

# Kapitalmarktbrief

## Neues Jahr, alte Fragen – eine „Roadmap“ für Kapitalanleger

Neues Jahr, alte Fragen: Setzt sich die Konjunktorentwicklung fort? Wie lange währt der Aufschwung an den Kapitalmärkten noch? Sind die Aktienmärkte überbewertet? Zu den Fragen eine „Roadmap“.

1. Konjunktur: Alle Anzeichen sprechen für eine Fortsetzung des soliden Erholungskurses der Weltwirtschaft, trotz einiger Hinweise auf nachlassende Dynamik. Die globale Produktionslücke sollte sich weiter einengen – das Wachstum liegt über Potenzial, die Arbeitsmärkte sind angespannt.
2. Wachstum: Das Wachstumspotenzial (merke: „Wachstum“ ist der langfristige Entwicklungspfad, um den die Konjunktur schwankt) wird durch einige Bremsfaktoren gezügelt. Dazu gehören die weltweit hohe Verschuldung, die schwache Produktivität und ungünstige demografische Trends.
3. Preisentwicklung: Das bleibt nicht ohne Auswirkungen auf die Preisentwicklung. Nachdem die Gesamtinflation, getrieben vom Energiepreis, ihren zwischenzeitlichen Höhepunkt erreicht haben sollte, dürfte sich jetzt die nächste Stufe des globalen Reflationierungstrends entfalten. Falls es hier zu Überraschungen kommt, sollte sich dies in höher als erwarteten Inflationsraten äußern. Diese würden dann auch den Handlungsspielraum der Zentralbanken einengen.
4. Geldpolitik: In der Gesamtsicht bleibt die Geldpolitik weiterhin locker, obwohl im neuen Jahr 2018 „Peak Liquidity“ – der Gipfel der Zentralbankliquidität – überschritten werden sollte. Diese Marke ergibt sich aus der Relation der monetären Basen der G4-Zentralbanken zum globalen Bruttoinlandsprodukt.



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

Konjunktur: Alle Anzeichen sprechen für eine Fortsetzung des soliden Erholungskurses der Weltwirtschaft, trotz einiger Hinweise auf nachlassende Dynamik.

Datum vom: 05.01.18			
<b>Aktienindizes</b>		<b>Zinsen in %</b>	
DAX	13.320	USA 3 Monate	1,70
Euro Stoxx 50	3.619	2 Jahre	1,96
S&P 500	2.743	10 Jahre	2,45
Nasdaq	7.137	EWU 3 Monate	-0,33
Nikkei 225	23.715	2 Jahre	-0,64
Hang Seng	30.900	10 Jahre	0,44
<b>Währungen</b>		Japan 3 Monate	0,07
USD/EUR	1,205	2 Jahre	-0,13
<b>Rohstoffe</b>		10 Jahre	0,05
Öl (Brent, USD/Barrel)	67,6		

### Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds
▼
Aktienfonds

**Neue Publikation**  
„Der DAX wird 30 – Grund zum Feiern?“ Interview mit Aktionärs-TV  
[www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)

5. Handlungsspielraum: Das Augenmerk sollte sich in der Konsequenz von der Geldpolitik mehr in Richtung Fiskalpolitik verschieben. Dabei bleiben die Handlungsspielräume gering, ebenso wie die politische Bereitschaft, Geld in die Hand zu nehmen – abgesehen von den USA und Japan.
6. Risikofaktoren: Die Geo-Politik bleibt auf der Agenda. Auch Europa trägt mit Unsicherheiten dazu bei. Unter anderem muss sich in Deutschland zeigen, ob „SchwaRo“, also die Koalition aus CDU/CSU und SPD, zusammenfinden wird. Und in Italien stehen Wahlen an.

Neues Jahr, alte Erkenntnis: Ohne Risiken gibt es keine Rendite. Die Jagd nach der Risikoprämie dürfte sich aber auch 2018 wieder lohnen, meint

Hans-Jörg Naumer

PS: Verpassen Sie auch unser [Sonderthema zu Bitcoin](#) in dieser Ausgabe nicht.



## 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



- Aufgelegt im Sommer 1988, rückgerechnet auf einen Indexstand von 1.000 zum Januar 1988, wird der DAX faktisch in diesen Tagen 30 Jahre alt. Knapp 9% Gewinn pro Jahr hat er über diese letzten drei Jahrzehnte gemacht.
- Ist der DAX zu teuer beim aktuellen Indexstand? Fakt ist: Er liegt eigentlich nur knapp über 6.000 Punkte. Die ca. 13.500 kommen nur zustande, weil der DAX ein Performance- und kein Kursindex ist. Das bedeutet, es werden die Dividenden miteinberechnet – diese haben also über die Hälfte des Gesamterfolges ausgemacht.
- Bezogen auf die aktuellen Gewinne liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) derzeit unter dem Durchschnitt der letzten 30 Jahre. Dabei muss jedoch die Übertreibungsphase um das Jahr 2000 berücksichtigt werden, welche den Periodendurchschnitt insgesamt nach oben zieht.

#### Aktien Europa



- Der Aufschwung im Euroraum hat an Kraft und regionaler Breite gewonnen. In Großbritannien hat sich dagegen die konjunkturelle Lage merklich eingetrübt.
- 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 gestiegen, könnten aber im höheren einstelligen Bereich wachsen. Gegenüber der guten Konjunktur haben sie noch Nachholbedarf.

#### 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, wenngleich die schwächeren Konjunkturdaten ein nachlassendes Wachstumsmomentum belegen.
- 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 handelsgewichteten 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 Industriewerte als hoch bewertet und sind vor allem dann 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.

## Sonderthema: Bitcoin

- Die Krypto-Währung Bitcoin scheint bei Anlegern ganz eigene Fantasien auszulösen, die vermutlich vor allem verhaltensökonomisch zu erklären sind ([mehr dazu hier](#)). Dabei sollte die Volatilität dieses Vehikels nicht übersehen werden. So stürzte es vom zwischenzeitlichen Hoch bei 20.000 US-Dollar je Bitcoin innerhalb kurzer Zeit um mehrere Tausend US-Dollar ab.
- Betrachtet man den Anstieg des Bitcoin-Kurses über die letzten fünf Jahre, so erscheint im historischen Vergleich selbst die „Tulpenzwiebel-Hausse“ nur noch wie ein Bläschen. Diese hatte im Vergleich zu allen anderen historischen Blasen den stärksten Anstieg bis zu ihrem vollständigen Kollaps verzeichnet.
- Tatsächlich sind auch alle neun Kriterien, die ein Wirtschaftshistoriker für Blasen ausgemacht hat, längst erfüllt. Dazu gehören u. a. die Zulassung neuer/komplexer Finanzinstrumente (Einführung von „Future-Kontrakten“), starke Kapitalzuflüsse und die Fantasie des „Dieses Mal ist alles anders“.
- Nicht zu vergessen: Bitcoin haben keinen intrinsischen Wert.

## Euro Renten

- Die Peripherie-Staatsanleihen in der Eurozone sollten durch das robuste Makroumfeld und ein kurzfristig verbessertes politisches Umfeld gestützt werden.
- Allerdings bleiben die ambitionierte Bewertung, geringere EZB-Käufe im Rahmen von „QE“ („Quantitative Easing“) und politische Ereignisse (u. a. Katalonien, Parlamentswahlen in Italien) potenzielle Belastungsfaktoren.
- Die Euro-Staatsanleihen bewegen sich in weiten Bereichen immer noch im negativen Rendite-Terrain. Das ist Risiko ohne Ertrag.

## Renten International

- Die „Finanzielle Repression“ hält an. Realzinsen bleiben trotz des erwarteten zyklischen Anstiegs im historischen Vergleich niedrig. Die globale Reflationierung sollte nach temporärer Gegenbewegung moderaten Aufwärtsdruck auf nominale Renditen ausüben.
- Die Staatsanleihenrenditen dürften im Kontext des „Policy Mix“ von expansiver Fiskalpolitik und einer restriktiveren Geldpolitik der Fed steigen.
- Das Renditeniveau der japanischen Staatsanleihen sollte unverändert bleiben, da hier die Zentralbank Renditeanstiege verhindert.

## 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.

# 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

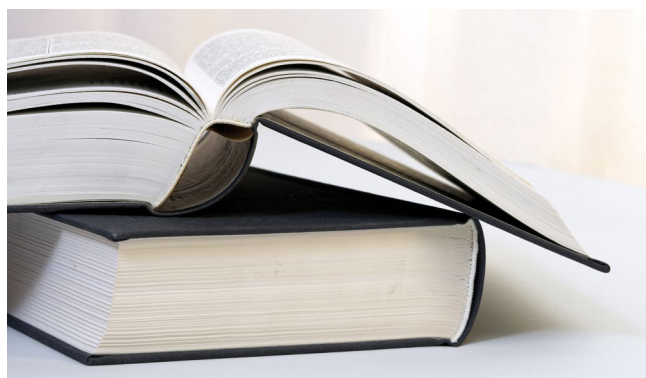
Niedrigzinsphase

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.