp)

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.