

Kapitalmarktbrief

alpha

Kaum ein Buchstabe aus dem griechischen Alphabet wird in der Finanzbranche so bemüht wie das „Alpha“, steht er doch für die Jagd nach Mehrrendite gegenüber dem breiten Markt. Kaum ein Buchstabe dürfte auch in Zukunft so im Mittelpunkt stehen wie er. In Zeiten der technologischen Disruption, in Zeiten ansteigender Volatilität, aber auch in Zeiten einer reiferen Wachstumsphase sind die niedrig hängenden Früchte schnell abgeerntet – und Volatilitätstreiber gibt es mehr als genug:

- Da ist die **Geopolitik**. Sie speist sich aus Unabwägbarkeiten eines heraufziehenden Handelskonfliktes und aus Unsicherheiten in der Eurozone. Erwähnt seien hier nur die Diskussionen in der deutschen Regierungskoalition oder die ausgabenfreudige neue italienische Regierung, die sich den Zwängen von Budgetdisziplin sowie Stabilitäts- und Wachstumspakt zu entziehen sucht.
- Da ist die **Geldpolitik**. Der Gipfel der Zentralbank-Liquidität („**Peak Liquidity**“) wird überschritten. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat das Ende ihres Anleihenkaufprogrammes per Ende 2018 bestimmt. Bei der US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) sind über die nächsten zwei Jahre mehr Zinsschritte zu erwarten, als diese vom Markt antizipiert werden. Eine Normalisierung der Geldpolitik ist immer ein gutes Zeichen, zeigt sie doch, dass der Krisenmodus zum Ende kommt. Mit Volatilität ist dennoch zu rechnen.
- Da ist die **Konjunktur**. Die Konjunkturindikatoren deuten auf ein solides Wachstum in etwa auf Höhe des Potenzialwachstums hin. Seit Monaten lässt das Wachstumsmomentum aber nach. Das gilt für alle Regionen, vor allem für die Eurozone.



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

In Zeiten der technologischen Disruption, in Zeiten ansteigender Volatilität, aber auch in Zeiten einer reiferen Wachstumsphase sind die niedrig hängenden Früchte schnell abgeerntet. Es geht um das Alpha.

Datum: 29.06.18

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	12.306	USA	3 Monate	2,34
Euro Stoxx 50	3.350		2 Jahre	2,51
S&P 500	2.718		10 Jahre	2,85
Nasdaq	7.510	EWU	3 Monate	-0,32
Nikkei 225	21.812		2 Jahre	-0,67
Hang Seng	28.955		10 Jahre	0,32
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,166		2 Jahre	-0,13
Rohstoffe			10 Jahre	0,03
Öl (Brent, USD/Barrel)	79,4			

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

Neue Publikation

30 Jahre DAX – 30 Jahre „Wohlstand für alle“

www.allianzglobalinvestors.de

- Da ist die **Inflation**. Für Konsumenten wie Anleger gleichermaßen unbequem, mindert sie doch die Kaufkraft und schmälert die reale (!) Rendite. Die Kerninflation sollte in der Folge sich einengender Produktionslücken graduell weiter steigen. Dabei wird die tatsächliche Inflationsentwicklung zumindest in der **Eurozone** durch offizielle Konsumentenpreisindizes tendenziell unterzeichnet. Unter Berücksichtigung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum, wie es in den USA üblich ist, hätte die Jahresveränderungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindexes HVPI im Dezember 2017 um mehr als 0,3 % (Kernrate mehr als 0,5 %) höher gelegen.

Es bleibt dabei: Wer Rendite will, muss kontrolliert Risiken eingehen.

„Active is“: Die Jagd nach Alpha auch in volatilen Zeiten.
Hans-Jörg Naumer

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Politische Risiken bleiben relevant, nicht nur aufgrund der latenten Gefahr von Handelskriegen. Sie nehmen in Kapitalallokationsentscheidungen einen größeren Raum ein als in der Vergangenheit.
- Die Bewertungen zeigen sich als uneinheitlich. Bei US-amerikanischen und deutschen Anleihen können sie nur als hoch bezeichnet werden. Auch einige Aktienmärkte sind ambitioniert bewertet, während sie sich in Europa als fair und in den Schwellenländern als moderat zeigen.
- Eine schwächere Wachstumsdynamik und ein nachlassender geldpolitischer Stimulus sind potenzielle Störfeuer.
- Bei den riskanteren Vermögensklassen empfiehlt sich, diese mehr in Richtung einer neutralen Allokation zu verringern.
- 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

- Durch die anhaltenden Debatten innerhalb der Regierungskoalition haben die politischen Risiken in Deutschland zuletzt zugenommen. Auch dürfte die Exportnation unter den Handelskonflikten leiden.
- Die Konjunktur ist aktuell robust, allerdings zeigt der Rückgang des ifo-Konjunkturklimateindex, wenn auch von einem sehr hohen Niveau aus, dass der Scheitelpunkt der Konjunktur überschritten zu sein scheint.
- Die Bewertung deutscher Aktien befindet sich leicht über ihrem historischen Durchschnitt.

Aktien Japan

- Das japanische Bruttoinlandsprodukt dürfte im zweiten Quartal von einer anziehenden Industrieproduktion und einem höheren Konsum gestützt worden sein.
- Der Unternehmenssektor in Japan investiert zu wenig, was sich auf mittlere Sicht negativ auf den Wachstumsausblick auswirken sollte.
- Der Arbeitsmarkt ist bestens ausgelastet, während Anzeichen für Inflation fehlen.

Aktien Europa

- Die europäischen Aktienmärkte können als fair bewertet werden, auch wenn sie, gemessen am langfristig orientierten Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis, leicht heterogene Bewertungen aufweisen.
- Eurozonen-Aktien dürften nur dann nachhaltig besser als US-Aktien laufen, wenn sie ein besseres Gewinnwachstum zeigen. Die Startposition für die Eurozone ist vielversprechend. Aber: Die US-Steuerpolitik, der IT-Zyklus und die unerwartet langsame Übersetzung von Lohnzuwächsen in Margendruck bei den Unternehmen verschaffen den USA noch immer einen Vorsprung.

Aktien Emerging Markets

- Die chinesische Wachstumsdynamik dürfte sich in den nächsten Monaten weiter abschwächen. Eine zunehmende Verschärfung bei der Kreditvergabe und der aktuelle Handelskonflikt stellen Abwärtsrisiken dar.
- Falls notwendig können finanzpolitische Lockerungen gegensteuern. Die chinesische Regierung hat mit einer weiteren Lockerung bei der Kreditvergabe bereits auf die konjunkturelle Beunruhigung reagiert.
- Die Bewertung der Aktien aus den aufstrebenden Staaten kann als fair bezeichnet werden.

Aktien USA

- Das Budgetdefizit der USA wird dieses Jahr stark steigen. Falls erhöhte private Ersparnisse dies nicht auffangen (was angesichts der starken Konjunkturlage unwahrscheinlich erscheint), muss das Leistungsbilanzdefizit aufgrund der Grundgesetze volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung steigen. Die Folge: ein sich erhöhendes Zwillingsdefizit.
- Insgesamt bleibt die US-Konjunktur gut unterwegs, vor allem der Arbeitsmarkt. Dies sollte US-amerikanische Aktien stützen. Zuletzt sind die Wachstumsraten von Lohnkostenaggregaten merklich angestiegen. Mit einem bald beginnenden Druck auf die Unternehmensmargen ist zu rechnen.

Branchen

- Die defensiven Sektoren sollten eine zunehmende Unterstützung erfahren.
- Die Frühindikatoren der Konjunktur verlieren an Dynamik, was für eine Unterstützung der weniger konjunkturell ausgerichteten Branchen spricht.
- 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 viele 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 nur 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

- Trotz eines robusten Makroumfeldes werden Peripherie-Staatsanleihen in der Eurozone durch steigende politische Risiken (v. a. Italien), eine ambitionierte Bewertung und das sich abzeichnende Ende der EZB-Käufe („Quantitative Easing“) belastet.
- Obwohl deutsche Bundesanleihen nicht zuletzt auf Grund unterdurchschnittlicher Zeitprämien auf unattraktiven Niveaus handeln, lassen sich die derzeit niedrigen Langfristrenditen größtenteils durch zyklische Fundamentalfaktoren wie die weiterhin niedrige Kerninflationsrate und negative Geldmarktrenditen erklären.

Renten International

- Realzinsen bleiben trotz des erwarteten zyklischen Anstiegs im historischen Vergleich niedrig. Nach einer temporären Gegenbewegung sollte die globale Reflationierung in 2018 Aufwärtsdruck auf nominale Renditen ausüben.
- Der Verflachungstrend bei der US-Renditekurve dürfte mittelfristig intakt bleiben. Eine Änderung der Reinvestitionspolitik durch die Fed könnte allerdings zu temporären Gegenbewegungen führen.
- Der US-Geldmarkt preist den Leitzinserhöhungszyklus gem. unserer Erwartungen nicht hinreichend ein. Von dieser Seite ist mit negativen Überraschungen zu rechnen.

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 säkularen Ausblick für Emerging-Markets-Staatsanleihen eingetrübt.
- Des Weiteren belasten Erwartungen über eine mittelfristig weniger expansive Geldpolitik in den USA die Assetklasse. Demgegenüber zeigte 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 erscheinen auf Basis aktueller Fundamental- und Finanzmarktdaten unterstützt. Unternehmensanleihen besserer Bonität (Investment Grade) zeigen sich demgegenüber moderat überbewertet.
- Auf Basis hauseigener fundamental- und marktbasierter Bewertungsmodelle sollten die aktuellen Spreadniveaus für Euro-Hochzinsanleihen und Investment Grade-Unternehmensanleihen aus zyklischer Sicht gerechtfertigt sein.

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, 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.