

# Kapitalmarktbrief

## Zeitenwende

Die Invasion Russlands in die Ukraine dürfte eine Zeitenwende für die gesamte westliche Welt bedeuten. Auf diese neue Realität werden sich Anleger höchstwahrscheinlich nicht von heute auf morgen einstellen können – zu viele Fragen und Zielkonflikte müssen beantwortet und abgewogen werden. Was aber ist auf Sicht der nächsten Monate für Preise, Konjunktur und Märkte zu erwarten?

Eine Zeitenwende scheint sich bei den Inflationsraten abzuzeichnen. Der Preisauftrieb hat sich weiter verschärft: Schon vor der militärischen Eskalation in der Ukraine gab es viele Anzeichen für eine breitere und sich verstetigende Inflation. Diese dürften sich durch stark gestiegene Preise vor allem für Energie und Nahrungsmittel verstärken. Zumindest ist von einer späteren Normalisierung von Preissteigerungsraten auszugehen. Durch die Sanktionen gegen Russland könnte es zudem zu neuen Belastungen in den Lieferketten und auf Transportwegen kommen.

Entsprechend hat sich der Konjunkturausblick eingetrübt. Gestiegene Preise schmälern das verfügbare Haushaltseinkommen für den Konsum, Unternehmen haben weniger Planungssicherheit und könnten Investitionsentscheidungen zurückstellen. Auf der positiven Seite sollte sich, trotz verbleibender Unsicherheiten im Umgang mit der Pandemie, in vielen Ländern eine dynamische Nachfrage nach Dienstleistungen im Bereich Freizeitgestaltung und Reisen entfalten. Zudem dürften die Ersparnisse aus den vergangenen Pandemie Jahren die Belastungen durch gestiegene Preise zumindest teilweise abfedern.

In der Summe ist auf Sicht der nächsten Monate eine weltweite Wachstumsverlangsamung, aber noch keine Rezession zu erwarten. Dies gilt auch für Europa, trotz einer deutlich stärkeren Verflechtung mit Russland und der Ukraine.

Eine Wachstumsverlangsamung sollte auch das Gewinnwachstum schmälern. Gingen die Schätzungen, beispielsweise für den europäischen Stoxx600-Index, vor der Krise von etwa 9 % Gewinnwachstum für 2022 aus, könnte sich dies nun in Richtung stagnierender Gewinne entwickeln – eine



**Stefan Rondorf**  
Senior Investment  
Strategist  
Global Economics &  
Strategy

**Auf Sicht der nächsten Monate ist eine weltweite Wachstumsverlangsamung, aber noch keine Rezession zu erwarten. Dies gilt auch für Europa, trotz einer deutlich stärkeren Verflechtung mit Russland und der Ukraine.**

**Datum: 28.03.2022**

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	14.417	USA	3 Monate	1,00
Euro Stoxx 50	4.018		2 Jahre	2,30
S&P 500	4.576		10 Jahre	2,49
Nasdaq	14.503	EWU	3 Monate	-0,48
Nikkei 225	28.252		2 Jahre	-0,27
Hang Seng	21.928		10 Jahre	0,53
Währungen		Japan	3 Monate	0,07
USD/EUR	1,097		2 Jahre	-0,02
Rohstoffe			10 Jahre	0,24
Öl (Brent, USD/Barrel)	112,5			

### Neue Publikation

Vermögensbildungspolitik

Gewinnrezession ist damit auch für Europa keine ausgemachte Sache, unter anderem aufgrund des ausgleichenden Effekts steigender Gewinne in Energie- und Rohstoffsektoren.

Höhere Inflation und gestiegene Abwärtsrisiken für die Konjunktur bringen die Zentralbanken in eine Zwickmühle. Sowohl die Europäische Zentralbank als auch die Federal Reserve haben sich in den letzten Wochen zumindest verbal auf die Seite der Inflationsbekämpfung geschlagen. Beide Zentralbanken waren aber bis zuletzt sehr expansiv unterwegs, weshalb sie nun zügig und kräftig gegensteuern müssen – ein schwieriger Drahtseilakt. Der Weg zu einer nachhaltig inflationsdämpfenden Geldpolitik mit Zinsen über einem neutralen Niveau (für die USA wird dies beispielsweise bei etwa 2,5 % angenommen) ist weit.

Genau dies bleibt der Hoffnungsschimmer für die Aktienmärkte und andere risikoreichere Vermögensklassen: Die Realzinsen, also die Zinsen abzüglich der derzeit hohen Inflationsraten, dürften noch auf längere Sicht negativ bleiben. Sachwerte wie Aktien sollten also trotz eines herausfordernden Umfelds mittelfristig gegenüber nominalen Vermögensklassen wie Staatsanleihen attraktiv bleiben. An dieser Stelle bleibt die Zeitenwende aus.

Eine Zeitenwende zum Positiven wünscht uns allen

Stefan Rondorf

## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Auch wenn konjunkturelle Abwärtsrisiken derzeit überwiegen, erscheint das Risiko eines Abrutschens in eine Rezession für die nächsten Monate eher gering. Vor der russischen Invasion in die Ukraine nahm die Weltwirtschaft gerade wieder etwas mehr Schwung auf, nachdem die Effekte der Omikron-Virusvariante in den Wintermonaten gebremst hatten. Die Hoffnung auf eine Wiederbelebung des Dienstleistungssektors nach zwei Pandemie Jahren ist weiter berechtigt.
- Sollten sich die Ölpreise längere Zeit über 120 US-Dollar pro Barrel festigen, hätten sie sich über einen Zweijahreszeitraum in etwa verdoppelt. Dies bedeutete in der Vergangenheit oft stärkere Konjunkturabkühlungen. Eine merklich verringerte Energieintensität (und damit eine gesunkene Energieabhängigkeit) westlicher Volkswirtschaften sowie eine noch expansive Geldpolitik entschärfen jedoch derzeit das negative Signal dieser Daumenregel.
- Entsprechend erscheint die Diskussion über ein Stagflationsszenario analog der 1970er Jahre aktuell als verfrüht.
- Die Wahrscheinlichkeit für Risikoszenarien wie Cyberangriffe oder den Angriff eines NATO-Staates durch Russland erscheint derzeit gering, ist aber nicht null.
- Stark gestiegene Inflationsraten und der Druck auf die Zentralbanken haben auf den US-Rentenmärkten einen Bärenmarkt historischer Dimension verursacht. Relativ dazu bleiben Aktien als Sachwerte gestützt, vor allem in einem Umfeld, in dem Realzinsen noch länger in negativem Terrain verharren dürften.

### Aktien

- Im derzeitigen Umfeld kaum kalkulierbarer politischer Unsicherheit kommt den Fundamentaldaten eine hohe Bedeutung zu. Je stabiler sie sich präsentieren können, desto widerstandsfähiger könnten sich die Aktienmärkte erweisen.
- Das vor der Krise geschätzte Gewinnwachstum von 9 % für europäische Stoxx600-Unternehmen dürfte nicht mehr realistisch sein. Neben dem eingetribenen Wachstumsausblick dürften angebotsbedingt gestiegene Inputkosten ein Problem darstellen. Steigende Gewinnschätzungen für Energie- und Rohstoffsektoren sollten den Effekt aber teilweise abmildern. Die US-Gewinne dürften durch die Ukraine-Krise weniger stark als in Europa beeinflusst werden.
- In Europa liegen die Bewertungsvielfache in etwa auf dem Durchschnitt der letzten Jahre. Das über einen 10-Jahreszeitraum geglättete Kurs-Gewinn-Verhältnis in den USA lässt sich weiter als erhöht erachten. Die Mixtur aus schwächerem Wachstum und höherer Inflation stellt einen Gegenwind für die Bewertung von Aktien dar.
- Kurzfristig erscheint die Positionierung von Anlegern in Aktien unterdurchschnittlich und das Sentiment unter Investoren ist vergleichsweise pessimistisch, was taktische Chancen eröffnen könnte.
- **ESG-Faktoren**, als Kriterien für die Nachhaltigkeit der Firmen, sollten auf Dauer eine wichtige Rolle bei der Einzeltitelwahl spielen.

### Anleihen

- Nach der Aufwärtsbewegung bei den Energiepreisen und deutlich gestiegenen mittelfristigen Inflationsrisiken hat eine Vielzahl von Notenbanken die geldpolitische Normalisierung trotz erhöhter Unsicherheit über den Wachstumsausblick beschleunigt. Dies verursachte eine scharfe Aufwärtsbewegung bei US-Staatsanleihenrenditen, insbesondere in kürzeren Laufzeitsegmenten.
- Inzwischen erwarten Geldmarktanleger in den USA sieben oder sogar mehr Zinserhöhungen der Federal Reserve (Fed) im Jahr 2022 sowie eine im Frühjahr oder Sommer einsetzende Reduzierung der Anleihebestände auf der Fed-Bilanz. Auch für die Europäische Zentralbank (EZB) kann eine Aufwärtsbewegung beim Einlagenzinssatz in diesem Jahr mittlerweile nicht mehr ausgeschlossen werden.

- Einige Segmente der US-Zinsstrukturkurve haben sich inzwischen stark verflacht. Das deutet auf mittelfristig erhöhte Konjunktursorgen von Bondmarktanlegern hin. Zwischen kürzeren Laufzeiten von einigen Monaten und beispielsweise 10-jährigen Renditen verläuft die Kurve allerdings (noch) recht steil, was kurzfristig Rezessionsängste entschärfen sollte.
- Das erwartete Auslaufen der EZB-Anleihekäufe im späteren Jahresverlauf sowie strukturelle Fiskalrisiken (hohe Defizite/ Verschuldung) könnten einen Aufwärtsdruck auf die Renditeaufschläge von Peripherie-Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen ausüben.
- Emerging Market-Hartwährungsanleihen und auf lokale Währungen lautende Anleihen sollten durch anziehende Inflationsraten und potenziell steigende US-(Real-)Renditen belastet bleiben.

### Währungen

- Der US-Dollar sollte in einem Umfeld von Risikoaversion und beschleunigten Fed-Zinszyklen unterstützt bleiben.
- Allerdings erscheint er nach hauseigenen Modellberechnungen gegenüber den meisten Währungen der Industrieländer, aber auch der aufstrebenden Staaten eher hoch bewertet.
- Mittelfristige Belastungsfaktoren für den Greenback haben weiter Bestand. Die USA weisen weiterhin ein Zwillingdefizit, also ein Budget- und Leistungsbilanzdefizit, auf.

### Rohstoffe

- In einem Umfeld stark steigender Inflation erweisen sich Rohstoffe als gern gesuchte Anlageklasse, allerdings erwiesen sich starke Preissprünge historisch selten als nachhaltig.
- Viele Rohstoffe weisen nach Jahren geringer Investitionen in Förderkapazitäten ein eingeschränktes Angebot auf, welches auf eine robuste Nachfrage trifft. Viele Metalle wie Kupfer dürften noch längere Zeit von der Nachfrage aufgrund der Elektrifizierung von Mobilität sowie der nötigen Ertüchtigung von Stromnetzen gestützt bleiben.
- Aktuell überschattet der Ukraine-Konflikt die Energiemärkte: Viele Nachfrager möchten keine russischen Rohstoffe mehr abnehmen, anderswo aber können Kapazitäten nicht unmittelbar erhöht werden.

### Investmentthema: Investieren mit ruhiger Hand?

- Wenn es an den Börsen unruhiger wird, die Volatilität (Schwankung) also steigt und die Kurse sinken, kommt immer wieder die Frage auf: Sollen Anleger jetzt aussteigen oder es aussitzen?
- Die Antwort ist nicht trivial. Hinter der Frage steckt die Motivation Verluste zu minimieren, um dann, idealerweise nach einer Abschwungphase, wieder einzusteigen.
- Ein Professor für „Household Finance“ der Goethe Universität Frankfurt wurde in der Presse zitiert, es sei „besser dauerhaft im Aktienmarkt investiert zu sein, als in unruhigen Zeiten zu verkaufen“.
- Hinter dem „Timing“, dem heiligen Gral des aktiven Managements, stecken zwei Probleme für den privaten Anleger: 1. Wissensproblem: Wann beginnt der Abschwung? 2. Wissens- und verhaltensökonomisches Problem: Wann wieder einsteigen?
- Die idealen Zeitpunkte sind i. d. R. nicht bekannt. Dazu kommt das verhaltensökonomische Phänomen: Wer erst einmal ausgestiegen ist, hat es oft schwer, wieder einzusteigen. Die Verlustaversion macht ihm einen Strich durch die Rechnung. Oft werden deshalb die besten Tage der Erholung verpasst. Noch bestehen ja Unsicherheiten, noch sind Rückschläge möglich, ...
- Folgende Berechnungen verdeutlichen die Problematik: Wer über die letzten 25 Jahre (konkret: von Anfang 1997 bis Ende 2021) beim Aktienindex MSCI Welt die besten 20 Tage verpasste, kam auf eine durchschnittliche Rendite von 2,9 % pro Jahr. Wer die besten 40 Tage versäumte, musste mit einem jährlichen Minus von 0,4 % im Durchschnitt leben. Wer einfach investiert blieb, erzielte 8,05 % Rendite p.a.
- Natürlich sind das Zahlen von gestern, und Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Performance. Aber zumindest das verhaltensökonomische Muster spricht dafür, dass ein Wiedereinstieg schwieriger ist als gedacht.

## 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
- Anleihenmanagement im Niedrigzinsumfeld

### Anlagestrategie und Investment

- Kapitalmarktbrief (monatlich neu)
- Dividenden statt Niedrigzinsen

### ESG

- #FinanceForFuture:  
Investieren gegen den Klimawandel
- Künstliche Intelligenz für mehr Nachhaltigkeit
- Mehrwert oder Marketing?  
Was bedeutet ESG für die Kapitalanlage? (Teil 1)
- Mehrwert oder Marketing?  
Was bedeutet ESG für die Kapitalanlage? (Teil 2)

### Vermögensaufbau

- Beim Sparen sparen (Video)
- Beim Sparen sparen (Studie)

### 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

Stefan Rondorf, CFA

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter:  
[www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)



Allianz Global Investors  
[www.twitter.com/AllianzGI\\_DE](https://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](http://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, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 9340, zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.