

Kapitalmarktbrief

Reflationierung

Es war ein kurzes Intermezzo, als der Volatilitätsindex (VIX) in den USA um über 100 Prozent auf das höchste Level seit August 2015 stieg. Zumindest vorübergehend scheint sich der von vielen Marktteilnehmern auch als Angstbarometer bezeichnete Index wieder erholt zu haben. Denn trotz etwas schwächerer Konjunkturdaten aus den USA und China zu Jahresbeginn hat sich das globale Wirtschaftsumfeld im abgelaufenen Monat weiter verbessert. Damit wurde die Grundlage für anhaltendes, synchrones Wachstum der Weltwirtschaft über Potenzial in den kommenden Monaten untermauert.

Die USA dürften dabei einen wichtigen Beitrag liefern: Die geplante US-Steuerreform und der damit einhergehende Fiskalimpuls bzw. die parteiübergreifende Einigung auf ein 1,5 Bio. US-Dollar schweres Infrastrukturprogramm sollten den Konjunkturzyklus wohl noch verlängern – letzteres dürfte 300 Mrd. US-Dollar an zusätzlichen diskretionären Ausgaben über die nächsten beiden Jahre beinhalten.

Die Schwankungen an den Kapitalmärkten können aber auch als ein Wink mit dem Zaunpfahl verstanden werden, denn das Reflationierungsszenario scheint weiterhin intakt zu sein. Der zugrunde liegende (Kern-)Inflationstrend dürfte in den kommenden Monaten – und da gaben die US- bzw. UK-Verbraucherpreise für Februar einen ersten Vorgeschmack – weiter aufwärts gerichtet sein.

Neben der anhaltenden Einengung von Produktionslücken ist es allmählich auch die Lohnentwicklung, die nach vorn blickend die derzeit noch verhaltene Preisentwicklung steigen lassen dürfte. Höhere Löhne könnten allerdings die US-Notenbank (Fed) dazu veranlassen, schneller an ihrer Zinsschraube zu drehen. US-inflationsindexierte Anleihen preisen jenes Szenario bereits in zunehmendem Maße ein. Und auch die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung auf der nächsten Fed-Sitzung im März stieg auf über 80 % an – aus unserer Sicht der erste von mindestens drei Zinsschritten im laufenden Jahr.

Während in den USA die graduelle Normalisierung der Geldpolitik in vollem Gange ist, scheint sich die sinkende Arbeitslosigkeit



Stefan Scheurer
Director,
Global Capital Markets &
Thematic Research

Die geldpolitische Normalisierung sollte mittelfristig wieder zu einem Anstieg der Volatilität in Richtung des langfristigen Durchschnitts führen.

Datum vom: 26.02.18			
Aktienindizes		Zinsen in %	
DAX	12.527	USA 3 Monate	1,96
Euro Stoxx 50	3.476	2 Jahre	2,23
S&P 500	2.780	10 Jahre	2,87
Nasdaq	7.421	EWU 3 Monate	-0,33
Nikkei 225	22.390	2 Jahre	-0,59
Hang Seng	31.499	10 Jahre	0,60
Währungen		Japan 3 Monate	0,07
USD/EUR	1,232	2 Jahre	-0,15
Rohstoffe		10 Jahre	0,05
Öl (Brent, USD/Barrel)	67,7		

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds

Aktienfonds

Neue Publikation

Die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage

www.allianzglobalinvestors.de

im Euroraum noch nicht in einem spürbaren Lohnauftrieb niedergeschlagen zu haben. Das Vertrauen der Europäischen Zentralbank (EZB) in die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an das Inflationsziel ist angesichts des zunehmend robusten und breit angelegten Konjunkturaufschwungs weiter gewachsen – letzterer schlug sich auch in den Umsatzzahlen bzw. im Gewinnwachstum im Zuge der laufenden Q4-Berichtssaison nieder. Einzig in Japan scheinen trotz sehr guter Arbeitsmarktbedingungen das Inflationsziel und demnach die geldpolitische Normalisierung noch in weiter Ferne zu liegen.

Vor diesem Hintergrund sollte Marktteilnehmern bewusst sein, dass im Zuge der geldpolitischen Normalisierung die Renditen am (US-) Rentenmarkt steigen dürften. Dies sollte mittelfristig wieder zu einem Anstieg der Volatilität in Richtung des langfristigen Durchschnitts führen. Doch Reflationierung bedeutet implizit auch, dass das reale Wachstum stärker ist. Höhere Löhne sollten den privaten Verbrauch bzw. eine anziehende Inflation, die Preissetzungsmacht sowie das Umsatzwachstum der Unternehmen stützen. In einem breit diversifizierten Portfolio dürften davon risikobehaftete Wertpapiere (Aktien) profitieren, wobei der Blick auf die Erzielung von Kapitaleinkommen (Dividenden) nicht fehlen sollte.

Seien Sie für die Reflationierung gewappnet, meint Stefan Scheurer

Allianz 
Global Investors

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Trotz der etwas schwächeren Konjunkturdaten aus den USA und China zu Jahresbeginn, hat sich die Verbesserung des globalen Wirtschaftsumfelds im abgelaufenen Monat fortgesetzt.
- So scheint auch das Reflationierungsszenario weiterhin intakt zu sein, womit der zugrunde liegende (Kern-)Inflationstrend in den kommenden Monaten aufwärts gerichtet sein dürfte.
- Im Zuge der geldpolitischen Normalisierung dürften die Renditen am (US-)Rentenmarkt steigen, was mittelfristig wieder zu einem Anstieg der Volatilität in Richtung des langfristigen Durchschnitts führen sollte.
- Doch Reflationierung bedeutet implizit auch, dass das *reale* Wachstum stärker ist. Höhere Löhne sollten den privaten Verbrauch bzw. eine anziehende Inflation, die Preissetzungsmacht sowie das Umsatzwachstum der Unternehmen stützen.

Aktien Deutschland

- Die Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt und die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe belegen es: Deutschland befindet sich in einer starken konjunkturellen Aufschwungsphase.
- Die Konjunktur wird dabei weiterhin sowohl von der Auslands- als auch von der Inlandsnachfrage beflügelt. Letztere könnte durch weitere Tariflohnerhöhungen dem privaten Konsum in Deutschland weiter Auftrieb geben.
- Dass die Politik für gewisse Unsicherheit sorgen kann, scheint allerdings an den Märkten nur eine geringe Rolle zu spielen. Denn gute Konjunkturdaten und ein solides Wachstum der Unternehmensgewinne liefern positive Impulse.
- Die Bewertung deutscher Aktien befindet sich leicht über ihrem historischen Durchschnitt, sollte aber einer Übergewichtung nicht entgegenstehen.

Aktien Europa

- Angesichts des zunehmend robusten und breit angelegten Konjunkturaufschwungs im Euroraum ist das Vertrauen der EZB in die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an das Inflationsziel weiter gewachsen. So könnte die EZB ihre Kommunikation in absehbarer Zeit straffen.
- Während in Deutschland fast Vollbeschäftigung herrscht, setzte sich der Beschäftigungsaufbau in Frankreich fort – die Arbeitslosenquote verbesserte sich von 9,6% auf 8,9%. Das dürfte den privaten Konsum bzw. die Lohnentwicklung in den Kernländern Europas positiv begünstigen.
- Der geldpolitische Rat der Bank of England hat sich einstimmig für einen unveränderten Kurs ausgesprochen. Allerdings könnten die zinspolitischen Zügel etwas früher und stärker gestrafft werden als noch im November erwartet. Grund sind die aufgehellten Konjunktur- und Inflationsperspektiven, wengleich die schwache Konsumneigung der britischen Verbraucher die überwiegend von der Binnenwirtschaft getriebene Konjunktur des Vereinigten Königreichs belastet.
- 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

- Die Wirtschaft entwickelt sich auf einem soliden Konjunkturpfad, wobei die Fed die Zinsen wohl kräftiger anheben wird als bisher vom Markt erwartet.

- Denn nicht nur die US-Verbraucherpreise stiegen im Januar um 0,5% und damit stärker als vom Konsensus prognostiziert – u. a. liegt die Verbraucherstimmung gemäß dem Index der Universität Michigan auf den zweithöchsten Wert seit 14 Jahren –, auch der Preisdruck auf der Inputebene hat zugenommen. All das unterstreicht das Szenario anziehender Inflationsraten (Reflationierungsszenario).
- Der korrespondierende Anstieg des Fiskal- und Leistungsbilanzdefizits („Zwillingsdefizit“) stellt einen zunehmenden Belastungsfaktor dar. So soll das erwartete Haushaltsdefizit im nächsten Jahr doppelt so hoch sein wie vom Weißen Haus noch vor einem Jahr prognostiziert.
- Die zuletzt deutlich positiven Gewinnrevisionen der Analysten dürften in der avisierten Steuerreform begründet liegen, wengleich mit Blick auf die Bewertung des US-Aktienmarktes ein Großteil dessen bereits in den Kursen eingepreist zu sein scheint.

Aktien Japan

- Japans reales Wirtschaftswachstum gab zwar im vierten Quartal 2017 etwas nach, befindet sich aber immer noch über dem langfristigen Potenzialwachstum des Landes, das laut der Bank of Japan (BoJ) bei 0,9% liegt.
- Dazu trugen auch Japans Exporteure bei, die schwungvoll ins neue Jahr gestartet sind. Im Januar stiegen die Ausfuhren den 14. Monat in Folge und kräftiger als erwartet an, unterstützt durch die anhaltende Nachfrage aus Asien.
- Allerdings gibt es keinerlei Anzeichen einer anziehenden Inflation. Die BoJ scheint daher bis auf weiteres ihren expansiven geldpolitischen Kurs fortzusetzen, insbesondere dürfte die Amtszeit des Gouverneurs der BoJ, Haruhiko Kuroda, verlängert werden.
- Wie immer gilt: Wer in japanische Aktien als ausländischer Investor investiert, muss den Yen im Blick behalten.

Aktien Emerging Markets

- Für das aufstrebende Asien lassen die Frühindikatoren ein nachlassendes Konjunkturmomentum erwarten, während der robuste Welthandel begünstigend wirkt.
- Die derzeit stabile globale Konjunktur dürfte Chinas Handelsaktivität weiter stützen und mögliche Handelskonflikte zwischen China und den USA mehr als kompensieren. Währenddessen ist für 2018 mit einer weiteren Verschärfung des regulatorischen Umfelds in China zu rechnen, was den Konjunkturausblick etwas dämpfen sollte.
- Mit der Stabilisierung der Rohstoffmärkte mehren sich die Zeichen, dass die Rezession in Russland überwunden ist und

die Wirtschaft Brasiliens einen Erholungskurs eingeschlagen hat. In Indien scheint der Inflationsdruck leicht abgenommen zu haben, während die guten Handelsbedingungen den konjunkturellen Aufschwung weiter stützen dürften.

- Die zyklische Belebung des Welthandels, steigende Rohstoffpreise und ein schwächerer US-Dollar begünstigen die Wertentwicklung von Schwellenländeraktien, wenngleich sich die Gewinnrevisionen der Analysten zuletzt leicht abgeschwächt haben.

Branchen

- Mittelfristig sind weiter steigende Anleihenrenditen und (Kern-)Inflationsraten zu erwarten, welche zyklische Sektoren begünstigen, vor allem Finanz- und Rohstoffwerte.
- Jene Sektoren sind es auch, die die höchste Korrelation zu inflationsindexierten Anleihen ausweisen.
- Industrierwerte sind aufgrund hoher Bewertung bei abnehmender Datendynamik gefährdet.
- Dividenden rücken immer mehr in den Blick für die Erzielung von Kapitaleinkommen – dies umso mehr, als sich mit langsam steigenden Inflationsraten das Thema „Reflation“ wieder nach vorn spielt. So kann die strukturelle Vorliebe für den [Dividendenstil](#) beibehalten werden.

Investmentthema: Multi Asset – „Die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage“

- „Anleger sind auch nur Menschen“ – eine Erkenntnis, die gut von der [Behavioral Finance-Theorie](#) unterfüttert wird.
- Danach kommt es im Anlageprozess zu Fehlentscheidungen, die oft allzu menschlich sind.
- Multi-Asset-Lösungen können Anlegern helfen, sich selbst zu überlisten und Verhaltensanomalien zu vermeiden. Wichtig, gerade in volatilen Märkten.

Euro Renten

- Die Reflationierung sowie die anstehende geldpolitische Normalisierung der Europäischen Zentralbank sollten die Staatsanleihenrenditen im Kern der Eurozone moderat steigen lassen.
- Die Inflationserwartungen, die sich aus den „Break-even-Inflationsraten“ inflationsindexierter Anleihen errechnen lassen, preisen jenes Szenario bereits in zunehmendem Maße ein und wirken nicht mehr unterstützend.
- Die Renditezuschläge („Spreads“) der Peripheriestaaten lassen noch eine weitere geringe Einengung zu. Sie werden durch das robuste Makroumfeld und die Hoffnung auf politische Veränderungen gestützt.

Renten International

- Die „Finanzielle Repression“ hält an. Die Realzinsen bleiben trotz des erwarteten zyklischen Anstiegs im historischen Vergleich niedrig, wenn nicht gar negativ.
- Nach einer temporären Gegenbewegung sollte die globale Reflationierung 2018 wieder einen moderaten Aufwärtsdruck auf die nominalen Renditen ausüben.

- Bei den US-Staatsanleihen ist im Zuge einer restriktiveren Geldpolitik bzw. expansiver Fiskalpolitik mit einem Anstieg der Renditen zu rechnen. Nach hauseigenen fundamentalen Bewertungsmodellen erscheinen US-Staatsanleihen als teuer.
- Das Renditeniveau der japanischen Anleihen wird weiterhin durch die Geldpolitik der BoJ gesteuert und sollte deshalb unverändert bleiben.

Renten Emerging Markets



- Das zyklische Konjunkturfeld hat sich für die Schwellenländer u. a. durch die breit angelegte Erholung des Welthandels spürbar verbessert.
- Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern verkehrten sich in Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer, begünstigt zuletzt durch einen schwächeren US-Dollar.
- Zudem sind die realen Anleihenrenditen in lokalen Emerging Markets im Gegensatz zu vielen Industrieländern im Durchschnitt deutlich positiv.
- Strukturelle Belastungsfaktoren (wie z. B. ein hoher Verschuldungsgrad und nachlassendes Wachstumspotenzial in vielen Schwellenländern sowie protektionistische Tendenzen in den USA) haben den säkularen Ausblick für EM-Staatsanleihen etwas eingetrübt.

Unternehmensanleihen



- Investment Grade- und High Yield-Anleihen bewegen sich im Spannungsfeld zwischen akkommodierender Geldpolitik und positiver makroökonomischer Daten einerseits sowie ambitionierter Bewertung andererseits.
- Auf Basis hauseigener fundamentaler, an der Konjunktur orientierter Bewertungsmodelle können US-Unternehmensanleihen bester Bonität gerade noch als angemessen 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

- Trotz eines kurzfristig konjunkturstimulierenden Effekts erhöht der spätezyklische 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.
- Obwohl der Dollar aus längerfristiger fundamentaler Sicht weiterhin überbewertet erscheint, sprechen die mittlerweile deutlichen spekulativen Übergewichtungen im Euro für eine zumindest zwischenzeitliche Marktconsolidierung.
- Der japanische Yen befindet sich derzeit in einem anhaltenden Aufwärtstrend, gestützt durch die zuletzt angestiegene Risikoaversion und eine günstige Bewertung. Aus zyklischer Sicht bleibt er jedoch anfällig aufgrund der nach wie vor expansiven Geldpolitik der Bank of Japan.

Weitere Literatur von Global Capital Markets & Thematic Research:

Verpassen Sie auch nicht unsere Podcasts:
www.allianzgi.de/podcast

AI & das 2. Maschinenzeitalter

ESG

Aktives Management

Vermögensaufbau – Risikomanagement – Multi Asset

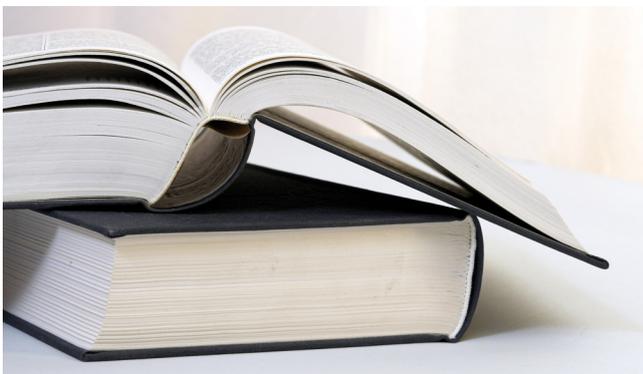
Niedrigzinsphase

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, 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.