

# Kapitalmarktbrief

## Die Jagd nach Kapitaleinkommen geht weiter

Ein bequemes Jahr war es nicht, 2017. Auch wenn sich die Volatilitätsindizes der großen Aktienmärkte zwischenzeitlich auf geradezu rekordverdächtigen Niedrigständen bewegten. Und auch, wenn die Relation zwischen Volatilität am US-amerikanischen Aktienmarkt und den Kurs-Gewinn-Verhältnissen geradezu eine Tiefenentspannung der Anleger anzeigte. Wer aber Kapitaleinkommen generieren wollte und dies mit wenig Lust am Risiko, für den war das Streben allein nach Kapitalerhalt bei Anleihen ein echter Kampf.

Um es gleich vorwegzunehmen: 2018 wird es nicht einfacher. Das Negativ-/Niedrigzinsniveau in weiten Teilen des Anleihenmarktes wird uns erhalten bleiben. Gleichzeitig heißt es „Disruption“ allerorten.

- **Disruption auf Unternehmensebene:** Innovationszyklen werden immer kürzer. Gleichzeitig führen die neuen Technologien des „2. Maschinenzeitalters“ zu einer merklichen Polarisierung des tech-lastigen US-Aktienmarktes. Von den 500 Unternehmen des S&P 500 waren es im abgelaufenen Jahr vor allem 60, welche die Performancecharts anführten.
- **Disruption in der Politik:** Die Regierung um US-Präsident Trump muss ihr fiskalisches Programm durchsetzen, nicht zuletzt, um vor den Zwischenwahlen im November 2018 wirtschaftspolitische Erfolge verbuchen zu können. In Europa müssen die BREXIT-Verhandlungen vorankommen – die Sorge vor einem „harten BREXIT“ nimmt zu. Darüber hinaus stehen Wahlen in Katalonien (im Dezember 2017) und in Italien (im Frühjahr 2018) an. Genügend Agendapunkte also für Überraschungen.
- **Disruption vielleicht auch bei der Geldpolitik:** Der Stab des Chefs der US-Zentralbank Fed wird übergeben, bei der Europäischen Zentralbank (EZB) dürfte sich die Nachfolge von Präsident Mario Draghi entscheiden und „Peak Liquidity“ – der



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

Die Jagd nach Kapitaleinkommen geht weiter. Die Strecke vor uns wird kurviger.

Datum vom: 27.11.17			
<b>Aktienindizes</b>		<b>Zinsen in %</b>	
DAX	13.000	USA	3 Monate 1,47
Euro Stoxx 50	3.580		2 Jahre 1,74
S&P 500	2.601		10 Jahre 2,34
Nasdaq	6.879	EWU	3 Monate -0,33
Nikkei 225	22.486		2 Jahre -0,73
Hang Seng	29.681		10 Jahre 0,37
<b>Währungen</b>		Japan	3 Monate 0,07
USD/EUR	1,195		2 Jahre -0,17
<b>Rohstoffe</b>			10 Jahre 0,03
Öl (Brent, USD/Barrel)	63,3		

### Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

### Neue Publikation

„Odysseus-Strategie der Kapitalanlage“

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

Gipfel der Zentralbank-Liquidität – steht an. Kommt es wirklich zu den von uns erwarteten drei Zinsschritten der Fed, dürften diese so manchen dann doch überraschen. Und auch die EZB muss sehen, ob sie ihren Kuschelkurs mit den Märkten so weiter fahren kann. Ein Ende der quantitativen Maßnahmen wird auf jeden Fall wahrscheinlicher – und wünschenswerter.

Gleichzeitig sollte die **Konjunktdynamik** zeigen, ob sie ebenfalls ihren Gipfel überschreitet und es zum Abstieg der Wachstumstempos kommt. Die Jagd nach Kapitaleinkommen geht also weiter.

Die Strecke vor uns wird kurviger. Leitplanken sind die Konjunktur und die – trotz allen Überraschungspotenzials – immer noch expansive Geldpolitik. Für Schlaglöcher kann die Inflation sorgen, falls die Preise, z. B. in Folge eines steigenden Ölpreises, nach oben ausbrechen.

In Anbetracht der beiden „Leitplanken“ sollten Aktien weiter Übergewichtet bleiben. Auf steigende Volatilität einstellen, heißt aber die Devisen.

Viel Erfolg bei der „Jagd“ wünscht Ihnen

Hans-Jörg Naumer

**Allianz**   
Global Investors

## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Staatsanleihen der Industriestaaten sind unverändert überbewertet. Für die mittelfristige Allokation können sich inflationsindexierte Anleihen empfehlen, dazu ein „Schuss“ Hartwährungsanleihen aus den aufstrebenden Staaten.
- Auch in der Erwartung zunehmender Volatilität sollten Aktien weiter Übergewichtet bleiben. Konjunktur und Geldpolitik wirken fördernd. Gleichzeitig geht die Renditesuche der Anleger weiter.
- Auf Seiten der Aktien ergibt sich eine leichte Präferenz für Titel aus der Eurozone. Aber auch Aktien aus den USA und den aufstrebenden Staaten können beigemischt werden. Bei japanischen Aktien ist das Wechselkursrisiko zu bedenken.

#### Aktien Deutschland

- Die jüngsten Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt belegen es: Deutschland ist in einer Boomphase.
- Die Konjunktur wird weiterhin sowohl von der Inlandsnachfrage als auch von den Exporten beflügelt.
- Für Unsicherheit sorgt der Abbruch der Koalitionsverhandlungen und die damit ungewisse Regierungsbildung. Aber die Politik scheint derzeit an den Märkten ein geringere Rolle zu spielen, da gute Konjunkturdaten und ein solides Wachstum der Unternehmensgewinne positive Impulse liefern.
- Die Bewertung deutscher Aktien befindet sich leicht über ihrem historischen Durchschnitt, sollte aber einer Übergewichtung nicht entgegenstehen.

#### Aktien Europa

- Der Aufschwung im Euroraum hat an Kraft und regionaler Breite gewonnen. In Großbritannien hat sich dagegen die konjunkturelle Lage merklich eingetrübt. Eine starke Pfund-Abwertung und damit einhergehende Realeinkommensverluste lasten auf dem privaten Konsum.
- Im globalen Vergleich liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse nach Shiller und auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Unternehmensgewinne im mittleren Bereich.
- Europäische Aktien können als neutral bewertet angesehen werden.
- Die Unternehmensgewinne sind in Europa im Vergleich zu den USA weniger weit vorangekommen, könnten aber im höheren einstelligen Bereich wachsen.

#### Aktien USA

- Solange es keinen starken Anstieg der Lohnkosten gibt, sollten sich die Unternehmensgewinne solide weiterentwickeln. Mit einem Gewinnwachstum im mittleren einstelligen Bereich kann gerechnet werden.
- US-Aktien müssen, gemessen am Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis, als teuer betrachtet werden. Auch auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Unternehmensgewinne ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis ambitioniert.

#### Aktien Japan

- In Japan werden die „Abenomics“, eine Mischung aus aggressiver Geld- sowie Fiskalpolitik, weiter fortgesetzt, zumal die Inflation bei niedrigem Lohnwachstum kaum voranschreitet.

- Das Wachstum zeigt dabei ein positives Momentum.
- Wie immer gilt: Wer in japanische Aktien als ausländischer Investor investiert, muss den Yen im Blick behalten. Dieser ist auch der wichtigste Impulsgeber für den Aktienmarkt.

#### Aktien Emerging Markets

- Der nationale Parteikongress in China und der neue Fünf-Jahres-Plan sorgen für Verlässlichkeit.
- In Indien verbessern sich die Konjunkturdaten langsam, nachdem es zwei Schocks zu verdauen galt: die Abschaffung des Bargelds und die Einführung einer Steuer auf Güter und Dienstleistungen.
- Gerade die größeren Länder können attraktiv bewertete Aktienmärkte vorweisen.
- Die Dynamik des Welthandels und die Abwertung des handlungsgewichteten Dollars helfen dem Segment zusätzlich.

#### Branchen

- Im anhaltenden Reflationierungsszenario sollten zyklische Sektoren, besonders Finanzwerte und Grundstoffe, bevorzugt werden. Diese gehören, neben den Telekommunikationswerten, zu den preiswertesten Sektoren.
- Innerhalb der Zykliker erscheinen die Industrierwerte als angespannt bewertet und sind vor allem gefährdet, wenn das Konjunkturmomentum nachlässt.
- Strukturell betrachtet bietet sich weiterhin eine Bevorzugung des Dividendenstils an.

#### Investmentthema: Multi Asset

- Bei einer zu erwartenden steigenden Volatilität bei gleichzeitigen politischen wie geldpolitischen Unabwägbarkeiten empfehlen sich Multi-Asset-Strategien.
- Der risikobehaftetere Teil der Anlage, vornehmlich Aktien, sorgt für die Ertragsfantasie und kann über [Dividenden](#) Kapitaleinkommen generieren. Den (Staats-)Anleihen kommt die Funktion des „Airbags“ zu.
- Zusätzlich zeigt die verhaltensökonomische Analyse, dass Strategien, die auf mehrere Vermögensgattungen setzen und die taktische Allokation delegieren, sich mit der [„Odysseus Strategie der Kapitalanlage“](#) selbst überlisten können.

#### Euro Renten

- Die EZB steigt nur in Trippelschritten aus ihrer ultra-lockeren Geldpolitik aus. Zwar wird sie das Volumen der monatlichen Wertpapierkäufe ab Januar 2018 halbieren (auf 30 Mrd. Euro), ein erster Zinsschritt zeichnet sich jedoch erst für das Jahr 2019 ab.

- Die Anleihen der Peripheriestaaten werden gestützt durch weitere Verbesserungen der Konjunkturdaten und verringerte politische Spannungen in der Eurozone.
- Die Unabhängigkeitsbestrebungen von Katalonien und die Wahlen in Italien können allerdings für Gegenwind sorgen.
- Die Euro-Staatsanleihen bewegen sich in weiten Bereichen immer noch im negativen Rendite-Terrain. Das ist Risiko ohne Ertrag.

### Renten International



- Der reflationäre Trend auf Seiten der Preise sollte sich fortsetzen. Ein (leichter) Anstieg des Ölpreises und die ausgelasteten Arbeitsmärkte dürften zu Preisanstiegen führen, die sich allerdings im Rahmen des geldpolitisch Verträglichen bewegen sollten. Dennoch geht von dieser Seite ein latenter Aufwärtsdruck auf die Nominalrenditen aus.
- Die zu erwartenden drei Zinsschritte der Fed im Jahr 2018 sind noch nicht vollständig am Geldmarkt eingepreist und können zu unerwünschten Überraschungen führen.

### Renten Emerging Markets



- Der „Newsflow“ von Seiten des makroökonomischen Datenkranzes hat sich über die letzten Monate hinweg deutlich verbessert.
- Das Segment dürfte aber aufgrund struktureller Probleme verwundbar bleiben. Dazu gehören u. a. das hohe Maß an Verschuldung und das Risiko eines von den USA ausgehenden Protektionismus.
- Emerging Market-Anleihen in harter Währung sollten bevorzugt werden.

### Unternehmensanleihen



- Bei den Unternehmensanleihen mit Investment Grade findet ein sinnbildliches Tauziehen zweier Faktoren statt: einer weiter akkommodierenden Geldpolitik, welche die Risikozuschläge („Spreads“) stützt, sowie angespannten Bewertungen bei eng gepreisten Risikoaufschlägen.
- Auf Basis hauseigener fundamentaler, an der Konjunktur orientierter Bewertungsmodelle können US-Unternehmensanleihen bester Bonität noch als fair gepreist bezeichnet werden.
- Aktienrückkäufe, die über zinsgünstiges Fremdkapital finanziert wurden, haben in den USA zu einem Wiederanstieg der Verschuldung im privaten Sektor geführt. Dies stellt in struktureller Hinsicht ein mögliches Risiko in einem Umfeld steigender Zinsen dar.

### Währungen

- Die Devisenhändler haben ihre Long-Positionen auf den US-Dollar massiv reduziert, was teilweise auch den nachlassenden Glauben an weitere Leitzinsanhebungen durch die Fed widerspiegelt.
- Dagegen wurden spekulative Long-Positionen im japanischen Yen aufgebaut.

- Das Wechselkursverhältnis von Euro und US-Dollar wurde in jüngster Zeit von Politik und Konjunktur, weniger von den Zentralbanken, dominiert. Die abflauenden politischen Unsicherheiten und guten Wirtschaftsdaten dürften den Euro gestärkt haben. Die Umsetzung der US-Steuerreform und eine straffer als erwartete Fed-Geldpolitik (sich ausweitender Zinsvorsprung) sollten dem US-Dollar Rückenwind geben.
- Die spekulativen Long-Positionen auf den Euro dürften zu weit gelaufen sein, was eine zwischenzeitliche Aufwertung des US-Dollar wahrscheinlich werden lässt.

# Weitere Literatur von Global Capital Markets & Thematic Research:

Verpassen Sie auch nicht unsere Podcasts:  
[www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast)

AI & das 2. Maschinenzeitalter

ESG

Aktives Management

Vermögensaufbau – Risikomanagement – Multi Asset

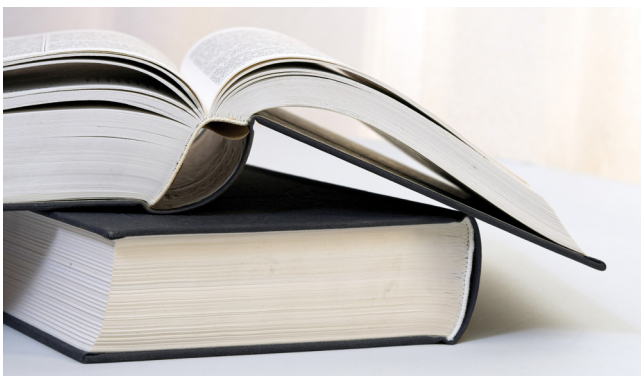
Niedrigzinsphase

Anlagestrategie und Investment

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

Alternatives

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

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, eingetragen 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.