FEBRUAR 2021

# Kapitalmarktbrief

## Hoffnung

Wir starten ins Jahr 2021 durch – und die Zahl der Geimpften nimmt weltweit zu. Zwar regional sehr unterschiedlich und es könnte gefühlt überall schneller gehen, aber immerhin. Hoffnung besteht: auf ein Ende dieses Covid-19-Tunnels.

Hoffnung ebenso von Seiten der Konjunktur, wenn das Bild hier auch uneinheitlich ist. Der siebte monatliche Anstieg in Folge unseres großen Konjunktur-Aggregats wurde im Dezember hauptsächlich durch China und andere asiatische Volkswirtschaften sowie das verarbeitende Gewerbe getragen. Demgegenüber schwächten sich die Makrodaten für die USA und das Vereinigte Königreich vor allem aufgrund der negativen Auswirkungen der Pandemie ab. Eine Fortsetzung des zuletzt überraschend besseren Datentrends in der Eurozone erscheint im Szenario verschärfter Lockdown-Maßnahmen kurzfristig unwahrscheinlich.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir eine wellenförmige Entwicklung der globalen Wirtschaftsleistung: Im letzten Quartal 2020 und im aktuellen Quartal 2021 sollte sich das Wachstum unter Potenzial entwickeln, während wir auf einen Wachstumspfad oberhalb dessen für den weiteren Verlauf dieses Jahres hoffen können, je weiter die Impfungen vorankommen. Insgesamt schreibt sich das Wachstumsszenario eines „umgekehrten Wurzelzeichens" fort.

Die globalen Zentralbanken setzen derweil alle verfügbaren Mittel ein, um auf die wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen des weltweiten Angebots- und Nachfrageschocks zu reagieren. Vereint mit der Fiskalpolitik arbeiten sie an der „Reflationierung" der Weltwirtschaft. Die begründete Hoffnung besteht, dass sie eine Deflation abwenden können. Der Preis dafür kam zuletzt vor allem in den US-Staatsanleihen an. Dort stiegen insbesondere die längeren Laufzeiten im Einklang mit den ebenfalls gestiegenen Inflationserwartungen.

**Dr. Hans-Jörg Naumer**
Director,
Global Capital Markets
& Thematic Research

**Vereint mit der Fiskalpolitik arbeiten die Zentralbanken weltweit an der „Reflationierung" der Wirtschaft.**

**Datum: 29.01.2021**

| **Aktienindizes** | | **Zinsen in %** | | |
|---|---|---|---|---|
| DAX | 13.433 | **USA** | 3 Monate | 0,21 |
| Euro Stoxx 50 | 3.481 | | 2 Jahre | 0,13 |
| S&P 500 | 3.714 | | 10 Jahre | 1,06 |
| Nasdaq | 13.071 | **EWU** | 3 Monate | -0,54 |
| Nikkei 225 | 27.663 | | 2 Jahre | -0,73 |
| Hang Seng | 28.284 | | 10 Jahre | -0,57 |
| **Währungen** | | **Japan** | 3 Monate | 0,08 |
| USD/EUR | 1,214 | | 2 Jahre | -0,12 |
| **Rohstoffe** | | | 10 Jahre | 0,02 |
| Öl (Brent, USD/Barrel) | 56,0 | | | |

### Neue Publikation

Die Jagd nach Kapitaleinkommen geht weiter

Ein baldiges Ende der zweiten Welle der finanziellen Repression, die über uns schwappt, ist das aber noch lange nicht. Schon gar nicht, wenn die Zentralbanken Staatsanleihen aufkaufen, als gäbe es morgen keine mehr. Die fiskalische Dominanz der Geldpolitik tritt immer deutlicher zu Tage. Allein 2020 haben die Bank of England (BoE) 50 %, die Federal Reserve (Fed) 57 %, die Europäische Zentralbank (EZB) 71 % und die Bank of Japan (BoJ) 75 % aller seit Februar letzten Jahres emittierten Staatsanleihen aufgekauft. Und so geht die Jagd nach Kapitaleinkommen weiter.

Hoffen wir auf eine erkleckliche Dividendensaison,

Dr. Hans-Jörg Naumer

Allianz Global Investors

# Märkte im Detail

**Taktische Allokation Aktien & Anleihen**

- Die Bewertungen von Aktien sind regional unterschiedlich und in einigen Regionen (USA) auffallend hoch. Gemessen an den Kriterien des Wirtschaftshistorikers Charles Kindleberger sind einige, aber eben nicht alle Kriterien einer Blase erfüllt. Misst man die Verwendung auf „Boom" bezogener Begriffe, z. B. bei Bloomberg-Nachrichten, so ist das ökonomische Narrativ eines starken Aufschwungs noch lange nicht heiß gelaufen.
- Auch muss die Bewertungsrelation auf Grundlage niedriger/negativer Anleiherenditen berücksichtigt werden.
- Die Konjunktur bewegt sich weltweit auf dem Pfad der Erholung, wenn dieser auch nicht frei von Stolpersteinen ist. Geld- wie Fiskalpolitik haben diesen Kurs massiv angeschoben und stützen ihn weiterhin – zur Not gar noch expansiver.
- Die Cash-Bestände der internationalen Investoren sind, gemessen an den seit Ausbruch der Pandemie kumulierten Mittelzuflüssen in die Geldmarkt-Fonds, hoch. Und es ist zu erwarten, dass diese auf der Suche nach Rendite weiter im „Risiko-an-Modus" verharren, auch um dem Niedrig-/Negativzinsumfeld zu entgehen.
- In der Gesamtsicht liegt es nahe, Aktien gegenüber Anleihen überzugewichten.

## Aktien

- Die Erwartungen an die Unternehmensgewinne auf Sicht der nächsten 12 Monate sind ambitioniert, aber nicht heiß gelaufen. Das Revisionsverhalten ist positiv: Die Analysten haben über die letzten Wochen deutlich mehr Gewinnerwartungen nach oben gestuft als nach unten. Die Erwartungen konzentrieren sich dabei nicht allein auf wenige Branchen, sondern sind verhältnismäßig breit über die Sektoren verteilt.
- Die Bewertungen dagegen divergieren sehr stark über die Branchen hinweg. Während Technologiewerte die Liste anführen, hinken z. B. die Finanz- und Versorgerwerte hinterher.
- Die Absicherungsniveaus, gemessen an den „Put-Call-Ratios" am Optionsmarkt, deuten auf einen hohen Optimismus der Anleger hin. Das lässt den Aktienmarkt technisch anfällig erscheinen. Dazu kommt, dass sich laut der Amerikanischen Vereinigung der Privatanleger („American Association of Individual Investors") schon ein erhöhter Anteil der Anleger im Camp der „Bullen" tummelt.
- Langfristig ist das Thema „Nachhaltigkeit" aus keiner Anlageentscheidung mehr wegzudenken. Anleger dürften gut damit fahren, wenn sie auf die Integration von ESG-Kriterien bei ihrer Anlageauswahl achten.

## Anleihen

- Trotz der sukzessiven Erholung der Weltwirtschaft von der tiefsten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg behalten die globalen Notenbanken ihren ultra-expansiven Kurs zur Begrenzung des langfristigen ökonomischen Schadens der Pandemie bei. Zusammen mit dem nachklingenden disinflationären Impuls wirkt dies vorerst unterstützend auf (Kern-)Staatsanleihemärkte. Mit zunehmendem Abebben des Covid-Schocks und einer graduellen „Reflationierung" (also der gewünschten Wiederbelebung eines gesunden inflationären Impulses, der die Weltwirtschaft vor der Deflation bewahrt) dürfte dieser Rückenwind allerdings im Jahresverlauf 2021 nachlassen.
- Staatsanleiherenditen sollten vor diesem Hintergrund trotz eines moderaten Anstiegs der Langfristrenditen (ausgehend von den USA) in den kommenden Monaten insgesamt auf weiterhin niedrigen Niveaus handeln.
- Zyklische Faktoren sprechen für eine mittelfristige Fortsetzung des Versteilungstrends in den Staatsanleihekurven der USA und der Eurozone.
- Peripherie-Staatsanleihen bleiben durch massive EZB-Käufe und erste Schritte in Richtung einer gemeinsamen europäischen Fiskalpolitik („Recovery Fund") gut unterstützt. Hierdurch sollten potenzielle Rücksetzer durch steigende Fiskalrisiken, rezessive Nachwirkungen durch Covid-19 und ein schwaches heimisches Konjunkturumfeld weiterhin abgefedert werden.
- Das fundamentale Umfeld für Unternehmensanleihen (besserer wie schlechterer Bonität; „Investment Grade" wie „High Yield") bleibt aufgrund des anfälligen Konjunkturumfelds, steigender Ausfallraten und hoher Verschuldungsgrade (v. a. USA) angespannt. Dies dürfte aber insbesondere für Investment Grade-Anleihen durch anhaltende geldpolitische Unterstützung vorerst kompensiert werden.
- Emerging Markets-Hartwährungsanleihen sowie auf lokale Währungen lautende Anleihen der aufstrebenden Staaten bleiben aufgrund der ökonomischen und finanziellen Auswirkungen der Corona-Pandemie anfällig. Allerdings sorgt die „Jagd nach Rendite" weiterhin für Rückenwind, insbesondere in Phasen rückläufiger Volatilität. Aus fundamentaler Sicht sollten sich asiatische Schwellenländer am robustesten zeigen.

## Währungen

- Gemessen zum Beispiel am handelsgewichteten Wechselkurs erscheint der US-Dollar weiterhin als überbewertet, was gegenüber Währungen der Industriestaaten wie auch der aufstrebenden Länder gilt.
- Die Geldpolitik der Fed sollte ihn auch weiter unterminieren, da sie im Vergleich mit anderen Zentralbanken noch deutlich expansiver ist. Weitere Fiskalstimuli dürften zudem das Haushaltsdefizit der USA weiter belasten, während gleichzeitig die Aussicht auf eine relative ökonomische „Outperformance" gegenüber anderen Ländern nachlässt.
- Auch sind Phasen eines globalen wirtschaftlichen Aufschwungs in der Regel Phasen, während derer der Greenback abwertet, da die Flucht in den „sicheren Hafen" nachlässt.
- Insgesamt empfiehlt es sich, den US-Dollar unterzugewichten.

## Rohstoffe

- Ursprünglich wollten die Organisation erdölexportierender Länder und andere ölfördernde Länder einschließlich Russland (OPEC+) ab Januar die Kürzungen, die zuletzt 7,7 Millionen Barrel am Tag betrugen, auf 5,8 Millionen Barrel zurücknehmen. Doch die OPEC+ wird nun angesichts eines verhaltenen wirtschaftlichen Optimismus von Januar 2021 an ihre Produktion um täglich 500.000 Barrel erhöhen, so dass die Kürzung nun noch 7,2 Millionen Barrel beträgt.
- Nach Einschätzung der OPEC+ dürfte sich die Ölnachfrage 2021 im Zuge erneuter Lockdowns in Europa und den USA sowie einer nachlassenden konjunkturellen Erholung nur langsam wieder erholen. Auf der Angebotsseite kommt hinzu, dass einzelne Länder (u. a. Libyen, Iran) ihre Fördermengen steigern, was zusammen mit hohen weltweiten Lagerbeständen auf die Preise drücken könnte.
- Folglich dürfte das Überschussangebot bei Öl weiterhin bestehen bleiben, wenngleich positive Nachrichten über potenzielle Covid-19-Impfstoffe die Stimmung am Ölmarkt angekurbelt haben. Das sollte die Nachfrage vor allem im zweiten Halbjahr 2021 stabilisieren.
- Generell gilt: Ein abwertender US-Dollar stützt gewöhnlich Rohstoffpreise, da diese in US-Dollar gehandelt werden und entsprechend höhere Dollarpreise erzielen sollten.

**Investmentthema: Die Jagd nach Kapitaleinkommen geht weiter**

- Wie eine aktuelle hauseigene Studie zeigt, halfen Dividenden die Gesamtperformance in Jahren negativer Kursentwicklung zu stabilisieren. Dividenden konnten in Jahren von Kursverlusten bei Aktien diese teilweise oder sogar ganz kompensieren.
- Über den Zeitraum von Anfang 1975 bis Ende 2020 war die annualisierte Gesamtrendite der Aktienanlage für den MSCI Europa zu ungefähr 35 % durch den Performance-Beitrag der Dividenden getragen. Aber auch in anderen Regionen, wie Nordamerika (MSCI Nordamerika) oder Asien-Pazifik (MSCI Pazifik), war die Gesamtperformance zu 26 % bzw. 36 %, also einem Drittel, durch die Dividende bestimmt.
- Die Dividenden selbst schwanken weniger als die Konzerngewinne, wie hauseigene Berechnungen verdeutlichen. Ein Vergleich von Dividenden und Gewinnen der Indexmitglieder des S&P 500 seit 1960 zeigt, dass die Unternehmensgewinne weitaus größeren Schwankungen unterworfen waren als die Dividenden. Insbesondere während der letzten 10 Jahre war die Volatilität der Gewinne mit annualisiert knapp 25 % deutlich größer als die Schwankungen der Dividenden mit leicht mehr als 4 % p. a.
- Während die zweite Welle der Finanziellen Repression über uns hinwegschwappt, sollte Dividenden im anhaltenden Niedrig-/Negativzinsumfeld eine große Bedeutung bei der Jagd nach Kapitaleinkommen zukommen.

## Weitere Analysen

### AI & das 2. Maschinenzeitalter

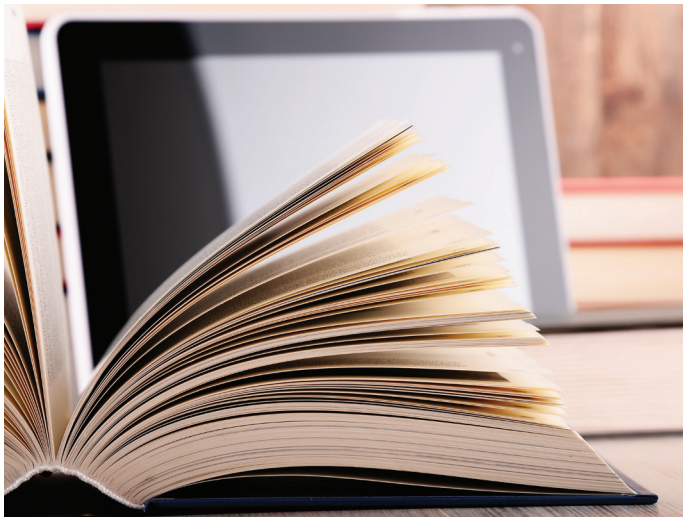
### Aktives Management

### Anlagestrategie und Investment

### ESG

### Vermögensaufbau

### Verhaltensökonomie – Behavioral Finance



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 der Bockenheimer Landstraße 42-44, D-60323 Frankfurt am Main, eintragen 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.