

Kapitalmarktbrief

Es wird Herbst

Der Herbst scheint nicht nur wetterbedingt Einzug zu halten. Auch die zahlreichen politischen Risiken – in Kombination mit den immer stärker auf die Realwirtschaft durchschlagenden negativen Auswirkungen der protektionistischen US-Handelspolitik – haben an den internationalen Kapitalmärkten für dunklere Wolken bzw. Windböen (erhöhte Volatilität) gesorgt. Im Detail:

- **Konjunkturaussichten:** War 2017 noch geprägt durch einen synchronen Aufschwung der globalen Konjunktur, ist das Bild in den letzten Monaten deutlich heterogener geworden. Die spätzyklische Konjunkturphase der Weltwirtschaft mit Wachstum leicht über Potenzial und **graduell steigender Inflation** hat sich fortgesetzt. Auch die geldpolitische Normalisierung der großen Notenbanken schreitet weiter voran. Demgegenüber stehen (geo-)politische Belastungsfaktoren von dem schwelenden US-geführten Handelskonflikt bis zu einem möglicherweise ungeordneten „Brexit“. So sind zuletzt die Abwärtsrisiken für das zugrunde liegende fragile „Goldilocks-Umfeld“ vor dem Hintergrund eines nachlassenden Konjunkturmoments sowie anhaltender Wachstumsdivergenzen deutlich gestiegen, trotz robuster US-Indikatoren.
- **Italien:** Nicht zuletzt das verhaltene Wachstum, sondern vor allem die Diskussionen um das italienische Haushaltsdefizit zwischen Rom und Brüssel sorgen an den Finanzmärkten weiter für Nervosität. Italien will seine Neuverschuldung entgegen den Vorgaben der Europäischen Union (EU) auf 2,4 Prozent der Wirtschaftsleistung ausweiten. Die avisierte Fiskalpolitik würde nur einen temporären Wachstumsimpuls auslösen, der überdies kleiner ausfallen dürfte als angekündigt. Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung Italiens wurden lauter, so dass die Risikoprämien zwischen 10-jährigen italienischen und



Stefan Scheurer
Director,
Global Capital
Markets & Thematic
Research

Unsicherheiten dürften immer wieder für Volatilitäten sorgen, so dass sich der November eher von einer herbstlichen Seite zeigen könnte.

Datum: 26.10.18

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	11.201	USA	3 Monate	2,52
Euro Stoxx 50	3.176		2 Jahre	2,85
S&P 500	2.659		10 Jahre	3,13
Nasdaq	7.167	EWU	3 Monate	-0,32
Nikkei 225	21.150		2 Jahre	-0,61
Hang Seng	24.812		10 Jahre	0,40
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,135		2 Jahre	-0,13
Rohstoffe			10 Jahre	0,11
Öl (Brent, USD/Barrel)	77,1			

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

Neue Publikation

Sechs Erkenntnisse aus unserem Investment Forum in London

www.allianzglobalinvestors.de

deutschen Staatsanleihen auf zuletzt über 3 % anstiegen – der höchste Stand seit Anfang 2014. Grund dafür war nicht zuletzt auch die Herabstufung der Kreditwürdigkeit des Landes um eine Stufe auf „Baa3“ seitens der Ratingagentur Moody's.

- **Berichtssaison:** Diese könnte mit Blick auf die weitere Entwicklung an den Finanzmärkten das Zünglein an der Waage sein. Denn Anleger dürften sich dafür interessieren, ob und wie sich die Verschlechterung der globalen Handelsbeziehungen auf die Unternehmensgewinne ausgewirkt hat. Selbst in den USA haben sich einige Unternehmen wegen steigender Importkosten und niedrigerer Auslandsabsätze besorgt geäußert. Dies ist insofern von Bedeutung, als die Unternehmensgewinne im vergangenen Jahr ein entscheidender Treiber für die Entwicklung der US-Aktienkurse waren.

Unsicherheiten dürften daher immer wieder für Volatilitäten sorgen, so dass sich der November eher von einer herbstlichen Seite zeigen könnte – insbesondere dann, wenn sich die damit verbundene Ungewissheit auf längere Sicht auch auf die Unternehmensstimmung durchschlagen sollte.

Wetterfeste Portfolios wünscht Ihnen

Stefan Scheurer

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Das Bild seitens der Konjunkturentwicklung ist in den letzten Monaten deutlich heterogener geworden. Während sich das Wachstum leicht über Potenzial fortsetzt, sind die Abwärtsrisiken zuletzt deutlich gestiegen, trotz robuster US-Indikatoren.
- Weiterhin graduell steigende Inflationszahlen lassen vermuten, dass die Normalisierung der großen Notenbanken weiter voranschreitet. Danach sind mehr Zinserhöhungen der US-Notenbank Fed über die nächsten zwei Jahre zu erwarten als derzeit an den Märkten eingepreist wird.
- Die geopolitischen Risiken bleiben unverändert: Handelskonflikt vor allem zwischen den USA und China, „Brexit“, Spannungen im Nahen Osten sowie eine Europa kritische und ausgabenfreudige Regierung in Italien.
- Während die Bewertung an den Aktienmärkten uneinheitlich ist, könnte die laufende Berichtssaison mit Blick auf die weitere Entwicklung an den Finanzmärkten das Zünglein an der Waage sein, ob und wie sich die Verschlechterung der globalen Handelsbeziehungen auf die Unternehmensgewinne ausgewirkt hat.
- Aktives Investieren ist ein Muss! Dies gilt sowohl innerhalb von Vermögensklassen als auch vermögensklassenübergreifend.

Aktien Deutschland

- Haupttreiber des Wirtschaftswachstums in Deutschland bleibt die Binnennachfrage. Während die Kaufkraft der Konsumenten durch die ausgezeichnete Arbeitsmarktlage sowie kräftige Lohnzuwächse gestützt wird, sind die außenwirtschaftlichen Abwärtsrisiken durch den schwelenden Handelskonflikt zuletzt gestiegen.
- Letzterer, zusammen mit den Diskussionen um das italienische Haushaltsdefizit sowie die erhöhte Volatilität an den globalen Aktienmärkten schlugen sich in der jüngsten ZEW-Umfrage für Oktober nieder. Neben der aktuellen Lagebeurteilung trübten sich auch die ZEW-Konjunkturerwartungen deutlich ein – von -10,6 auf -24,7 Punkte.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt sind deutsche Aktien gemäß zyklus- und inflationsadjustiertem Kurs-Gewinn-Verhältnis („Shiller-KGV“) moderat überbewertet.

Aktien Europa

- Wenngleich die politische Unsicherheit zuletzt zugenommen hat (Stichwort: Italien) und die aktuellen Konjunkturindikatoren etwas gemischter ausfielen, stehen diese jedoch nach wie vor im Einklang mit einem robusten und breit basierten Wirtschaftswachstum – mit Zuwachsraten über Potenzial.
- In Anbetracht weiter leicht steigender Verbraucherpreise – bedingt mitunter durch den kräftigen Anstieg des Ölpreises – und aufkommender Lohnsteigerungen legt das Sitzungsprotokoll der Europäischen Zentralbank (EZB) weiter einen Stopp der Anleihenkäufe im Dezember nahe. Während das Statement die Risiken für den Wachstumsausblick als ausgeglichen („balanced“) bezeichnet, scheint die Diskussion darüber mehr Abwärtsrisiken thematisiert zu haben.
- Die britische Wirtschaft befindet sich seit längerem in einer Phase der Wachstumsverlangsamung. Dennoch dürfte in Anbetracht der guten Beschäftigungslage die Lohndynamik weiter anziehen und den privaten Verbrauch stützen.
- Trotz intensiver Verhandlungen gab es bislang keinen entscheidenden Durchbruch bei den „Brexit“-Verhandlungen. Hauptstreitpunkt ist die Regelung der Zollaußengrenze mit Nordirland. Der „Brexit“ bleibt eine fortlaufende Quelle der Verunsicherung, zudem auch das Zeitfenster für einen gemeinsamen Konsens immer kleiner wird.
- Auf Grundlage des Shiller-KGV liegen die Bewertungen des europäischen Aktiensegments moderat über dem langfristigen Durchschnitt. Einzelne europäische Länder der Peripherie zählen jedoch weiterhin zu den attraktiveren Märkten.

Aktien USA

- Die zuletzt in den USA veröffentlichten Daten lassen keinen Zweifel an der guten Verfassung der US-Konjunktur aufkommen: Die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe der USA ist gemessen am ISM-Index weiter sehr gut. Auch der regionale Einkaufsmanagerindex aus der Fed-Region New York, der Empire State-Index oder auch der Philly Fed-Index notierten im Oktober weiter klar im expansiven Bereich.
- Begünstigt durch die sehr gute Arbeitsmarktentwicklung stützt die gute Stimmung der US-Konsumenten bei anziehendem Lohndruck den Einzelhandel, eine tragende Säule der US-Wirtschaft – zwar fiel der Index des Konsumentenvertrauens der University of Michigan leicht zurück, blieb aber auf einem historisch sehr hohen Niveau.
- Ein sich weiterhin gut entwickelnder privater Konsum dürfte die Erwartungen auf eine Fortsetzung des Leitzinserhöhungszyklus durch die Fed weiter beflügeln. Die graduelle geldpolitische Normalisierung wurde auch im Protokoll der letzten FOMC-Sitzung festgehalten.
- Die niedrigen Zinsen und die expansive Geldpolitik der Fed haben dazu beigetragen, dass die Aktienbewertungen in den USA auf ein hohes Niveau gestiegen sind. Dies reduziert entsprechend das langfristige Renditepotenzial.

Aktien Japan

- Nach einer konjunkturellen Erholung im zweiten Quartal, deutet sich im dritten Quartal, teils aufgrund Verwerfungen durch die Naturkatastrophen, eine etwas schwächere Konjunkturentwicklung an. Die Wirtschaft bleibt damit auf einem insgesamt flachen Wachstumspfad, wenngleich dieser über dem Potenzialwachstum liegt.
- Die Reflationierung auf der Erzeugerebene bleibt intakt. Bei den Verbraucherpreisen entsteht dagegen eine leichte Dynamik. Während die Kerninflationsrate bei 0,4 % verharrete, fiel die Jahresrate der Gesamtsteuerung im Monatsvergleich sogar weiter zurück (von 1,3 % im August auf 1,2 % im September).
- Vor dem Hintergrund des unverändert geringen Inflationsdrucks dürfte ein Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik der Bank of Japan weiterhin nicht zur Debatte stehen.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt sind japanische Aktien ambitioniert bewertet (Shiller-KGV). Investoren sollten bei einem Engagement in japanische Aktien zusätzlich die Entwicklung des Yen im Auge behalten.

Aktien Emerging Markets

- Steigende Zinsen im Zuge der geldpolitischen Normalisierung und die aktuelle Stärke des US-Dollar belasten die Vermögenswerte in den Schwellenländern. Grund: gestiegene Finanzierungskosten im Zuge einer höheren Verschuldung, insbesondere in US-Dollar.
- Das chinesische Wirtschaftswachstum hat sich im 3. Quartal von 6,7 % auf 6,5 % gegenüber Vorjahr abgeschwächt – der niedrigste Stand seit Anfang 2009. Die chinesische Wachstumsdynamik dürfte sich in den nächsten Monaten weiter abschwächen, wenngleich die Regierung ebenso wie die People's Bank of China (PBoC) bereits Maßnahmen ergriffen haben, um den negativen Effekt des Handelskonfliktes mit den USA auf das heimische Wachstum zu minimieren – sei es durch monetäre Maßnahmen oder durch eine zunehmend lockere Fiskalpolitik.
- Während sich in Russland und Brasilien zuletzt eine nachlassende Wachstumsdynamik abzeichnete, zeigte sich die Konjunktur Indiens zuletzt überraschend positiv. Die Landeswährung Rupie hat jedoch in den zurückliegenden Wochen spürbar an Wert verloren. Dabei belastet vor allem das sich ausweitende Defizit in der Leistungsbilanz, bedingt durch steigende Ölpreise.
- Aufgrund der günstigen Bewertung bleiben Schwellenmärkte allerdings langfristig attraktiv.

Investmentthema: Floater

- Rentenmärkte müssen unverändert als überteuert angesehen werden.
- Der Gipfel der Zentralbankliquidität (gemessen an der Bilanzsumme der großen Zentralbanken in Relation zum nominalen Weltwirtschaftswachstum) wird langsam überschritten. Das dürfte sich auf die Anleihenrenditen belastend auswirken.
- Die Endphase des säkularen Bullenmarktes für Renten hat wahrscheinlich begonnen: „Reflationierung“, begleitet von einem Fiskalstimulus der Regierung Trump, welche auf eine Hochphase der Konjunktur trifft, sollten die ohnehin schon teuren Anleihenmärkte zusätzlich belasten.
- „Floater“, das heißt Anleihen, deren Renditen sich der Marktentwicklung anpassen, können eine Möglichkeit bieten, dem Durationsrisiko zu entgehen und dennoch eine Rendite im Anleihensegment zu erzielen.

Euro Renten

- Vor dem Hintergrund der zyklischen Konjunkturerholung und mittelfristig höheren Inflationsraten wird der Ausstieg der Europäischen Zentralbank (EZB) aus dem Wertpapierkaufprogramm „Quantitative Easing“ (QE) aller Voraussicht nach zum Jahresende eingestellt. Mit einem ersten Zinsschritt ist allerdings nicht vor Sommer 2019 zu rechnen.
- Bis dahin sollten Euroland-Staatsanleihen durch die akkommodierende Geldpolitik gestützt bleiben, wenngleich die allmählich anziehenden Inflationsraten sowie die bestehende fundamentale Überbewertung belastend wirken dürften.
- Peripherie-Staatsanleihen in der Eurozone werden durch die expansive Geldpolitik der EZB zunächst noch unterstützt, bleiben aber anfällig für politische Risiken. So könnten das politische Geschehen in Italien sowie der herannahende „Brexit“ für Unsicherheit und eine Flucht in „sichere Häfen“ sorgen.

Renten International

- Die Divergenz der Geldpolitiken bleibt eines der Hauptthemen, nicht nur im Anleihensegment. Während die Fed voraussichtlich mehr Zinsschritte einsteuert als von den Märkten erwartet, löst die EZB ihr Aufkaufprogramm gerade erst auslaufen und dürfte sich mit dem ersten Zinsschritt nach oben Zeit lassen.

- Der zyklische Anstieg der Staatsanleihenrenditen in den USA im Zuge der Veränderung des „US-Policy Mix“ (restriktivere Geldpolitik/expansivere Fiskalpolitik) sollte sich tendenziell fortsetzen, nicht zuletzt auch aufgrund der ambitionierten Bewertung der US-Treasuries.
- Der Verflachungstrend bei der US-Renditekurve dürfte mittelfristig intakt bleiben. Eine Änderung der Reinvestitionspolitik durch die Fed könnte allerdings zu temporären Gegenbewegungen führen.

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 langfristigen Ausblick für Emerging-Markets-Staatsanleihen eingetrübt.
- Die Konjunktur hat in den vergangenen Monaten etwas an Schwung verloren, das könnte einen nachhaltigen Aufwärtstrend zunächst bremsen. Hinzu kommen die Sorgen und die damit verbundene Verunsicherung der Investoren vor zunehmenden Handelskonflikten.
- Zwar dürften die Erwartungen über eine mittelfristig weniger expansive US-Geldpolitik die Assetklasse belasten, relativ niedrige Bewertungsniveaus und die vorsichtige Positionierung internationaler Investoren sprechen jedoch dagegen.

Unternehmensanleihen

- Investment Grade- und High Yield-Anleihen (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 bleiben auf Basis aktueller Fundamental- und Finanzmarktdaten unterstützt. Unternehmensanleihen besserer Bonität (Investment Grade) zeigen sich demgegenüber moderat überbewertet.
- Auf Basis hausgemachter fundamental- und marktbasierter Bewertungsmodelle sind die aktuellen Spreadniveaus für Euro-Hochzinsanleihen und Investment Grade-Unternehmensanleihen aus zyklischer Sicht gerechtfertigt.

Währungen

- Mittelfristig ist mit einem schwächeren US-Dollar zu rechnen: Hohe Bewertungen und die Erwartung eines ansteigenden „Zwillingsdefizits“ (höheres Budgetdefizit bei einem gleichzeitig hohen Leistungsbilanzdefizit) sollten Druck auf den US-Dollar ausüben. Steigende Fed-Zinsen sprechen kurzfristig für eine US-Dollar-Stärke.
- Schwellenmarktwährungen sind nach Jahren starker Kapitalzuflüsse und vor dem Hintergrund steigender US-Zinsen anfällig geworden. Dies gilt insbesondere für Währungen der Länder, die durch ein Überschießen ihrer Immobilienmärkte, einen starken Anstieg der privaten Verschuldung und eine Abhängigkeit von ausländischem Kapital (Leistungsbilanzdefizite) gekennzeichnet sind.
- Das nachlassende Wachstumsmomentum, eine strukturell geringere Leistungsbilanz sowie eine zuletzt lockere Geldpolitik dürften den Abwertungsdruck auf den Renminbi bestehen lassen. Mit der Wiedereinführung des „antizyklischen Faktors“ versucht die chinesische Notenbank (PBoC) jedoch, nicht nur die Volatilität der heimischen Währung zu minimieren, sondern auch den Renminbi zu stabilisieren.

Weitere Analysen

AI & das 2. Maschinenzeitalter

- AI – KI: Künstliche Intelligenz: Teil unseres Alltags, Treiber unserer Zukunft
- Kapitaleinkommen für das 2. Maschinenzeitalter

Aktives Management

- Aktives Management
- Aktives Management in Zeiten der Disruption

Anlagestrategie und Investment

- Kapitalmarktbrief (monatlich neu)
- Dividenden statt Niedrigzinsen

Alternatives

- Gründe für alternative Investments
- Liquide alternative Strategien als Antwort auf das Niedrigzinsumfeld

ESG

- Mehrwert oder Marketing?
Was bedeutet ESG für die Kapitalanlage? (Teil 1)
- Mehrwert oder Marketing?
Was bedeutet ESG für die Kapitalanlage? (Teil 2)

Vermögensaufbau – Risikomanagement – Multi Asset

- Investieren mit „Smart Risk“ in Zeiten finanzieller Repression
- Die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage
- Die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage Teil 2

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Praxisstudie: Altersvorsorge & Verhaltensökonomie
- Die 7 Angewohnheiten erfolgreichen Investierens
- Wenn das Pferd tot ist, musst Du absteigen



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.