

# Kapitalmarktbrief

## Bullenmärkte sterben nicht an Altersschwäche

Die Angst geht um vor dem Ende des Bullenmarktes, und damit einhergehend die Angst vor dem Abbruch des Konjunkturzyklus. Betrachtet man die Bullen seit Anfang der 1970er Jahre bis heute, war bezogen auf die Performance nur die vom Sommer 1982 bis Dezember 1989 an den Aktienmärkten zu messende Aufwärtsbewegung stärker als derzeit (es kam im Durchschnitt zu mehr als einer Verfünffachung der Kurse). Diese Phase war auch nur leicht kürzer als die mittlerweile in den 105. Monat kommende Erholungsphase nach Ausbruch der US-amerikanischen Hauspreiskrise. Und nur die im Jahr 2000 platzende Technologie-Medien-Telekommunikationsblase war länger. Sie erstreckte sich über gut 116 Monate. Die drei anderen Aufschwungphasen (Anfang der 1970er; während der zweiten Hälfte der 1970er; Ende 2002 bis Herbst 2007) waren zeitlich kürzer.

Da ist es schon verständlich, wenn die Märkte unruhig werden. Anlässe boten u. a. das Einpreisen eines Reflationierungsszenarios, in dessen Folge eine verschärfte Gangart zumindest der US-Zentralbank Federal Reserve befürchtet wird.

Dazu immer wieder die Sorge, die globale Konjunktur könnte ihren Scheitelpunkt überwunden haben, wozu die inversere Lage der US-Renditestrukturkurve als Präjudiz herangezogen wird. Tatsächlich war eine inverse Renditestrukturkurve in der Vergangenheit ein verlässlicher Frühindikator für US-Rezessionen. Diese stellten sich dann im Durchschnitt der seit Mitte der 1950er Jahre zu zählenden inversen Lagen 16 Monate später ein, während das Hoch beim Leitindex S&P 500 acht Monate danach erreicht wurde.

Aber Bullenmärkte sterben nicht an Altersschwäche – sie „wissen“ ja nicht einmal wie alt sie sind. Sie sterben an einem Ende des Konjunkturaufschwungs oder durch eine zu straff werdende oder überraschend straffe Geldpolitik.



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

Bullenmärkte sterben nicht an Altersschwäche – sie „wissen“ ja nicht einmal, wie alt sie sind. Sie sterben an einem Ende des Konjunkturaufschwungs oder durch eine zu restriktiv werdende Geldpolitik.

Datum vom: 02.04.18

### Aktienindizes

DAX	12.097
Euro Stoxx 50	3.338
S&P 500	2.582
Nasdaq	6.844
Nikkei 225	21.292
Hang Seng	30.180

### Währungen

USD/EUR	1,231
---------	-------

### Rohstoffe

Öl (Brent, USD/Barrel)	70,1
------------------------	------

### Zinsen in %

USA	3 Monate	2,31
	2 Jahre	2,27
	10 Jahre	2,75
EWU	3 Monate	-0,33
	2 Jahre	-0,61
	10 Jahre	0,50
Japan	3 Monate	0,07
	2 Jahre	-0,13
	10 Jahre	0,04

## Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

### Neue Publikation

Die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage (Teil 2)

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

Bei der inversen Strukturkurve handelte es sich ohnehin eher um ein Symptom, das eine allgemeine Verschärfung der monetären und finanziellen Bedingungen in der Gesamtwirtschaft widerspiegelt. Symptom, aber eben nicht Auslöser. Diese Rolle könnte den Konjunkturindikatoren zukommen, doch die sind aktuell noch zu stabil. Die sich hier zeigende „Plateaubildung“ spricht für das Einschwenken in die nächste Phase des Konjunkturzyklus, nicht aber für einen Abbruch der Konjunktur.

Vergegenwärtigen wir uns die nahezu geradlinig verlaufende Aufwärtsbewegung in den letzten zwölf Monaten, erscheint die jüngst zu beobachtende Korrektur überfällig und reinigend nach einer langen Phase der Sorglosigkeit. Sie stimmt auf eine insgesamt volatilere Entwicklung ein.

Agilität wünscht Ihnen  
Hans-Jörg Naumer

**Allianz**   
Global Investors

## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Trotz der leichten Verbesserung der globalen Konjunkturdaten, gemessen am hauseigenen „Makro-Breitenindikator“ („Macro Breadth Growth Index“), schwächten sich die Makroindikatoren in wichtigen Industrieregionen wie den USA, der Eurozone und Japan zuletzt per Saldo ab.
- Der zunehmende Verlust an zyklischem Momentum deutet darauf hin, dass sich die Weltwirtschaft der nächsten Stufe im aktuellen Konjunkturzyklus nähert. In dieser spätzyklischen Reflationierungsphase sollte mit einem anhaltenden globalen Wachstum über Potenzial gerechnet werden, aber keiner weiteren Beschleunigung.
- Eine vorsichtige Übergewichtung von Aktien kann bestehen bleiben, allerdings muss unverändert mit einer erhöhten Volatilität gerechnet werden.

#### Aktien Deutschland

- Die deutsche Hochkonjunktur schaltet möglicherweise einen Gang zurück. Im Einklang mit dem rückläufigen Februar-Einkaufsmanagerindex hat sich – ausgehend von einer überschäumenden Wirtschaftsstimmung – auch das ifo Geschäftsklima deutlich eingetrübt.
- Mit der Regierungsbildung – der Neuaufgabe der „Großen Koalition“ – ist wieder Verlässlichkeit in die deutsche Politik eingekehrt.
- Die Bewertung deutscher Aktien befindet sich leicht über ihrem historischen Durchschnitt, sollte aber einer Übergewichtung nicht entgegenstehen.

#### Aktien Europa

- Das Wachstumsumfeld im Euroraum bleibt robust mit Zuwachsraten über Potenzial, doch der konjunkturelle Hochpunkt könnte bereits überschritten worden sein. Neben Deutschland könnte auch in Frankreich der Konjunkturaufschwung allmählich an Dynamik verlieren. Das Stimmungsbarometer der Franzosen für das verarbeitende Gewerbe sank, nachdem im Vormonat noch ein 17-Jahres-Hoch erreicht worden war.
- Nach einem schwachen Start in das Jahr 2017 hat die britische Konjunktur in den vergangenen Quartalen wieder Tritt gefasst. Zwar drosselt die (vornehmlich der Pfundschwäche geschuldete) anhaltend hohe Inflation weiterhin die real verfügbaren Einkommen. Allerdings konnten die Nettoexporte – beflügelt durch die gestiegene preisliche Wettbewerbsfähigkeit und den anziehenden Welthandel – die Konsumschwäche wettmachen. Trotz der weltwirtschaftlichen Impulse bleibt dagegen die Investitionstätigkeit der Unternehmen vergleichsweise verhalten. Zu groß scheint die Unsicherheit über die zukünftigen Handelsbeziehungen der Insel. Bei britischen Aktien empfiehlt sich eine neutrale Gewichtung.
- Der Zyklus der Unternehmensgewinne ist in Europa deutlich weniger vorangeschritten als in den USA. Die Margenerholung hält an. Der zwischenzeitliche Gegenwind durch die Euro-Aufwertung könnte allmählich nachlassen. Ein Wachstum der Unternehmensgewinne im mittleren einstelligen Bereich erscheint realistisch.

#### Aktien USA

- Die Analysten haben ihre Wachstums- und Inflationsschätzungen für die US-Wirtschaft 2018 weiter angehoben. Allerdings ist die Luft für weitere Anhebungen des Bruttoinlandsproduktes

(BIP) 2018 aufgrund der bereits ambitionierten Niveaus der Schätzungen deutlich dünner geworden.

- Ein Schub von 7 % für die Unternehmensgewinne bedingt durch Steuersenkung erscheint realistisch. Der Margendruck von der Lohnseite entfaltet sich langsam, aber stetig. Ein Gewinnwachstum im niedrigen zweistelligen Bereich scheint möglich.

#### Aktien Japan

- Da die Bevölkerung in Japan zunehmend altert und sich der Arbeitsmarkt angespannt erweist, nehmen mehr und mehr Arbeitnehmer die Beschäftigung wieder auf. So stieg nicht nur die Beschäftigungsrate älterer Arbeitnehmer (55 – 64 Jahre) seit der Einführung von „Abenomics“, sondern auch die Beschäftigungsquote weiblicher Arbeitnehmer. Jene liegt mittlerweile in Japan über der vergleichbaren Quote in den USA.
- Japanische Aktien lösten sich kurzfristig etwas von der Fessel des Yen. Die positive (globale) Konjunktur sollte die Unternehmensumsätze anschieben.
- Taktisch scheinen die Chancen für dieses Aktiensegment zu überwiegen.

#### Aktien Emerging Markets

- Die Geldmengenaggregate für die chinesische Wirtschaft deuten auf eine anstehende Wachstumsverlangsamung hin.
- Sowohl Brasilien als auch Russland sind – nicht zuletzt wegen des Rohstoffpreiskollaps – durch eine schwere Wirtschaftskrise gegangen. Die Kapitalbilanzen der Schwellenländer haben sich seit 2016 deutlich verbessert. In die Schwellenländer (Ausnahme: China) fließt Kapital zurück.
- Ein Zeitfenster mit ausreichend hohem chinesischem Wachstum, einer Belebung des Welthandels, schwachem Dollar und steigenden Rohstoffpreisen dürfte Schwellenländeraktien weiter beflügeln. Taktisch sollten sich Chancen bieten, allerdings stellt ein potenziell wiedererstarkender US-Dollar, z. B. in Folge einer zunehmenden Risikoaversion, ein Risiko da. Mittelfristig bleiben allerdings strukturelle Probleme.

#### Branchen

- Der überragende Treiber der Sektorallokation der letzten Monate – die Zinsnormalisierung bzw. genauer die „Reflationierung“ – wird zunehmend durch die Abschwächung von Konjunkturindikatoren überlagert.

- Die Schwächephase defensiver Sektoren könnte zunehmend auslaufen. Bei hoch bewerteten Industriewerten ist Vorsicht angebracht. [Dividenden](#)orientierte Investments sollten zyklischer ausgerichtet werden.

### Investmentthema: **Multi Asset – die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage**

- Multi-Asset-Lösungen können nicht nur durch ihre Ausgestaltung allein helfen, dass sich [Anleger strategisch an eine Anlagestrategie „binden“](#), um typische Anlegerfehler zu vermeiden, sie haben auch strukturell in der Gunst der Anleger deutlich gewonnen.
- Wie die jüngste hauseigene Studie zeigt, kam es in den meisten europäischen Staaten zu einer deutlichen Gewichtsverschiebung innerhalb der Fondsgattungen hin zu einem höheren Anteil an Multi-Asset-Fonds. Diese wurden auch zu gezielten taktischen Veränderungen genutzt, was den Anlegern u. a. half, an der Performance der Aktienmärkte zu partizipieren.

### Euro Renten

- Die Staatsanleihen in der Peripherie der Eurozone werden durch das robuste Makroumfeld und ein kurzfristig verbessertes politisches Umfeld gestützt. Allerdings bleiben die ambitionierten Bewertungen sowie geringere Käufe vonseiten der EZB potenzielle Belastungsfaktoren.
- Die EZB hatte mit umfangreichen Maßnahmen auf das Niedriginflationsumfeld reagiert. Vor dem Hintergrund der zyklischen Konjunkturerholung und einer mittelfristigen Inflationsnormalisierung sollte die Notenbank ihre Anleihen-Neukäufe im späteren Jahresverlauf 2018 beenden und gegen Mitte 2019 erstmalig die Leitzinsen (Einlagensatz) anheben.
- Während deutsche Bundesanleihen durch die insgesamt akkommodierende Geldpolitik und das weiterhin gemäßigte Inflationsumfeld gestützt werden, wirken die bestehende fundamentale Überbewertung und die seit Januar 2018 verringerten EZB-Anleihenkäufe belastend.

### Renten International

- Der anhaltende Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung und ein weiterer Rückgang der Arbeitslosigkeit sollten mittelfristig zu einer graduellen Reflationierung der Weltwirtschaft führen.
- Den Anleihenmärkten droht weiteres Ungemach durch die gestiegenen Risiken einer möglichen Aufwärtsrevision der Fed-Zinsprojektionen in den kommenden Monaten, auch wenn sich die Erwartungen der Märkte mittlerweile auf die Projektionen der Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses eingestellt haben.
- Das US-Fiskaldefizit hat in der Vergangenheit einen statistisch signifikanten Einfluss auf langfristige US-Renditen ausgeübt. Auf Basis hauseigener Modelle führte ein Defizitanstieg um 1 % relativ zum BIP zu einem Anstieg 10-jähriger Staatsanleihenrenditen um etwa 0,15 %. Unter Berücksichtigung der indirekten Effekte steigender Defizite auf andere Modellvariablen dürfte der Gesamteffekt sogar deutlich höher liegen.

- Die bereits defensive Positionierung vieler Investoren könnte dem US-Staatsanleihenmarkt zumindest eine temporäre Verschnaufpause geben. So zeigen z. B. die spekulativen Positionen bei US-Staatsanleihen eine deutliche Untergewichtung an.

### Renten Emerging Markets

- Strukturelle Belastungsfaktoren (z. B. ein hoher Verschuldungsgrad und nachlassendes Wachstumspotenzial in vielen Schwellenländern sowie protektionistische Tendenzen in den USA) haben den längerfristigen Ausblick für Anleihen der aufstrebenden Staaten eingetrübt. Des Weiteren belasten Erwartungen über eine mittelfristig weniger expansive Geldpolitik in den USA diese Anlageklasse.
- Demgegenüber hat sich das zyklische Konjunkturmilieu im vergangenen Jahr spürbar verbessert.

### Unternehmensanleihen

- Risikoprämien von US High Yield-Anleihen (Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität) scheinen auf Basis aktueller Fundamental- und Finanzmarktdaten zyklisch als gut unterstützt.
- Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade-Segment wirken demgegenüber zunehmend überbewertet.
- Auf Basis hauseigener fundamental- und marktbasierter Bewertungsmodelle sind die aktuell niedrigen Renditezuschläge („Spreads“) für Euro-Hochzinsanleihen und Investment Grade-Unternehmensanleihen zyklisch weitgehend gerechtfertigt.

### Währungen

- Währungsspekulanten haben ihre Long-Positionen auf den US-Dollar massiv reduziert.
- Trotz eines kurzfristig konjunkturstimulierenden Effekts erhöht der spätzyklische Fiskalimpuls auf Sicht der kommenden Jahre das Risiko eines möglichen „Boom-Bust-Szenarios“ der US-Wirtschaft. Der korrespondierende Anstieg des Fiskal- und Leistungsbilanzdefizits („Zwillingsdefizit“) stellt einen zunehmenden Belastungsfaktor für US-Staatsanleihen und den US-Dollar dar.
- Gemäß hauseigenem langfristigen Gleichgewichtsmodell zu Wechselkursen ist die fundamentale Unterbewertung vieler Währungen (vor allem aus den Schwellenländern) gegenüber dem US-Dollar weiter signifikant.
- Eine ansteigende Risikoaversion dürfte den Yen gestützt haben.
- Der anhaltende Anstieg der Währungsreserven Chinas deutet darauf hin, dass sich der Kapitalabfluss weiter verlangsamt, wenngleich auch ein schwächerer US-Dollar zu einem stabileren Renminbi beitrug. Eine weniger akkommodierende Geldpolitik der großen Zentralbanken sowie ein nachlassendes Wachstumsmomentum in China könnten jedoch zu einer in beide Richtungen erhöhten Volatilität der chinesischen Währung führen.

# 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

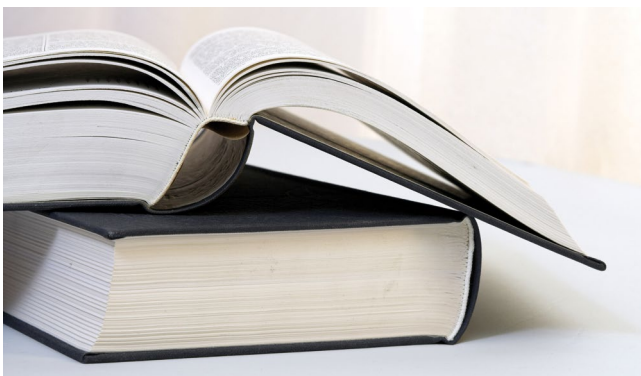
Niedrigzinsphase

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.