

Kapitalmarktbrief

Frühlingserwachen der Weltkonjunktur?

Auf der Nordhalbkugel hält spürbar der Frühling Einzug. Doch während in der Natur alles sprießt und blüht, wehte von der Konjunkturseite bis zuletzt ein kühlerer Wind. Mit einer gewissen Skepsis blicken Anleger daher auf die seit Jahresanfang zu beobachtende Erholung an den Börsen. Diese wurde nicht unwesentlich durch das rege „taubenhafte“ Gezwitscher aus der Notenbankwelt befeuert, also den Ruf nach einer sanfteren geldpolitischen Wende – und weniger durch die kraftlosere Dynamik bei globalem Wirtschafts- und Gewinnwachstum in einem alternden Aufschwung.

Um eine anhaltend aufgehellte Stimmung an den Börsen zu erzeugen, reichen geldpolitische Tauben allein mittelfristig nicht aus. Zumindest nicht, solange sich kein Frühlingserwachen bei den Konjunkturindikatoren durchsetzt. Und solange politische Unsicherheiten die Märkte nicht loslassen.

Doch pünktlich zum Start des „Wonnemonats“ Mai scheinen die Zeichen vermehrt auf „grün“ zu stehen.

1. Die **Weltwirtschaft** nimmt sich zunehmend ein Beispiel an der Natur: Maßgebliche Frühindikatoren wie die globalen Einkaufsmanagerindizes haben zuletzt Anzeichen einer Bodenbildung gezeigt. In China, der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt, entfalten die fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen offenbar endlich ihre Wirkung. Dies dürfte nicht nur positiv auf die gesamte Region Asien ausstrahlen, sondern auch auf die exportorientierten Volkswirtschaften des Euroraums. Gleichzeitig ist jedoch der jüngste Ölpreisanstieg im Blick zu behalten, denn er könnte sich als Belastungsfaktor für den – angesichts fester Arbeitsmärkte und steigender Lohneinkommen – bislang robusten Konsum entpuppen.
2. Bei wichtigen **politischen Stolpersteinen** zeichnet sich entweder eine Entspannung ab (Sino-US-Handelsstreit) oder unmittelbare Risiken wurden zumindest zeitweilig aus dem Weg geräumt (Verschiebung der Brexit-Frist auf den 31. Oktober 2019). Gerade für das exportorientierte verarbeitende Gewerbe bleibt ein belastbar konstruktiveres handelspolitisches Gezwitscher zwischen Washington und Peking – ob per Twitter oder auf konventionellerem Weg – eine wichtige Voraussetzung, um die Schwächephase zu beenden.



Ann-Katrin Petersen
Vice President, Global
Economics & Strategy

Pünktlich zum Start des „Wonnemonats“ Mai scheint sich die Weltwirtschaft zunehmend ein Beispiel an der Natur zu nehmen.

Datum: 29.4.2019

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	12.328	USA	3 Monate	2,58
Euro Stoxx 50	3.491		2 Jahre	2,30
S&P 500	2.943		10 Jahre	2,50
Nasdaq	8.162	EWU	3 Monate	-0,31
Nikkei 225	22.259		2 Jahre	-0,59
Hang Seng	29.699		10 Jahre	-0,02
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,115		2 Jahre	-0,15
Rohstoffe			10 Jahre	-0,04
Öl (Brent, USD/Barrel)	72,0			

Neue Publikation

„Aktives Management“

www.allianzglobalinvestors.de

Kurzum: Ein kurzfristiges (Wieder-)Erspröhen des Pflänzchens Konjunktur(-Dynamik) erscheint durchaus möglich, wengleich der bereits seit fast zehn Jahren andauernde Aufschwung der Weltwirtschaft seinen Höhepunkt wohl überschritten hat und mittelfristige Wachstumsrisiken bestehen bleiben. Unsere mittelfristigen strukturellen und finanzmarktbasiereten Rezessionsmodelle für die US-Wirtschaft zeigen aktuell eine Rezessionswahrscheinlichkeit von 30–35 % auf Sicht von einem Jahr an. Im Gegensatz dazu liegt das Risiko auf Basis unseres kurzfristigen zyklischen Ansatzes auf Sicht der nächsten sechs Monate bei lediglich 6 %.

Was bedeutet dies für Anlageentscheidungen?

- Für sich genommen wäre eine temporäre Verbesserung der Makrodaten nicht ausreichend, um das sich abzeichnende Szenario einer spätzyklischen Konjunkturverlangsamung infrage zu stellen. Wir erwarten nach wie vor ein moderateres Marktrenditepotenzial („Beta“) als in der letzten Dekade – in Kombination mit höheren Marktschwankungen. Das ist ein Umfeld, in dem für Investoren eine aktive Vermögensallokation über die Anlageklassen hinweg sowie eine aktive Auswahl von Wertpapieren zunehmend an Bedeutung gewinnen.
- Die nächsten Monate könnten sich dabei allerdings als ein günstiges Zeitfenster für risikobehaftetere Vermögensklassen herausstellen: Geduldigere Zentralbanken, kombiniert mit einer verbesserten Wachstumsdynamik und niedrigen kurzfristigen Rezessionsrisiken träfen auf eine (noch) zurückhaltende Positionierung von Investoren.

Ob Frühling oder nicht – aktives Management scheint Hochkonjunktur zu haben, meint Ihre

Ann-Katrin Petersen

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Die großen Notenbanken agieren zögerlicher, kehren der Normalisierung ihrer Geldpolitik aber nicht gänzlich den Rücken.
- Im Rahmen einer spätzyklischen Konjunkturphase erscheint eine kurzfristige (Wieder-)Beschleunigung des globalen Wirtschaftswachstums möglich.
- Politische Risiken lassen die Märkte nicht los, doch bei wichtigen Stolpersteinen zeichnet sich eine Entspannung ab (Sino-US-Handelsstreit) oder unmittelbare Risiken wurden zumindest zeitweilig aus dem Weg geräumt (verschobene Brexit-Frist).
- Der taubenhafte Schwenk der internationalen Geldpolitik, ein perspektivisch schwächerer US-Dollar, eine Entspannung beim Handelskonflikt sowie Wachstumsimpulse aus China könnten risikobehaftetere Vermögensklassen weiter stützen.

Aktien Deutschland

- Geschäftswachstum im deutschen Sektorservice steht unverändert eine exportgeschwächte Industrie gegenüber. Das Geschäftsvertrauen, gemessen am ifo-Index, sank im April leicht und liegt erneut unter seinem langfristigen Durchschnitt. Dies deutet darauf hin, dass die Konjunkturdynamik weiterhin an Kraft verliert, während sich bei globalen Frühindikatoren bereits eine zaghafte Beschleunigung abzeichnet.
- Trotz außenwirtschaftlicher Abwärtsrisiken (z.B. schwelende Drohung von US-Autozöllen), dürfte aufgrund der ausgezeichneten Arbeitsmarktlage und kräftiger Lohnzuwächse der private Konsum eine Stütze bleiben. Eine vorübergehende Erholung der Weltkonjunktur, nicht zuletzt aufgrund chinesischer Wachstumsimpulse und einer möglicherweise belastbaren Einigung im Sino-US-Handelsstreit, sollte eine positive Nachricht für exportorientierte Volkswirtschaften wie Deutschland sein.
- Gemessen am langfristigen Durchschnitt sind deutsche Aktien gem. Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) moderat attraktiv bewertet.

Aktien Europa

- Das Wirtschaftswachstum im Euroraum hat sich zu Beginn des zweiten Quartals 2019 weiter verlangsamt. Dies zeigt sich mitunter am Komposit-Einkaufsmanagerindex, der sich im April den zweiten Monat in Folge eintrübte. Eine exportgeschwächte Industrie bleibt das Sorgenkind.
- Ein wichtiger Stabilitätsanker für die Euroraum-Wirtschaft ist weiterhin die robuste Arbeitsmarktentwicklung – die Arbeitslosenquote liegt mit aktuell 7,8 % (April) nicht mehr weit entfernt von ihrem Allzeittief von 7,3 % im Oktober 2007.
- Populistische und euroskeptische Parteien scheinen auf gutem Weg, bei den Europawahlen (23. bis 26. Mai) ihr bestes Ergebnis zu erzielen. Sie bilden jedoch keinen einheitlichen Block. „Mainstream-Parteien“ dürften die stärkste Kraft bleiben.
- Gemessen an den Zyklus bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnissen nach Shiller sind die europäischen Aktienmärkte wieder deutlich attraktiver bewertet. Die Dividendenrendite ist im globalen Vergleich mit am höchsten.

Aktien USA

- Das US-Wirtschaftswachstum kann sich weiter behaupten, wengleich der Konjunkturzyklus Anzeichen zunehmender Reife aufweist.
- Während der Arbeitsmarkt als unverändert robust einzuschätzen ist und den privaten Konsum stützen dürfte, sollten steigende

Lohnkosten allmählich auf die Gewinnmargen drücken. Die Gewinnentwicklung dürfte somit ihren Gipfel überschritten haben.

- Nach insgesamt neun Zinsschritten seit dem Jahr 2015 auf ein Zielband von nunmehr 2,25-2,5% lässt sich eine „geduldigere“ US-Notenbank Federal Reserve (Fed) mit einer weiteren Anhebung Zeit. Es ist nicht ausgeschlossen, dass die Fed künftig für eine begrenzte Zeit Inflationsraten über dem Ziel tolerieren könnte („durchschnittliches Inflationsziel“). Gleichzeitig wird das Abschmelzen der Bilanz gedrosselt, und damit auch der Liquiditätsentzug für die Märkte verlangsamt.
- Die angekündigte Pause im Zinserhöhungszyklus verlängert das grundsätzlich positive Aktienumfeld. Allerdings liegen die Aktienbewertungen in den USA auf einem hohen Niveau, welches das langfristige Renditepotenzial entsprechend reduzieren könnte.

Aktien Japan

- In Japan hat die Konjunktur nach der Belebung im vierten Quartal 2018 zu Jahresbeginn an Schwung verloren. Der April-Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe deutet auch für das zweite Quartal auf eine verhaltene Konjunktorentwicklung hin.
- Ungeachtet der positiven Dynamik der Verbraucherpreise scheint es nach wie vor noch zu früh zu sein, um von einer nachhaltigen Verbesserung der Teuerungsrate in Japan zu sprechen. Denn der Ausblick der Kerninflation bleibt verhalten. So dürfte die Bank of Japan ihren extrem expansiven geldpolitischen Kurs fortführen, insbesondere um die Inflationserwartungen im Vorfeld der anstehenden Mehrwertsteuererhöhung (Oktober 2019) aufrechtzuerhalten.
- Der Unternehmenssektor in Japan investiert zu wenig, was den Wachstumsausblick auf mittlere Sicht belastet. Investoren sollten bei einem Engagement in japanische Aktien zusätzlich die Entwicklung des Yen im Auge behalten, der zum Spielball der Geopolitik werden könnte.

Aktien Emerging Markets

- Die chinesische Regierung hat auf ihrem Nationalen Volkskongress Anfang März das Wachstumsziel für 2019 auf eine Spanne von 6 % bis 6,5 % festgelegt (2018: 6,6 %). Sie bestätigt damit das Bild eines moderateren Wachstumspfad in den kommenden Quartalen.
- Um ein zu starkes Abschwächen der Konjunktur in China zu verhindern, wurden in der Wirtschaftspolitik – fiskalisch wie auch monetär – expansive Maßnahmen ergriffen: umfangreiche Steuersenkungen, eine Reduzierung der Sozialabgaben, Infrastrukturinvestitionen und ein leichter Zugang für kleine bis mittelgroße Unternehmen zu Bankkrediten.

- Fundamental werden die Aktienmärkte der Schwellenländer von der bislang nur zaghaften Dollarschwäche, dem Handelskonflikt und speziellen Länderrisiken belastet. Auch die sich langsam abschwächende Konjunkturdynamik in den Industrieländern hilft nicht. Stabilisierungsfaktoren könnten zunächst von der Dollarseite kommen.
- Die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien bleiben gemessen am Shiller-KGV vergleichsweise attraktiv.

Investmentthema: Dividenden

- Historisch betrachtet liefern Dividenden einen signifikanten Beitrag zur Gesamtrendite von Aktien und entwickeln sich dabei stetiger als die Unternehmensgewinne. Das wirkt insgesamt stabilisierend für das Depot.
- Aktien von Unternehmen, die Dividenden ausschütten, haben sich dabei in der Vergangenheit als weniger schwankungsanfällig erwiesen als Aktien von Unternehmen, die nicht ausschütten.
- Wie sich bei der Gegenüberstellung globaler Anleihen- und Dividendenrenditen zeigt, können Dividenden gerade in Zeiten äußerst niedriger, wenn nicht sogar negativer Anleihenrenditen eine attraktive Quelle für Kapitaleinkommen sein.

Euro Renten

- Die Ankündigungen der Europäischen Zentralbank (EZB), ab September neue längerfristige Refinanzierungsgeschäfte („TLTRO“) zur Unterstützung der Banken bereitzustellen sowie die für das zweite Halbjahr avisierte Leitzinsanhebung „mindestens über das Ende 2019“ hinaus zu verschieben, ließen die Nachfrage nach länger laufenden Staatsanleihen steigen.
- Während deutsche Bundesanleihen durch die akkommodierende Geldpolitik, das weiterhin gemäßigte Inflationsumfeld und anhaltende politische Risiken gestützt werden, wirkt die bestehende fundamentale Überbewertung belastend.
- Nach dem Ende der EZB-(Netto-)Anleihekäufe im Rahmen der quantitativen Lockerung („QE“) bleiben die Staatsanleihen der Peripherie-Länder der Eurozone anfälliger für ein Aufflammen politischer Risiken (vor allem Italien).

Renten International

- Die zunehmend spätzyklische Dynamik innerhalb der Finanzmärkte übt vor dem Hintergrund eines schwächeren Wirtschaftswachstums bei gleichzeitig steigenden Kerninflationraten einen moderaten Aufwärtsdruck auf nominale und reale Renditen aus.
- Allerdings limitieren die vorsichtige und abwartende Haltung vieler Notenbanken, die anhaltende finanzielle Repression sowie die mittelfristig gestiegenen Rezessionsrisiken einen potenziellen Renditeanstieg vor allem in längeren Laufzeiten.
- Langfristige US-Treasury-Renditen sollten sich vor dem Hintergrund des fortgeschrittenen Fed-Zinserhöhungszyklus und des nachlassenden Konjunkturmoments in Seitwärtsrichtung bewegen.
- Während mit moderat steigenden Staatsanleihenrenditen in der (Kern-)Eurozone zu rechnen ist, sind unverändert niedrige Zinsen in Japan zu erwarten.

Renten Emerging Markets

- Die Rentenmärkte der aufstrebenden Staaten bleiben vornehmlich getrieben vom handlungsgewichteten US-Dollar

und der reaktiveren Fed-Geldpolitik, wengleich nach hohen Wertzuwächsen seit Anfang des Jahres die Rentenmärkte der Schwellenländer in einen Seitwärtstrend geschwenkt sind.

- Zudem sind seit Anfang des Jahres vermehrt Investorengelder in diese Anlageklasse geflossen – vorwiegend in Hartwährungsanleihen. Das dürfte auch mit der Erwartung zusammenhängen, dass es womöglich zu einer Entspannung im Sino-US-Handelsstreit kommt.
- Trotzdem erscheint der Ausblick für den Welthandel weiterhin gedämpft. Gegenwind kann zusätzlich von der (geo-) politischen Seite kommen, sollte sich der Handelskonflikt wieder verschärfen oder sich ein nächster Konflikt zwischen den USA und Europa abzeichnen.

Unternehmensanleihen

- Die jüngsten Ankündigungen der EZB haben die Erholungsphase an den Kreditmärkten trotz sich eintrübender Konjunkturaussichten verlängert.
- Dennoch bewegen sich Investment Grade- und High Yield-Anleihen im Spannungsfeld zwischen akkommodierender Geldpolitik und soliden Kreditkennzahlen einerseits und einem herausfordernden mikroökonomischen Umfeld sowie ambitionierter Bewertung andererseits.
- Die impliziten Ausfallwahrscheinlichkeiten von US-Unternehmensanleihen stehen deutlich über den durchschnittlichen kumulierten Ausfallraten der Vergangenheit. Allerdings liegt die Differenz zwischen beiden Größen (Näherungswert für die „reine“ Kreditrisiko- und Liquiditätsprämie) für Hochzinsanleihen deutlich unterhalb und für Investment Grade-Anleihen nahe ihrem langfristigen Durchschnitt. Auf Basis dieser Analyse erscheinen High Yield-Bonds weiterhin überbewertet.
- „Reine“ Kreditrisiko- und Liquiditätsprämien (geschätzt auf Basis marktbasierter impliziter vs. historisch kumulierter Ausfallraten) indizieren eine neutrale relative Bewertung von Euro-Unternehmensanleihen (Investment Grade) gegenüber Staatsanleihen und eine weiterhin ambitionierte Bewertung von Euro-High Yield.

Währungen

- Im Zuge eines nachlassenden globalen Wachstums konnte der US-Dollar seinen Zinsvorteil gegenüber anderen Hauptwährungen über einen längeren Zeitraum ausspielen. Diese Phase scheint aber auszulaufen, während sich Währungen der Schwellenländer leicht gefestigt haben.
- Länderspezifische Risiken (z. B. Türkei) belasten die Währungen einzelner Emerging Markets wie auch die hohe Auslandsverschuldung (in US-Dollar) im Fall von Währungsabwertungen. Allerdings ist die fundamentale Unterbewertung vieler Währungen (vor allem aus den Schwellenländern) gegenüber dem US-Dollar – gemäß hauseigenem langfristigen Gleichgewichtsmodell zu den Wechselkursen – weiter signifikant.
- Die Ankündigung der EZB von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften sowie die von ihr nach unten korrigierten Wachstums- und Inflationsprognosen haben den Euro-Dollar-Wechselkurs zeitweilig auf den niedrigsten Stand seit Mitte 2017 fallen lassen.
- Das britische Pfund bleibt das „Fieberthermometer“ in Sachen „Brexit“. Je größer die politische Unsicherheit in Großbritannien, desto schwächer handelt es – und vice versa. Eine dauerhafte Aufwertung des aus unserer Sicht unterbewerteten britischen Pfunds setzt eine Entscheidung in der „Brexit“-Frage voraus.

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.