

Kapitalmarktbrief

Kampf um den Werterhalt

Unruhige Wochen an den Kapitalmärkten liegen hinter uns. Sie waren geprägt von immer wieder aufwallenden Hoffnungen und Sorgen rund um die Geopolitik (Eskalation im Handelsstreit, Entspannungssignale vom G7-Gipfel) sowie einer sich in der Tendenz weiter abschwächenden Weltwirtschaft. Hinzu kam die trügerische Hoffnung, die großen Zentralbanken dieser Welt würden es schon richten. Wo sich Risikoprämien ausweiten, wo Investitionen wegen gestiegener Unsicherheiten zurückgestellt werden, wo sich die Stimmung – langsam auch bei den Verbrauchern – eintrübt, da kann aber billige Zentralbankliquidität nicht die Wunderwaffe per se sein. Am Ende die Erkenntnis: Billiges Zentralbankgeld führt zu Übermut – und der tut selten gut.

Nun sind wir noch nicht in der Phase des Übermuts angekommen. Aber es fällt schon auf, dass Aktien- und Anleihenmärkte eine unterschiedliche Melodie spielen. Die Liquidität scheint Risikoprämien zu verzerren. Während auf der Aktienseite die Hoffnung zu überwiegen scheint, den Zentralbanken gelänge es, eine Rezession abzuwenden, sind die Staatsanleihenmärkte tief in das negative Renditeterrain abgerutscht. Über 30 % des weltweiten Marktes für Staatsanleihen haben eine negative Rendite. Im Euroraum sind davon allein 60 % aller Staatsanleihen betroffen – und fast 100 % aller Bundesanleihen.

In den USA ist die Zinsstrukturkurve invers, spiegelt also die Erwartung wider, dass die größte Volkswirtschaft der Welt im Verlauf des nächsten Jahres in die Rezession abrutscht. Noch ist es nicht so weit, noch kann sie abgewendet werden.

Und deshalb bleibt die Geopolitik der wichtigste Treiber der nächsten Monate. Die Faustregel lautet: Je weniger Sand im Getriebe des Welthandels, desto besser – für die Konjunktur, für die Märkte und für die Menschen.



Hans-Jörg Naumer
Leiter Global Capital
Markets & Thematic
Research

Die Geopolitik bleibt der wichtigste Treiber der nächsten Monate. Die Faustregel lautet: Je weniger Sand im Getriebe des Welthandels, desto besser.

Datum: 30.8.2019

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	11.939	USA	3 Monate	2,14
Euro Stoxx 50	3.431		2 Jahre	1,55
S&P 500	2.926		10 Jahre	1,52
Nasdaq	7.963	EWU	3 Monate	-0,43
Nikkei 225	20.620		2 Jahre	-0,90
Hang Seng	25.627		10 Jahre	-0,69
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,104		2 Jahre	-0,30
			10 Jahre	-0,29
Rohstoffe				
Öl (Brent, USD/Barrel)	60,5			

Neue Publikation

Negative Renditen oder: Von der Hölle für Gläubiger und dem Himmel für Schuldner
www.allianzglobalinvestors.de

Die schwachen Tage haben an den Börsen derweil für mehr Bodenhaftung der Aktienmärkte gesorgt. Zumindest ist die Relation zwischen dem Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 und dem Volatilitätsindex gesunken. Kein schlechtes Zeichen.

Bei einer immer noch positiven, wenn auch niedrigen Inflation und bei um sich greifenden negativen Renditen ist der Kampf um den Werterhalt schwieriger geworden – aber er lohnt sich, meint

Hans-Jörg Naumer

PS: Vergessen Sie nicht einen [Sparplan](#) abzuschließen, sofern Sie noch keinen haben.

Märkte im Detail

Taktische Allokation

- Trotz eines weiter nachlassenden Konjunkturmoments und erhöhter mittelfristiger Abwärtsrisiken deuten die hochfrequenten Makroindikatoren aktuell weiterhin auf eine nur geringe Wahrscheinlichkeit einer zeitnahen Rezession hin. Die zwischenzeitliche Eskalation im US-chinesischen Handelskonflikt erhöht aber ohne Zweifel die Verwundbarkeit der globalen Konjunktur. Vor diesem Hintergrund ist im 2. Halbjahr dieses Jahres mit einem Wachstum der Weltwirtschaft unter Potenzial zu rechnen, allerdings mit vorherrschenden Risiken einer ausgeprägteren Abschwächung.
- Die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) hat einen Zinsschritt als Vorsichtsmaßnahme gegen eine befürchtete Rezession („Insurance Rate Cut“) vorgenommen. Aber das allein ist keine Garantie gegen einen etwaigen Rücksetzer an den Aktienmärkten.
- Die Geldpolitik sollte auch weiterhin stimulierend wirken, dürfte dabei aber zunehmend an ihre Grenzen stoßen. Mit erhöhter Volatilität, getriggert u. a. von den politischen Unsicherheiten, muss gerechnet werden.

Aktien Deutschland



- Beim Exportmeister Deutschland wirken die Störungen im Welthandel mit am stärksten. Daran hat nicht zuletzt der ifo-Konjunkturklimateindex erinnert, der wiederholt rückläufig war.
- Unangenehm ist dabei die Ausweitung der schlechten Stimmung in der Industrie auf den Konsum, auch wenn der Arbeitsmarkt unverändert robust ist.
- Ein weiteres Quartal mit rückläufigem Wachstum beim Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist kaum auszuschließen. Deutschland wäre damit in der „technischen“ Rezession angekommen. Darunter werden zwei Quartale in Folge mit negativem Vorzeichen beim Vorquartalsvergleich des BIP verstanden.
- Bewertungsseitig ist der deutsche Aktienmarkt unverändert neutral bis leicht attraktiv einzustufen. Die Dividendenrenditen sind einladend. Aus der Gesamtsicht kann sich eine zwischenzeitliche Untergewichtung anbieten.

Aktien Europa



- Auf dem alten Kontinent macht sich die Wachstumsabschwächung bemerkbar.
- Im zweiten Quartal ist das britische BIP um 0,2 % gefallen, nach einem Plus von 0,5 % in den ersten drei Monaten. Das Auf und Ab der Wachstumsdynamik war im Wesentlichen Folge erwartungsbedingter Lagereffekte im Zuge der Brexit-Diskussion. Ein harter Brexit ist nach wie vor das größte Risiko für die Volkswirtschaft des Vereinigten Königreichs.
- Gemessen an den „Fund Flows“ (Nettomittelzuflüsse) ist der alte Kontinent die deutlich unbeliebteste Wahl bei den internationalen Anlegern. Das wiederum spricht aber auch für diese Anlageklasse: Denn sie ist mittlerweile so untergewichtet, dass sich die Frage stellt, wann diese Untergewichtung verringert werden muss.
- Die Dividendenrenditen sind in einem Umfeld extrem niedriger/negativer Renditen attraktiv. Eine temporäre Untergewichtung kann trotzdem naheliegen.

Aktien USA



- Die US-amerikanische Wirtschaft läuft unverändert mit Vollbeschäftigung bei anziehendem Lohndruck. Der Konsum ist kräftig, wobei sich die Einzelhandelsumsätze zuletzt volatiler gezeigt haben.
- Nach einer massiven Revision der gesamtwirtschaftlichen Gewinne in den USA (gemessen nach NIPA – „National Income and Product Accounts“) zeigt sich, die Unternehmensgewinne blieben seit 2013 unverändert – trotz relativ solider Konjunktur! Steigende Lohnkosten bei gleichzeitig niedrigem Umsatzwachstum sind die Erklärung. Die Gewinne von börsennotierten Unternehmen haben aber zuletzt deutlich zugelegt: „Financial Engineering“ und „Außerordentliche Faktoren“ erklären die Divergenz am aktuellen Rand. Diese Divergenz legt Vorsicht nahe.
- Erhöhte Bewertungen in den USA (gemessen z. B. am Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis) drücken auf den mittelfristigen Ertragsausblick.
- Mit dem Auslaufen des Fiskalimpulses zeigt sich die Gewinnsituation nicht mehr als überlegen. US-amerikanische Aktien erscheinen als Halteposition.

Aktien Japan



- Das japanische BIP konnte in den letzten drei Quartalen zulegen. Die Jahresdynamik hat sich auf 1,1 % beschleunigt. Die anstehende Mehrwertsteuererhöhung dürfte zu Vorzieheffekten im dritten Quartal 2019 und zu einem Einbruch Ende des Jahres führen. Die Erwartungen hinsichtlich eines weiteren fiskalischen Stimulus werden derweil höher.
- Trotz Vollbeschäftigung ist das Inflationstempo auf der Verbraucherebene nach wie vor sehr verhalten. Die Kernrate bewegt sich um die Null-Linie, so dass die Bank of Japan (BoJ) an ihrem expansiven Kurs festhalten wird.
- Japanische Aktien bleiben negativ mit dem Yen korreliert, dieser tendiert seitwärts gegenüber dem US-Dollar. Überdurchschnittlich belasten schwächere globale und inländische Frühindikatoren. Die Umsatz- und Gewinndynamik flacht bereits ab. Insgesamt sind derzeit beim japanischen Markt keine Vorzüge gegenüber globalen Aktien erkennbar.

Aktien Emerging Markets

- Chinas BIP-Wachstum verlangsamt sich auf Trendbasis, was eine natürliche Entwicklung für eine reife Volkswirtschaft ist. Der eskalierende Handelskrieg könnte die chinesische Volkswirtschaft aus der Bahn werfen und ist das größte Risiko mit Blick auf 2019/2020. Die Regierung und die People's Bank of China (PBoC) haben expansive Maßnahmen getroffen, um die Wirtschaft zu stützen und damit das Wachstumsziel von 6 % zu erreichen.
- Das Segment ist attraktiv bewertet, allerdings ist es ein Muss, zwischen den Ländern selektiv vorzugehen.

Investmentthema: ESG

- Nach ESG-Kriterien verwaltete Gelder erhalten immer mehr Bedeutung. „ESG“ ist ein Akronym, das für „Environmental – Umwelt“, „Social – Gesellschaft“ und „Governance – Unternehmensführung“ steht und mittels dessen die Nachhaltigkeit von Unternehmen gemessen wird. „Integrated ESG“, also die Integration von ESG-Kriterien in den Analyseprozess von Wertpapieren, kann dabei helfen, das Risiko-/Ertragsprofil einer Investition durch das Aufdecken von Risiken zu verbessern. Denn gerade die Regulatorik nimmt weltweit immer weiter zu, etwa wenn es um das Thema Klimawandel geht, und sie kann den Unternehmenswert erheblich beeinflussen. Früherkennung ist daher wichtig und erfreut sich einer zunehmenden Nachfrage auch bei Privatinvestoren.

Euro Renten

- Bei der Europäischen Zentralbank (EZB) ist ein Zinsschritt im September 2019 wahrscheinlich. Dazu dürften die Anleihenkäufe wieder aufgenommen werden. Die insgesamt üppige Liquidität sollte auch helfen, die Renditen weiter in einem niedrigen/negativen Terrain zu halten.
- Trotz zunehmender Markterwartungen über eine Wiederaufnahme des EZB-(Netto-)Anleihenkaufprogramms bleiben Peripherie-Staatsanleihen vor dem Hintergrund unattraktiver Bewertungen anfällig für ein Aufflammen politischer Risiken (v. a. Italien).
- Die Bank of England (BoE) ist abhängig vom Brexit-Pfad.

Renten International

- Die Rentenmärkte bleiben geprägt von der Geldpolitik. Die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) ist mit einem taubenhaften Grundton seit Anfang dieses Jahres unterwegs. Insgesamt sind Enttäuschungen aber nicht auszuschließen, da die Geldmärkte mittlerweile fünf weitere Zinsschritte der Fed bis Ende 2020 einpreisen.
- Langfristige US-Treasury-Renditen sollten sich vor dem Hintergrund einer „dovishen“ Fed und zunehmender konjunktureller Abwärtsrisiken vorerst stabil bis leicht rückläufig zeigen. Die Staatsanleihenrenditen in der Eurozone (Kern) und in Japan dürften sich in diesem Umfeld in den kommenden Monaten nahe ihrer aktuellen Tiefstände halten.

Renten Emerging Markets

- Zyklische wie geopolitische Faktoren sollten das Segment belasten. Dazu kommen strukturelle Ungleichgewichte. Die taubenhafte Geldpolitik der Fed wirkt stützend.
- Die Zentralbanken der aufstrebenden Länder nutzen die Spielräume, um ihre Geldpolitiken weiter zu lockern, insbesondere in Asien. Inflation ist dabei kein Thema.
- Die PBoC unterstützt die expansive Wirtschaftspolitik der chinesischen Regierung.

Unternehmensanleihen

- Investment Grade- und High Yield-Anleihen könnten durch ein typischerweise schwierigeres spätzyklisches Umfeld belastet werden.
- Zunehmende Markterwartungen über eine Wiederaufnahme des EZB-(Netto-)Anleihenkaufprogramms – auch im Zuge der Nominierung von Christine Lagarde als Nachfolgerin von EZB-Präsident Mario Draghi – sollten die Nachfrage nach Euro-Unternehmensanleihen steigen lassen.
- US-High-Yield-Anleihen und Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade-Segment erscheinen auf aktuellen Niveaus aus fundamentaler Sicht moderat überbewertet – ebenso Euro-High-Yield-Anleihen. Währenddessen indizieren „reine“ Kreditrisiko- und Liquiditätsprämien eine neutrale relative Bewertung von Euro-Unternehmensanleihen (Investment Grade) gegenüber Staatsanleihen.

Währungen

- Gemäß hauseigenem langfristigen Gleichgewichtsmodell zu den Wechselkursen ist die fundamentale Unterbewertung vieler Währungen (vor allem aus den Schwellenländern) gegenüber dem US-Dollar weiter signifikant. Der Greenback profitiert noch von den globalen Wachstumsabschwächungen und den starken Mittelzuflüssen.
- Das britische Pfund bewegt sich stark mit der politischen Stimmung: Je unsicherer das politische Umfeld in Großbritannien ist, desto schwächer das Pfund – und umgekehrt. Die unmittelbare Unsicherheit ist mit der Verschiebung des Austritts nach Art. 50 auf den 31. Oktober 2019 zurückgegangen, aber die mittelfristigen Unsicherheiten bleiben hoch. Das Risiko eines ungeordneten Ausstiegs aus der Europäischen Union hat sich erhöht. Für eine strukturelle Aufwertung des britischen Pfundes werden mehr Klarheit, und vor allem ein Abkommen, benötigt.
- Im Gegensatz zur Schwächephase des chinesischen Renminbi der Jahre 2015/2016 war die Schwäche seit Jahresbeginn 2019 nicht von massiven Kapitalabflüssen und fallenden Währungsreserven begleitet. Es ist zu erwarten, dass China weiter eine graduelle Schwäche erlaubt, sich aber gegen starke Währungsbewegungen wehrt.

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.