

Kapitalmarktbrief

Von Sommerflaute keine Spur

Von Sommerflaute an den Kapitalmärkten ist derzeit keine Spur in Sicht. Vielmehr bestimmt der Handelskonflikt zwischen Washington, Peking und Brüssel unverändert die Schlagzeilen. Doch Augen auf! Es gibt sie noch, die guten Nachrichten, wie etwa die jüngste US-Berichtssaison zeigt: Unternehmen zwischen Los Angeles und New York machten im zweiten Quartal durchschnittlich erheblich mehr Gewinn als im Vorjahr. Denn die robuste US-Konjunktur bietet ausgezeichnete Absatzperspektiven, während die Trump'sche Steuerreform die Gewinne zusätzlich sprudeln lässt.

Gerade in Zeiten teils nur schwer verdaulicher Nachrichten von der (geo-) politischen Front sind es **positive Fundamentaldaten**, nach denen sich die Anleger sehnen. So stachen die USA auch bei der Aktienkursentwicklung zuletzt positiv hervor, wenngleich nicht allein angesichts der erfreulichen Gewinnzuwächse. Vielmehr verdeutlichen die vergangenen Wochen, dass die Sorge um eine Eskalation des Handelsstreits – sei es rhetorisch oder in Form tatsächlicher Maßnahmen – Aktien aus den exportorientierten und stark in globale Wertschöpfungsketten eingebundenen europäischen und asiatischen Volkswirtschaften in der Tendenz stärker belastet als US-amerikanische.

Wie geht es im zweiten Halbjahr weiter?

Die Vermutung liegt nahe, dass die handelspolitische Rhetorik im Vorfeld der im November stattfindenden US-Zwischenwahlen weiterhin erratisch zwischen Vergebung und Vergeltung schwanken wird. Für die Kapitalanlage dürfte dabei die zunehmende **Verquickung von (Handels-) Politik und Fundamentaldaten** im Fokus stehen. In der ersten Jahreshälfte haben sich zwar die Stimmungsindikatoren eingetrübt, die potenziell negativen Auswirkungen der protektionistischen Maßnahmen schlugen sich jedoch bislang (noch) nicht in den breiteren Konjunkturdaten nieder.

Werden im Laufe des zweiten Halbjahres nach und nach realwirtschaftliche Bremsspuren erkennbar? Schließlich hat die Implementierung von Importzöllen erst im dritten Quartal Fahrt aufgenommen. Auch wenn sich die Zölle materiell bisher nur auf einen Bruchteil des Welthandels beziehen, könnte die durch den Handelskonflikt entstehende Unsicherheit die **Investitionsneigung** der Unternehmen abbremsen. Zur Einordnung: In den USA und in Europa machen Investitionen immerhin ein Fünftel der Wirtschaftsleistung aus. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat kürzlich berechnet, dass in einem **ungünstigen Handelskriegsszenario** die globale Wachstumsdynamik bis zum Jahr 2020 um 0,5 % unter den bisherigen Annahmen liegen könnte.



Ann-Katrin Petersen
Vice President, Global Economics & Strategy

In der zweiten Jahreshälfte ist das Fingerspitzengefühl aktiver Fondsmanager gefragt.

Datum: 27.07.18

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	12.860	USA	3 Monate	2,34
Euro Stoxx 50	3.518		2 Jahre	2,68
S&P 500	2.819		10 Jahre	2,98
Nasdaq	7.737	EWU	3 Monate	−0,32
Nikkei 225	22.545		2 Jahre	−0,61
Hang Seng	28.733		10 Jahre	0,34
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,163		2 Jahre	−0,12
Rohstoffe			10 Jahre	0,08
Öl (Brent, USD/Barrel)	74.8			

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

Neue Publikation

30 Jahre DAX – 30 Jahre „Wohlstand für alle“
www.allianzglobalinvestors.de

Das große Ganze sollte dabei jedoch im Blick bleiben. **Denn trotz der zu erwartenden Bremsspuren dürfte das globale Wachstum wohl noch eine ganze Weile oberhalb der Potenzialrate liegen.** Eine kräftige Abkühlung der Weltkonjunktur oder gar eine Rezession sind derzeit nicht in Sicht.

Was lässt all dies für die Finanzmärkte erwarten?

Weltweit dürften die Wachstumskräfte vorerst die Oberhand behalten, doch nehmen trotz des positiven Grundszenarios die Unterschiede zwischen den Ländern und Regionen zu. Allein ein Blick auf die globalen Wertschöpfungsketten zeigt, wie unterschiedlich die Auswirkungen der Handelsstreitigkeiten je nach Region, Sektor und Unternehmen ausfallen dürften. Kurzum: Die weltweite **Streuung bei der Kursentwicklung** sollte künftig zunehmen.

Diese Handelspolitik dürfte die großen Zentralbanken der Welt nicht kalt lassen. Dennoch ist aus heutiger Sicht kaum davon auszugehen, dass sich etwa die Europäische Zentralbank (EZB) von einem Ende ihres Wertpapierkaufprogramms (QE) oder die US-Notenbank Fed von weiteren Leitzinserhöhungen abbringen lassen. Der **geldpolitische Normalisierungskurs** sollte ebenfalls zu einer stärkeren Spreizung bei den Assetklassen bzw. den Regionen beitragen.

Es bleibt dabei: In diesem Umfeld ist das **Fingerspitzengefühl** aktiver Fondsmanager gefragt. Sie können die sich bei Schwankungen und durch Länderunterschiede ergebenden Gelegenheiten beim Schopfe packen.

Ann-Katrin Petersen

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Das „Reflationierungsthema“ – getragen von einer soliden Weltkonjunktur gekoppelt mit moderat steigenden Inflationsraten – stützt nach wie vor die Aktienmärkte. Allerdings dürfte die globale Konjunktur in den kommenden Quartalen eine langsamere Gangart einlegen. Länderunterschiede rücken wieder stärker in den Vordergrund.
- Politische Risiken nehmen bei Kapitalallokationsentscheidungen einen größeren Raum ein als in der Vergangenheit. Die Möglichkeit einer Ausweitung protektionistischer Maßnahmen stellt ein wesentliches Risiko für die Dynamik der Weltwirtschaft dar.
- 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 auf die schrittweise Normalisierung des geldpolitischen Kurses der Zentralbanken bleibt der Renditeaufwärtsdruck an den Rentenmärkten bestehen, wenngleich der Zinswendeprozess nur zähflüssig erfolgt.
- Aktives Management, sowohl bei der Einzeltitelauswahl als auch bei der taktischen Allokation über die Vermögensklassen hinweg (Stichwort: „Multi Asset“), ist das Gebot der Stunde.

Aktien Deutschland



- Die deutsche Konjunktur dürfte im zweiten Quartal etwas mehr Schwung gezeigt haben als noch zu Jahresbeginn, wo Sonderfaktoren wie die heftige Grippewelle für einen Dämpfer sorgten. Allerdings deuten nachlassende Stimmungsbarometer wie der ifo-Index darauf hin, dass der Scheitelpunkt des Konjunkturzyklus bereits überschritten ist.
- Haupttreiber des Wirtschaftswachstums bleibt die Binnennachfrage. Während die Kauflaune der Konsumenten durch die ausgezeichnete Arbeitsmarktlage sowie kräftige Lohnzuwächse gestützt wird, sind die außenwirtschaftlichen Abwärtsrisiken – Stichwort: „Handelskrieg“ – zuletzt gestiegen.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt sind deutsche Aktien gem. Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) moderat überbewertet.

Aktien USA



- Die binnenwirtschaftlich orientierte US-Wirtschaft – mehr als zwei Drittel des Bruttoinlandsprodukts hängen vom Privatkonsum ab – wächst weiter robust, getragen von Beschäftigungszuwächsen und der seit Jahresbeginn geltenden Steuerreform. Dies sollte US-amerikanische Aktien stützen.
- Einhergehend mit der angespannten Arbeitsmarktlage dürfte sich der Aufwärtsdruck auf die Löhne allmählich verschärfen und in absehbarer Zeit Druck auf die Unternehmensmargen ausüben. Die Unterstützung seitens der Geldpolitik nimmt allmählich ab. Als Folge der expansiven Finanzpolitik dürfte das Defizit im Bundeshaushalt merklich steigen.
- Die niedrigen Zinsen und die expansive Geldpolitik der Fed haben dazu beigetragen, dass die Aktienbewertungen in den USA auf ein hohes Niveau gestiegen sind. Dies reduziert entsprechend das langfristige Renditepotenzial.

Aktien Europa



- Nach fünf kraftvollen Quartalen in Folge hat die Wachstumsdynamik in der ersten Jahreshälfte 2018 nachgelassen. Aktuelle Konjunkturindikatoren fallen schwächer aus, stehen jedoch nach wie vor im Einklang mit einem robusten und breit basierten Wirtschaftswachstum – mit Zuwachsraten über Potenzial. Die lockere Geldpolitik der EZB und der anhaltende Beschäftigungszuwachs stützen den Konsum, die günstigen Finanzierungsbedingungen und bessere Ertragslage der Unternehmen die Investitionen. Kurzum: Die fundamentalen Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum sind nach wie vor gegeben, wenngleich die politisch induzierten Abwärtsrisiken zugenommen haben.
- Auch die britische Konjunktur hat im ersten Halbjahr eine langsamere Gangart eingelegt. Das schwache Pfund und der damit verbundene importpreisbedingte Inflationsanstieg entziehen reale Kaufkraft – ein Belastungsfaktor für den privaten Konsum. Gleichzeitig führt die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Folgen eines EU-Austritts zu einer Investitionszurückhaltung auf der Insel.
- Auf Grundlage des zyklusbereinigten Shiller-KGV liegen die Bewertungen des europäischen Aktiensegments moderat über dem langfristigen Durchschnitt. Einzelne europäische Länder wie Spanien und Portugal zählen weiterhin zu den attraktiveren Märkten.

Aktien Japan



- Nach einer ungewöhnlich lange andauernden Wachstumsperiode von mehr als zwei Jahren ist die japanische Wirtschaft im ersten Quartal 2018 leicht geschrumpft. Der unterliegende Wachstumstrend bleibt jedoch intakt.
- Der Arbeitsmarkt ist bestens ausgelastet, während Anzeichen für Inflation auf Verbraucherebene fehlen. „Abenomics“ ist es 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.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt sind japanische Aktien gem. Shiller-KGV ambitioniert bewertet. Die Kurse japanischer Aktien bleiben eng an die Entwicklung des Yen geknüpft.

Aktien Emerging Markets



- Der wirtschaftliche Aufschwung der Schwellenländer setzt sich fort, doch die regionalen Unterschiede nehmen wieder zu. Im wichtigsten Schwellenland China dürfte sich die Wachstumsdynamik in den nächsten Monaten weiter abschwächen. Eine zunehmende Verschärfung bei der Kreditvergabe und der aktuelle Handelskonflikt stellen Abwärtsrisiken für die chinesische Konjunktur dar.
- Die Inflationsraten bleiben dagegen, von wenigen Ausnahmen abgesehen, auf einem niedrigen Niveau und machen keine breit angelegte geldpolitische Straffung notwendig.

- Nicht nur in China ging die expansive Konjunkturpolitik mit größeren Ungleichgewichten, insbesondere mit einer hohen und steigenden Privatverschuldung sowie mit inflationären Immobilienpreisen, einher. So sind Kreditnehmer und -geber vorsichtiger geworden. Belastend wirkte in den vergangenen Monaten auch der festere US-Dollar, durch den sich der Schuldendienst für die vielfach auf Dollar lautenden Kredite in heimischer Währung verteuert hat.
- Die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien bleiben gemessen am Shiller-KGV vergleichsweise attraktiv.

Branchen

- Die Frühindikatoren der Konjunktur verlieren an Dynamik, was für eine Unterstützung der weniger konjunkturell ausgerichteten Branchen spricht.
- Die defensiven Sektoren sollten zunehmende Unterstützung erfahren.
- Das Portfolio kann aber auch weiterhin Gewinner der Reflationierung (wie z. B. den Banken- oder den Rohstoffsektor) enthalten.
- In einem Umfeld niedriger Erträge können Dividenden einen Stabilisator darstellen.

Investmentthema: Aktien für den Kapitalaufbau

- Knapp 8,5 % pro Jahr hat er über die letzten 30 Jahre gemacht, der deutsche Aktienindex DAX. 30 Jahre, die Höhen und Tiefen sahen. Aufgelegt im Sommer 1988, konnte er sich, rückgerechnet auf einen Indexstand von 1.000 zum Januar 1988, in der Zwischenzeit mit einem Rekordhoch von über 13.500 Indexpunkten mehr als verdreizehnfachen.
- Wer noch weiter zurückblicken will, betrachtet den breiter aufgestellten CDAX. Wird dieser auf Ende 1957 zurückgerechnet, zeigt sich auch hier, dass sich die Risiken des Aktienmarktes gelohnt haben. Die durchschnittliche Rendite des CDAX lag für den Zeitraum Dezember 1957 bis Dezember 2017 bei 8,9 %. Für den REXP – als Abbild des Anleihenmarktes – ergab sich für diesen Zeitraum eine annualisierte Rendite von 6,6 %, was zu einer Risikoprämie von 2,3 % im Schnitt der Jahre führt.
- Natürlich, die Geschichte wiederholt sich nicht. Auch nicht an den Kapitalmärkten. Aber sie lehrt uns: Über alle Volatilität und alle Unsicherheiten hinweg, die Risikoprämie ist entscheidend für den Kapitalaufbau. Wer erwartet, dass dies auch in Zukunft gilt, der sollte heute seinen strategischen Aktienanteil im Portfolio überdenken.

Euro Renten

- Der Ausstieg der EZB aus ihren geldpolitischen Sondermaßnahmen erfolgt behutsam und über einen lang gestreckten Zeitraum. Das Wertpapierkaufprogramm „Quantitative Easing“ (QE) wird aller Voraussicht nach zum Jahresende eingestellt, bei von 30 Mrd. auf ab Oktober 15 Mrd. Euro gedrosseltem Ankaufovolumen. Mit einem ersten Zinsschritt ist nicht vor Sommer 2019 zu rechnen.
- Anleger sollten unverändert Renditetreiber im Blickfeld behalten, wie das zu erwartende Ende von QE, den US-Leitzinserhöhungszyklus, die allmählich anziehenden Inflationsraten und den Konjunkturaufschwung im Euroraum – zu einem kräftigen Renditeausbruch nach oben dürfte es nicht kommen.
- Peripherie-Staatsanleihen in der Eurozone werden durch die expansive Geldpolitik der EZB zunächst noch unterstützt, bleiben aber anfällig für politische Risiken. Kurzfristig könnten das politische Geschehen in Italien sowie der herannahende „Brexit“ für Unsicherheit und eine Flucht in „sichere Häfen“ sorgen.

Renten International

- Bereits im vergangenen Jahr hat die US-Notenbank Fed die schrittweise Rückführung ihrer billionenschweren Bilanz eingeleitet. Im Juni 2018 erhöhte sie das Zielband für die Fed Funds Rate auf nunmehr 1,75 % bis 2,00 %. Bis zum Ende des Jahres könnten die Währungshüter die Zinsen noch zweimal straffen.
- Der US-Geldmarkt und der US-Rentenmarkt preisen den Leitzinserhöhungszyklus gem. hauseigener Erwartungen nicht hinreichend ein. Von dieser Seite ist mit negativen Überraschungen zu rechnen.
- Der Verflachungstrend bei der US-Renditekurve dürfte mittelfristig intakt bleiben. Eine Änderung der Reinvestitionspolitik durch die Fed könnte allerdings zu temporären Gegenbewegungen führen.
- Aus fundamentaler Sicht bleiben US-Treasuries zu teuer.

Renten Emerging Markets

- Strukturelle Belastungsfaktoren (wie z. B. ein hoher Verschuldungsgrad und ein nachlassendes Wachstumspotenzial in vielen Schwellenländern sowie protektionistische Tendenzen in den USA) haben den langfristigen Ausblick für Emerging-Markets-Staatsanleihen eingetrübt.
- Des Weiteren belasten Erwartungen über eine mittelfristig weniger expansive Geldpolitik in den USA die Assetklasse. Demgegenüber zeigt sich das zyklische Konjunkturmilieu bis zuletzt moderat unterstützend.

Unternehmensanleihen

- Investment Grade- und High Yield-Anleihen (also Unternehmensanleihen schlechterer Bonität) bewegen sich im Spannungsfeld zwischen einer akkommodierenden Geldpolitik und soliden Kreditkennzahlen einerseits und einem herausfordernden mikroökonomischen Umfeld sowie ambitionierten Bewertungen andererseits.
- Die Risikoprämien („Spreads“) von US-High-Yield-Anleihen bleiben auf Basis aktueller Fundamental- und Finanzmarktdaten unterstützt. Unternehmensanleihen besserer Bonität (Investment Grade) zeigen sich demgegenüber moderat überbewertet.
- Auf Basis hauseigener fundamental- und marktbasierter Bewertungsmodelle sind die aktuellen Spreadniveaus für Euro-Hochzinsanleihen und Investment Grade-Unternehmensanleihen aus zyklischer Sicht gerechtfertigt.

Währungen

- Währungsspekulanten haben ihre Haltepositionen auf den US-Dollar massiv reduziert.
- Trotz eines kurzfristig konjunkturstimulierenden Effekts erhöht der spätzyklische Fiskalimpuls der US-Regierung auf Sicht der kommenden Jahre das Risiko eines möglichen „Boom/Bust“-Szenarios für die US-Wirtschaft. Der korrespondierende Anstieg des Fiskal- und Leistungsbilanzdefizits („Zwillingsdefizit“) stellt einen zunehmenden Belastungsfaktor für US-Staatsanleihen und den US-Dollar dar.

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, eintragen 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.