

Kapitalmarktbrief

Verteilungskonflikte

Verteilungskonflikte (Wiederaufnahme)

Verteilungskonflikte sind die inneren Triebmechanismen intra- wie internationaler Politik. Daran haben auch die letzten Wochen wieder erinnert. Sie manifestieren sich u. a. in Handelskonflikten und Schulden.

Handelskonflikte: Der Politikansatz „America first“ geht in seine nächste Runde. Und während sich die sino-amerikanischen Spannungen abzumildern scheinen, verlagert sich der Schwerpunkt auf die Handelsbeziehungen zwischen den USA und Europa. Gleichzeitig rücken der Nahe Osten und das Atomabkommen der USA mit dem Iran in den Vordergrund der Agenda.

Schulden: Auf ca. 132 % des Bruttoinlandsproduktes (BIP) belaufen sich die italienischen Staatsschulden. Und die neue Regierung scheint wenig ambitioniert zu sein, diese in Richtung der Obergrenze der Maastrichter Verträge von 60 % zurückzuführen. Ganz im Gegenteil. Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte dies nicht kalt lassen. Hält sie doch ca. 342 Mrd. Euro der italienischen Staatsschulden.

Ein Politikwechsel in Richtung steigender Verschuldung verspielt die erreichten Erfolge, wie z. B. die Produktivitätsgewinne, schnell. Er kann durch sich ausweitende Risikozuschläge auf italienische Staatsanleihen die Kosten der Verschuldung in die Höhe treiben, noch dazu, wenn die Unkenrufe eines „Italexit“ Raum gewinnen – eines Austritts Italiens aus der Eurozone, der vertragsrechtlich nicht ohne einen Austritt aus der Europäischen Union zu haben wäre. Immerhin: Die Primärbilanz (Ausgabensaldo ohne Zins- und Tilgungsleistungen auf die Staatsschuld) ist positiv und liegt bei fast 2 %. Allerdings fallen heute schon 3,5 bis 4 % des BIP als Kosten für die Staatsschuld im öffentlichen Haushalt an, wobei die implizite durchschnittliche Zinslast bei niedrigen 2,9 % liegt.



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

Das Reflationierungsszenario kann fortgeschrieben werden, was gut für Sachwerte, also Aktien, sein sollte. Mit Volatilität ist dabei zu rechnen.

Datum vom: 25.05.18

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	12.938	USA	3 Monate	2,32
Euro Stoxx 50	3.524		2 Jahre	2,49
S&P 500	2.721		10 Jahre	2,98
Nasdaq	7.434	EWU	3 Monate	-0,32
Nikkei 225	22.481		2 Jahre	-0,64
Hang Seng	30.588		10 Jahre	0,47
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,168		2 Jahre	-0,14
			10 Jahre	0,05
Rohstoffe				
Öl (Brent, USD/Barrel)	76,4			

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

Neue Publikation

Die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage (Teil 2)

www.allianzglobalinvestors.de

Dass bei all dieser Gemengelage der Ölpreis um ca. 60 % über seinen Wert von vor zwei Jahren geklettert ist, und damit mehr als doppelt so hoch wie Anfang 2016 liegt, hat gerade noch gefehlt. In der Vergangenheit führten Preisanstiege in dieser Größenordnung innerhalb von spätestens einem Jahr zu einer Rezession, wenn sie primär durch Angebotsschocks verursacht waren. Konnte der Ölpreisanstieg allerdings primär durch starke Nachfrage erklärt werden, führte dies in zwei von drei Fällen nicht zu einer Rezession! Damit dürfte er auch aktuell kein Rezessionsindikator sein.

Im Gegenteil. Die Weltkonjunktur zeigt sich unverändert von ihrer robusten Seite, wenn sich auch hier und da die Anzeichen einer leichten Ermüdung andeuten. D. h. das Reflationierungsszenario kann fortgeschrieben werden, was gut für Sachwerte, also Aktien, sein sollte. Mit Volatilität – siehe Geopolitik – ist dabei allerdings zu rechnen.

Die Geschichte der Menschheit ist die Geschichte der Verteilungskonflikte. Ihre Zukunft auch. Machen wir das Beste aus der Zukunft, meint Hans-Jörg Naumer

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Die geopolitische Gemengelage zeigt sich als unübersichtlich. Zunehmende Sorgen in der Eurozone um Italien treffen zeitgleich auf Entspannungssignale beim Handelskonflikt zwischen China und den USA.
- Die Bewertung an den Kapitalmärkten stellt sich bei Vermögensklassen wie Aktien und Staatsanleihen der Industriestaaten weiter insgesamt uneinheitlich dar. Besonders die Bewertungsdifferenzen an den Aktienmärkten sind, gemessen am zyklusbereinigten Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis, sehr unterschiedlich: hoch in den USA, moderat in Europa, preiswert in den Schwellenländern.
- Aus der Gesamtsicht empfiehlt sich unverändert eine moderate Übergewichtung von Aktien.
- In einem wie zu erwartend volatilen Marktumfeld ist aktives Investieren ein Muss! Dies gilt sowohl innerhalb von Vermögensklassen als auch vermögensklassenübergreifend.

Aktien Deutschland

- Die deutsche Hochkonjunktur schaltet möglicherweise einen Gang zurück.
- Das ifo-Geschäftsklima hat seinen Scheitelpunkt überschritten, ausgehend allerdings von einem geradezu überschäumenden Niveau.
- Die Bewertung deutscher Aktien befindet sich leicht über ihrem historischen Durchschnitt, sollte aber angesichts robuster Gewinndaten einer Übergewichtung nicht entgegenstehen.

Aktien Japan

- Japanische Aktien lösten sich kurzfristig etwas von der (negativen) Korrelation mit dem Yen.
- Globale wie inländischer Treiber wirken sich positiv auf das Konjunkturmomentum aus. So lässt z. B. der japanische Einkaufsmanagerindex weitere Zugewinne beim Umsatzwachstum der Firmen erwarten.
- Problematisch bleiben die unverändert geringen Investitionen der Unternehmen und der fehlende Inflationsdruck.

Aktien Europa

- Die Eurozone befindet sich derzeit auf einem sich selbst stabilisierenden Wachstumspfad.
- Trotz einer nachlassenden Dynamik lässt die Expansion des Bruttoinlandsproduktes (BIP) die Arbeitslosigkeit weiter fallen. Das höhere Lohnwachstum sollte den privaten Konsum stützen.
- Die Unternehmensgewinne in der Eurozone scheinen kaum mit den Wechselkursentwicklungen korreliert zu sein, sehr wohl aber mit dem Wirtschaftswachstum.
- Italien birgt Unsicherheitspotenzial, das auf die gesamte Region abstrahlen könnte.
- Großbritanniens Wachstum schwächelte zu Jahresbeginn, aber die Pfundschwäche und der Welthandel dürften die britische Konjunktur fortgesetzt stützen.

Aktien Emerging Markets

- In China deuten die Geldmengenaggregate ein nachlassendes Wachstumsmomentum über 2018 hinweg an – als Folge der von der Regierung eingesteuerten Entschuldung, insbesondere auf dem Immobiliensektor.
- Die Unternehmensanalysten stellen für die nächsten fünf Jahre, gemäß der Consensus-Schätzungen, hohe Raten beim Gewinnwachstum für Firmen aus den aufstrebenden Staaten ein.
- Die Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern kamen zum Erliegen, was gut für die Vermögensklasse „Emerging Markets“ ist.

Aktien USA

- Die US-Wirtschaft wächst über Potenzial, während gleichzeitig die Arbeitslosenquote auf ein neues zyklisches Tief gefallen ist.
- Trotz Enttäuschungen hier und da bleibt die US-Konjunktur gut unterwegs, vor allem dank des robusten Arbeitsmarktes.
- Dies dürfte für US-Aktien stützend wirken, auch wenn ein Margendruck infolge zunehmenden Lohndrucks zu erwarten ist.

Branchen

- Der überragende Treiber der Sektorallokation der letzten Monate – Zinsnormalisierung/Reflationierung – wird zunehmend durch die Abschwächung von Konjunkturindikatoren überlagert.
- Die Schwächephase defensiver Sektoren könnte zunehmend auslaufen.
- Vorsicht sollte bei den hoch bewerteten Industriewerten walten.

Investmentthema: Multi Asset

- 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

- 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.
- Deutsche Bundesanleihen handeln nicht zuletzt aufgrund unterdurchschnittlicher Zeitprämien auf unattraktiven Niveaus. Dennoch lassen sich die derzeit niedrigen Langfristrenditen größtenteils durch zyklische Fundamentalfaktoren, wie die weiterhin niedrige Kerninflationsrate und negative Geldmarktrenditen, erklären.

Renten International

- Die Einengung bei den Produktionslücken lässt mittelfristig steigende Kerninflationsraten erwarten.
- Bei den US-Staatsanleihen kam es, nicht zuletzt aufgrund des geänderten „policy mix“ (restriktivere Geldpolitik bei gleichzeitig expansiverer Fiskalpolitik) zu einem Anstieg der Renditen. Dazu hatten auch die zuvor ambitionierten Bewertungen beigetragen.
- Der US-Geldmarkt dürfte den Leitzinserhöhungszyklus noch nicht hinreichend einpreisen, was Potenzial für negative Überraschungen lässt.
- Die mittelfristige graduelle Reflationierung der US-Wirtschaft und der beschlossene spätyklische Fiskalimpuls sollten zusätzlichen Druck auf die Federal Reserve (Fed) ausüben, mit der Normalisierung ihrer akkommodierenden Geldpolitik fortzufahren.
- Die Realzinsen bleiben aber trotzdem im historischen Vergleich niedrig. Ein Ende der „Finanziellen Repression“ zeigt sich noch nicht.

Renten Emerging Markets

- Strukturelle Belastungsfaktoren (z. B. hoher Verschuldungsgrad und nachlassendes Wachstumspotenzial in vielen Schwellenländern, protektionistische Tendenzen in den USA) haben den säkularen Ausblick für EM-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 weitgehend unterstützend.

Unternehmensanleihen

- Risikoprämien von US-High-Yield-Anleihen (Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität) scheinen auf Basis aktueller Fundamental- und Finanzmarktdaten zyklisch 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

- Die aktuelle Erholung des US-Dollars dürfte sich zunächst fortsetzen. Gründe sind die Refokussierung der Marktteilnehmer auf die steigenden Zinsdifferenzen, eine vorerst anhaltende geldpolitische Divergenz zwischen Fed und EZB sowie der Rückgang des positiven makroökonomischen Momentums in der Eurozone.
- Zunehmende politische Risiken, insbesondere die Bildung einer populistischen Regierung in Italien, könnten kurzfristig zu einem Überschießen des aktuellen Trends führen.
- Mittelfristig sollte nicht zuletzt auf Grund struktureller Belastungsfaktoren (v. a. steigendes US-„Zwillingsdefizit“) mit einem moderat schwächeren Dollar gerechnet werden.
- Die hohen Short-Positionen beim japanischen Yen wurden mittlerweile abgebaut.

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.