

Kapitalmarktbrief

Schöpferische Disruption

„Schöpferische Disruption“, ein Ausdruck, der an die Schumpeter'sche „Schöpferische Zerstörung“ anknüpft, war die unausgesprochene Überschrift des jüngsten Investment Forums von Allianz Global Investors. Es ging um gleich dreierlei Arten von Disruption: Die technologische, die politische und die Disruption der Kapitalanlage.

Die **technologische Disruption** fängt mit der Erkenntnis an, dass sich das Produktivitätswachstum der Industrie – wie auch der aufstrebenden Staaten – seit geraumer Zeit abschwächt. Trotz des technologischen Wandels. Zwar scheint das Vorhandensein von Fehlmessungen, die die tatsächliche Produktivitätsentwicklung unterzeichnen, für die Wissenschaft klar zu sein, aber dennoch ist ein abwärts gerichteter Trend gegeben.

Disruption besteht auch in der **Politik**. Man denke nur an die Anstöße zur De-Globalisierung und die immer multipolarer werdende Weltordnung. Politische Disruption folgt auf technologische Disruption. Der technologische Wandel transformiert den Arbeitsmarkt und macht sich bereits in der Lohnentwicklung und bei den Arbeitsplätzen bemerkbar. Nach einer Schätzung der Universität von Oxford sind knapp 50 % aller Arbeitsplätze von der Automatisierung betroffen. Die Studie ist angreifbar, u. a. weil sie sich über neue Beschäftigungschancen ausschweigt. Sie zeigt aber, wie stark die schöpferische Disruption wirken kann.

Die Geschichte der Menschheit ist die Geschichte der Verteilungskonflikte. Ihre Zukunft auch.

Disruption ist dabei nicht zuletzt ein Phänomen der **Kapitalanlage**. In einer Welt voller Veränderung werden Anlagelösungen, die sich rein an der Vergangenheit orientieren, obsolet. Beispiel: Die Verweildauer von Aktien im S&P 500 liegt mittlerweile nur noch bei 12 Jahren. Anfang der 1960er Jahre waren es 60 Jahre!

Verstehen. Handeln.

Das Produktivitätswachstum wird sich voraussichtlich nur langsam verbessern – je stärker die neuen Technologien von den Pionier-Unternehmen in die Breite durchdringen.



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

„Eine positive reale Rendite ist nur durch das Eingehen kontrollierter Risiken zu erreichen. Aktives Management ist ein Muss!“

Stand: 28.09.17

Aktienindizes

DAX	12.705
Euro Stoxx 50	3.568
S&P 500	2.510
Nasdaq	6.453
Nikkei 225	20.356
Hang Seng	27.554
Währungen	
USD/EUR	1,178
Rohstoffe	
Öl (Brent, USD/Barrel)	57,9

Zinsen in %

USA	3 Monate	1,33
	2 Jahre	1,47
	10 Jahre	2,31
EWU	3 Monate	-0,33
	2 Jahre	-0,75
	10 Jahre	0,46
Japan	3 Monate	0,06
	2 Jahre	-0,12
	10 Jahre	0,04

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

Neue Publikation

„Wenn das Pferd tot ist, muss Du absteigen“ – Interview zur Verhaltensökonomie

www.allianzglobalinvestors.de

Der inflationäre Druck bleibt begrenzt, von Deflation kann aber kaum die Rede sein. Zumal die Regierung Trump mit ihrer keynesianisch anmutenden Fiskalpolitik in der Spätphase des US-Wachstumszyklusses zusätzlich Gas gibt.

Die Zentralbanken haben in diesem Umfeld allen Grund, den Fuß vom Gas zu nehmen. Bei der Federal Reserve (Fed) und wohl auch bei der Europäischen Zentralbank (EZB) dürfte sich dieser Kurswechsel zunehmend bemerkbar machen, wenn auch im Falle der EZB eher quälend langsam. Geo-Politische wie geldpolitische Disruption sollten für Volatilität an den Kapitalmärkten sorgen, während das Segment für Staatsanleihen unverändert keine, wenn nicht sogar eine negative Rendite erwarten lässt.

Eine positive reale Rendite kann also nur durch das Eingehen kontrollierter Risiken erreicht werden.

Aktives Management ist ein Muss!

Schöpferische Disruption wünscht Ihnen

Hans-Jörg Naumer

Allianz 
Global Investors

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Trotz des für 2018 zu erwartenden Gipfels der Zentralbankliquidität, bleibt die Geldpolitik in den G4-Staaten insgesamt locker. Die Fed dürfte dabei 2018 die Zinsen kräftiger anheben als von den Märkten erwartet.
- Die Bewertungen an den Aktienmärkten zeigen sich uneinheitlich. Während Aktien in den USA bereits hoch bewertet sind, können sie in Europa im Schnitt als fair bewertet und in den Emerging Markets als attraktiv angesehen werden.
- Am die Aktien begünstigenden „Reflationierungstrade“ – das heißt auf die Inflation zu setzen, welche die Aktien begünstigt – kann weiter festgehalten werden. Allerdings ist die zu beobachtende Sorglosigkeit der Investoren ein Risikofaktor, der schnell zu einer erhöhten Volatilität führen kann.

Aktien Deutschland

- Die deutsche Wirtschaft steht unter Volldampf, daran tut auch der jüngste kleine Rückgang beim ifo-Geschäftsklima keinen Abbruch, auch wenn die „harten“ Konjunkturindikatoren hinter den Verheißungen der „weichen“ Stimmungsindikatoren zurückbleiben dürften.
- Die Kauflaune der Konsumenten wird durch die unverändert robuste Verfassung des Arbeitsmarktes gestützt. Exportorientierte Unternehmen sollten weiterhin Rückenwind von der Weltwirtschaft erhalten. Getrieben von einer weltweit lebhaften Nachfrage nach deutschen Erzeugnissen entwickelt sich die kraftvolle Industriekonjunktur immer mehr zu einem Hauptwachstumsmotor.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt erscheinen deutsche Aktien gem. Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) moderat überbewertet.

Aktien Europa

- Die zwischenzeitliche Euro-Stärke hat sich bei den europäischen Aktien noch nicht negativ bemerkbar gemacht. Langjährige Korrelationsmuster zwischen Aktienmarkt und Euro-Wechselkurs zeigen, dass dies jedoch nicht zwangsläufig der Fall sein muss.
- Die britische Konjunktur wiederum dürfte im laufenden Jahr eine langsamere Gangart einlegen. Das schwache Pfund und der damit verbundene importpreisbedingte Inflationsanstieg entziehen reale Kaufkraft – ein Belastungsfaktor für den privaten Konsum. Gleichzeitig dürfte die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Folgen eines EU-Austritts zu einer Investitionszurückhaltung führen.

Aktien USA

- Investoren in US-amerikanische Aktien zeigen sich unverändert entspannt.
- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der für die nächsten 12 Monate erwarteten Gewinne in Relation zur Volatilität, gemessen am VIX, weicht mehr als eine Standardabweichung von ihrem mehrjährigen Durchschnitt ab.
- Auch zeigen sich die Gewinnmargen der Unternehmen noch als unbeeindruckt von den Lohnstückkosten. Dies dürfte sich allerdings bald ändern.
- Unterstützung erhält der Aktienmarkt dabei von Seiten der Konjunkturindikatoren. Diese waren äußerst solide, ungeachtet einiger Enttäuschungen während der letzten Wochen.

Aktien Japan

- Trotz einer nur „lauwarmen“ konjunkturellen Entwicklung setzt sich der Trend einer rückläufigen Arbeitslosigkeit fort.
- Anders als im Falle Europas kann der japanische Aktienmarkt geradezu als Gefangener des Yen bezeichnet werden.
- Eine Yen-Schwäche wirkt sich über die Unternehmensgewinne als Performancetreiber am Aktienmarkt aus.
- Für Investoren, die nicht das Abwertungsrisiko des Yen berücksichtigen müssen, kann sich bei japanische Aktien eine Übergewichtung empfehlen.

Aktien Emerging Markets

- Bei China und den Schwellenmärkten kamen die zyklischen Verbesserungen weiter voran, allerdings deuten die monetären Frühindikatoren auf eine Abflachung der Wachstumsraten Ende 2017 hin.
- 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. Weniger belastend wirkte dagegen zuletzt der US-Dollar, da sich der Schuldendienst für die vielfach auf Dollar lautenden Kredite in heimischer Währung vergünstigt hat.
- Die Aktien der aufstrebenden Staaten sind mit am preiswertesten bewertet.
- Die Kapitalabflüsse aus dem Segment der aufstrebenden Staaten kamen zum Ende, was stützend wirkt.

Branchen

- Mittelfristig dürften moderat steigende Anleihenrenditen und (Kern-)Inflationsraten zyklisch orientierte Sektoren begünstigen, vor allem Finanzwerte.
- Aufgrund der teils ambitionierten Bewertungen könnte eine nachlassende Konjunktur dynamik einen Belastungsfaktor für Industriewerte darstellen.
- Strukturell empfiehlt sich unverändert der Dividendenstil. Denn in einem Umfeld insgesamt kraftloser langfristiger Wachstumsperspektiven bleiben Dividenden ein wichtiger Faktor für Aktienreturns.

Investmentthema

- [Künstliche Intelligenz \(KI\) ist überall](#). Sie ist Alltag und wird weiter an Raum gewinnen.
- Die Lernfähigkeit der Maschinen wird verbunden mit einer schier unbegrenzten Fähigkeit der Datenverarbeitung – dank preiswerter Speicherkapazitäten, Cloud-Lösungen und weiter steigenden Prozessorgeschwindigkeiten.
- Daten und Rechnerleistung lassen Strukturen im bisher Unstrukturierbaren erkennen und ermöglichen neue Anwendungen. Beispiele sind das Gesundheitswesen, das „Smart Home“ oder auch selbstfahrende Autos.
- KI steckt auch hinter jener Entwicklung, die „Industrie 4.0“ oder auch „4. Industrielle Revolution“ genannt wird.

Anleihen Euroraum

- Die intra-europäischen Renditeaufschläge gegenüber den deutschen Benchmarkanleihen entwickelten sich im Umfeld verbesserter Makrodaten und verringerter politischer Risiken günstig.
- Aber auch hier sind die Bewertungen ausgereizt und die zu erwartende Verringerung des Aufkaufprogramms („Tapering“) der EZB sowie anstehende politische Ereignisse (z. B. die Wahlen in Italien 2018) sind Quellen für Gegenwind.

Anleihen International

- Staatsanleihen der Industriestaaten müssen unverändert als überteuert eingestuft werden.
- Dabei bleibt das übergelagerte Thema der finanziellen Repression intakt (verstanden als unnatürlich niedrige Renditen, bei denen die Anleiheninvestoren den Finanzministern nolens volens bei der [Entschuldung](#) helfen).
- Die hohen Bewertungen und die zu erwartende weitere Straffung der US-Geldpolitik sollten bei den US-Staatsanleihen zu Renditeanstiegen führen.
- Bei den Euro-Staatsanleihen dürften die Renditeanstiege im Umfeld der Geldpolitik der EZB moderater verlaufen als bei den Treasuries. Japanische Staatsanleihen hingegen sind weniger für Rückschläge gefährdet, da sie weiterhin vom eisernen Griff der Aufkaufprogramme der Bank of Japan tief gehalten werden sollten.

Renten Emerging Markets

- Anleihen und Währungen von Schwellenländern erscheinen langfristig als attraktiv, aber es bestehen unverändert Risiken, wie beispielsweise eine Verlangsamung der strukturellen Wachstumsdynamik, fortgesetzte Zinserhöhungen in den USA oder ein aufwertender US-Dollar.
- Im Unterschied zu vielen entwickelten Ländern sind die realen Renditen von Staatsanleihen aus Schwellenländern in lokaler Währung im Schnitt deutlich positiv.

Unternehmensanleihen

- US-Unternehmensanleihen erscheinen in der historischen Betrachtung gemessen an den eingepreisten Ausfallraten als teuer.
- Gemessen anhand 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 Euro-Dollar-Relation wurde über die letzten Wochen von geopolitischen Risiken und dem makroökonomischen Momentum der Eurozone dominiert und nicht von der Zinsdifferenz am Geldmarkt.
- Hohe Bestände an Euro-Positionen und eine Neubewertung der Zinserwartungen mit Blick auf die US-Fed – der Markt scheint hier den Mitgliedern des geldpolitischen Ausschusses noch hinterherzuhinken – dürften zumindest für eine zwischenzeitliche Konsolidierung bei der Euro-Stärke sorgen.
- Selbiges sollte auch gegenüber den Währungen der aufstrebenden Staaten gelten. Hier erscheint die aktuelle Schwäche des US-Dollars ebenfalls übertrieben.

Weitere Literatur von Global Capital Markets & Thematic Research:

Verpassen Sie auch nicht unsere Podcasts:
www.allianzgi.de/podcast

AI & das 2. Maschinenzeitalter

ESG

Aktives Management

Vermögensaufbau – Risikomanagement – Multi Asset

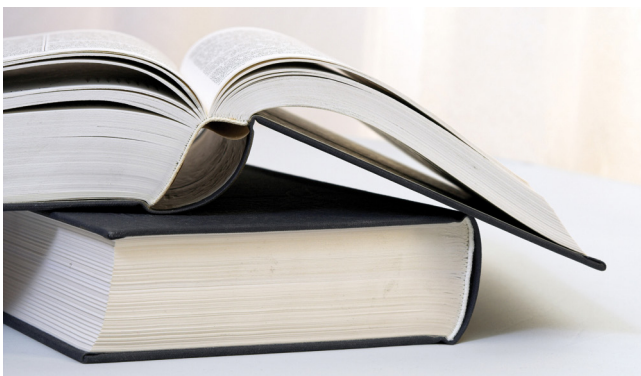
Niedrigzinsphase

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, 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.