

ALLIANZ INVEST QUARTERLY 2/2019

„ABKÜHLUNG AN DEN
KAPITALMÄRKTEN ERWARTET“

Martin Bruckner

Chief Investment Officer

Vorstand Allianz Investmentbank AG

Mag. Christian Ramberger

Geschäftsführer

Allianz Invest KAG

Wien, 03. April 2019

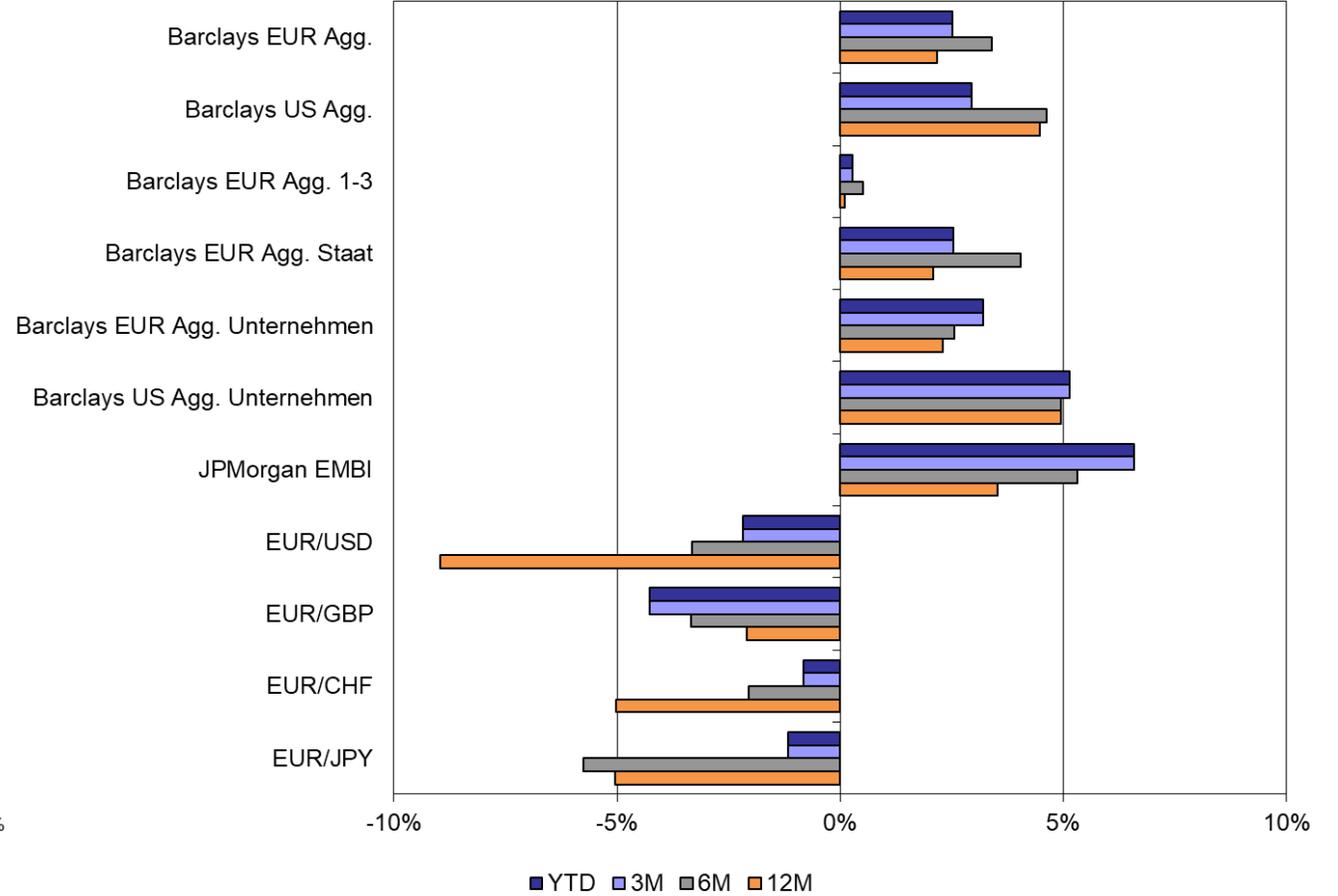
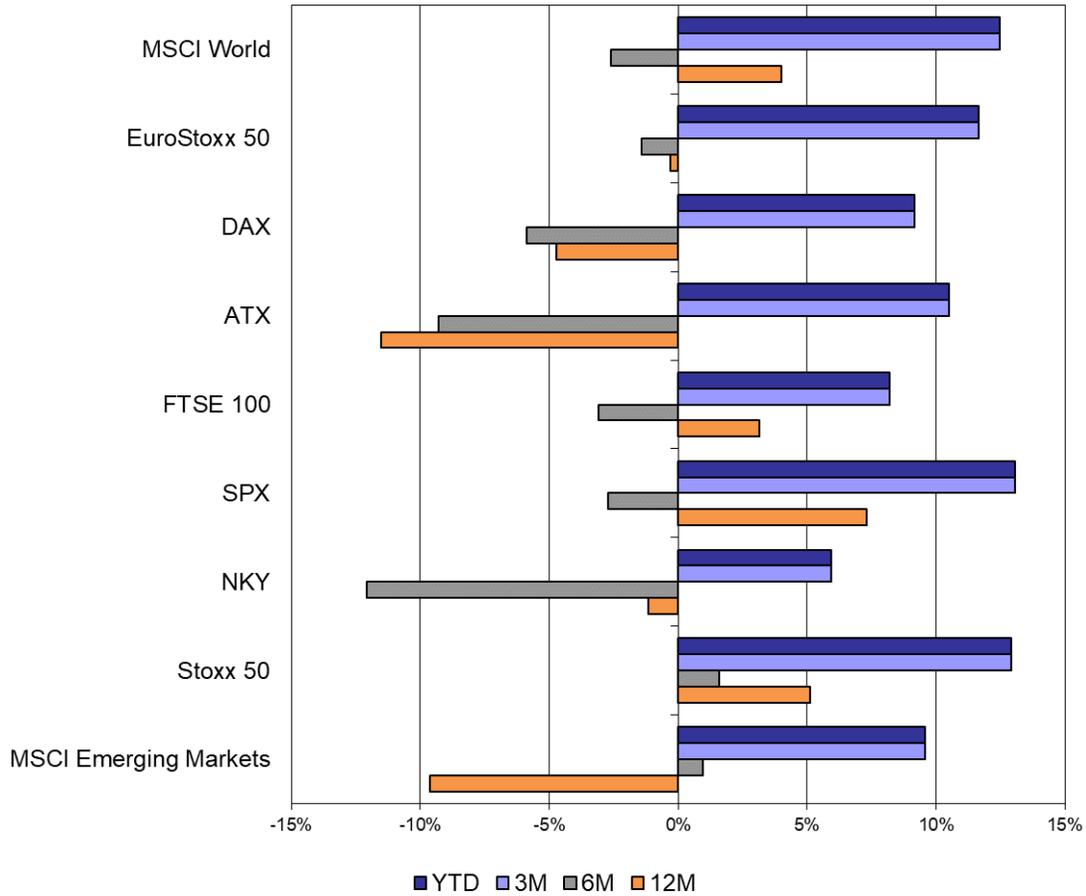


PRESSEGESPRÄCH

Allianz 

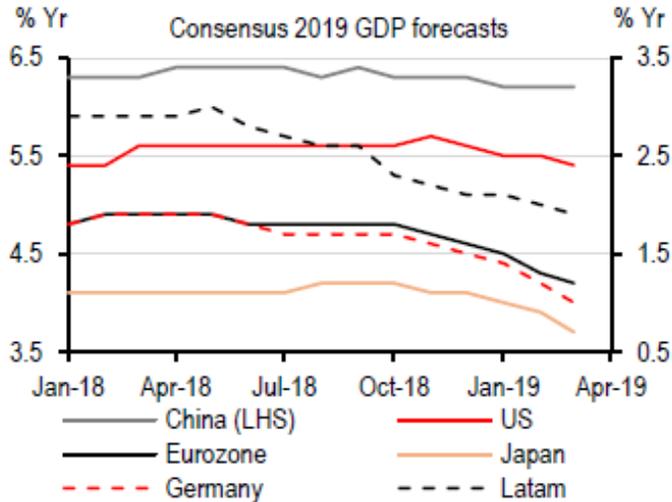


PERFORMANCE DER ASSET-KLASSEN

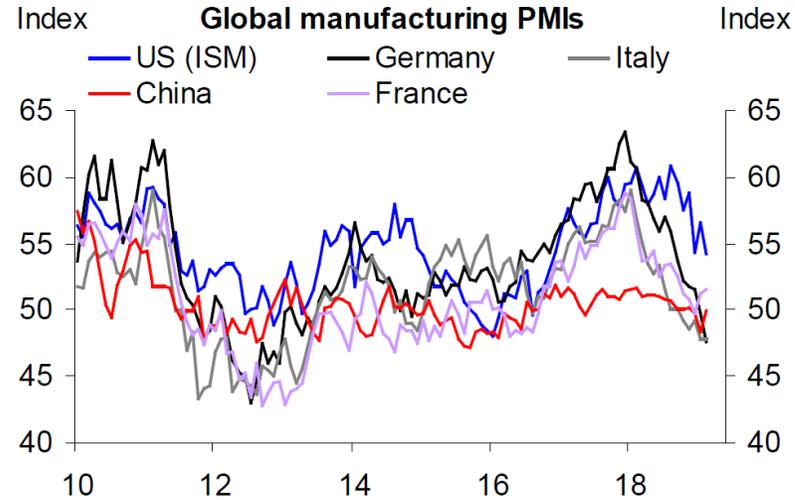


Quelle: Bloomberg
Daten per 31.03.2019

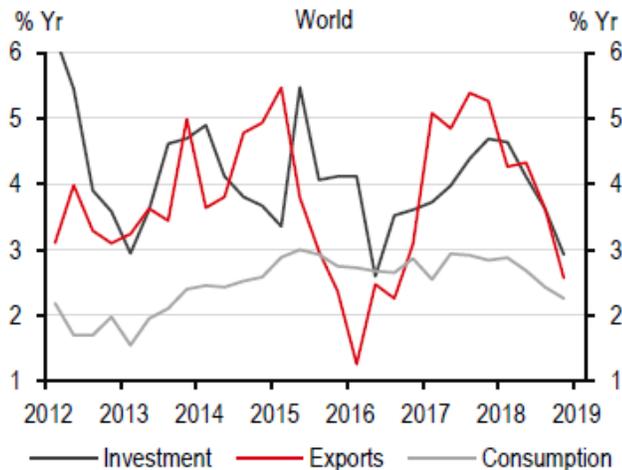
WACHSTUM – DEUTLICHE ABSCHWÄCHUNG



Source: Consensus economics



Source: ISM, Markit, Haver Analytics, DB Global Research



Source: CPB, IHS Markit, Haver Analytics, DB Global Research

- Die Wachstumsprognosen für 2019 befinden sich global seit Mitte des Vorjahres im Sinkflug.
- Verantwortlich dafür sind die massiven Rückgänge der PMI in den USA und der Eurozone, die sich im rückläufigen Welthandel und sinkenden Investitionen begründen, während sich der Konsum nur leicht abschwächt.
- Der Ausblick für China zeigt sich dabei vergleichsweise stabil, indiziert aber (noch?) keine Beschleunigung auf Basis der Regierungsmaßnahmen.

WACHSTUM – NUR VERLIERER DER HANDELSPOLITIK

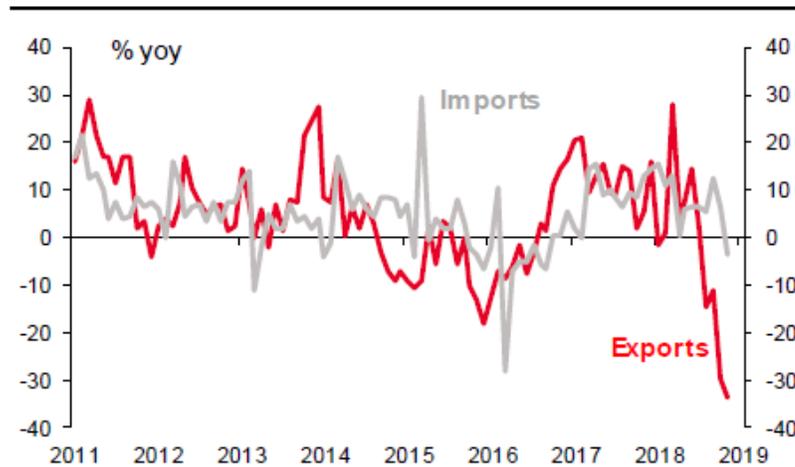
China exports have fallen sharply, partially due to US tariffs



Source: Haver Analytics, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

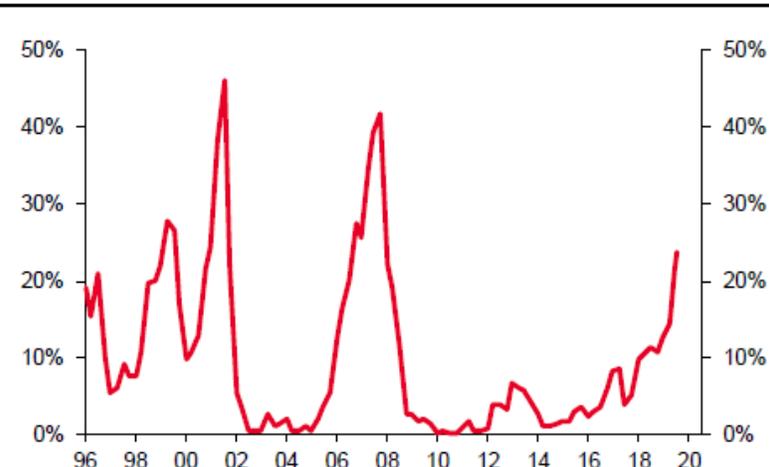
- Die protektionistische Handelspolitik der Regierung Trump zeigt nur Verlierer.
- Chinesische Exporte sind stark gefallen, und US-Exporte nach China entwickeln sich ebenso stark negativ.
- Die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in den nächsten 12 Monaten ist lt. NY Fed auf rd. 25% angestiegen.

US exports to China have dropped



Source: Thomson Reuters Datastream, SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation

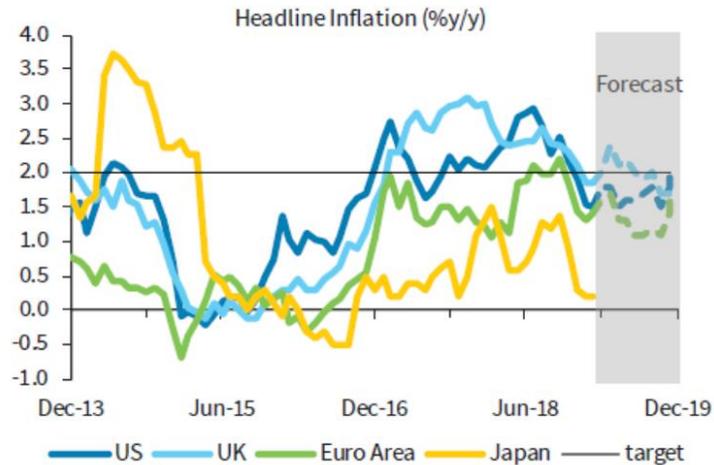
NY Fed probability of recession in US twelve months ahead



Source: Bloomberg, NY Fed, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

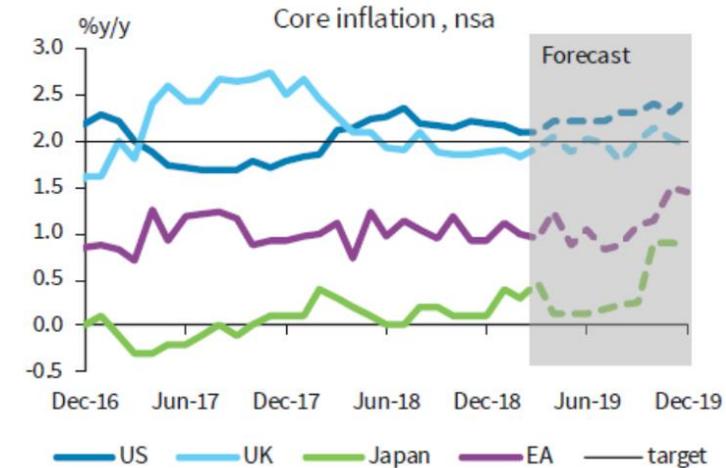
INFLATION – SCHWÄCHER TROTZ LOHNDRUCK

Headline CPI has been driven up and down by oil ...



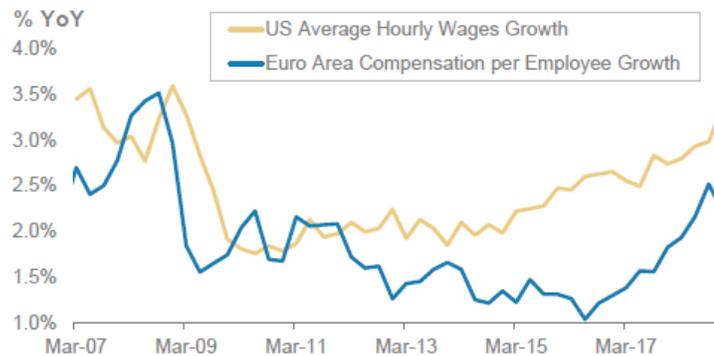
Source: BLS, ONS, Eurostat, Haver Analytics, Barclays Research

...while core inflation remains moderate



Source: BLS, ONS, Eurostat, Haver Analytics, Barclays Research

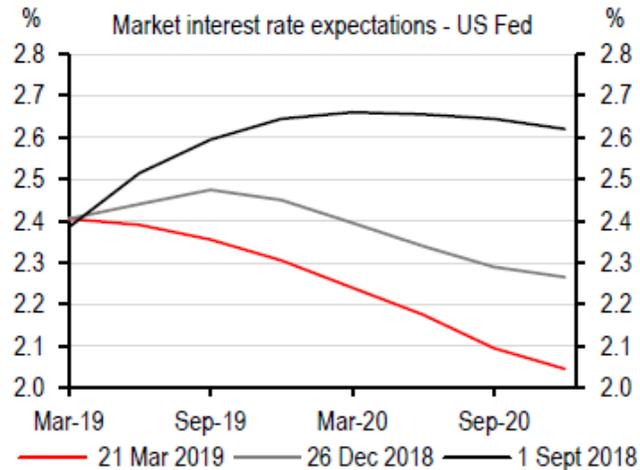
Wage Pressures Are Rising in the US and Europe



Source: Bureau of Labour Statistics, Eurostat, Morgan Stanley Research

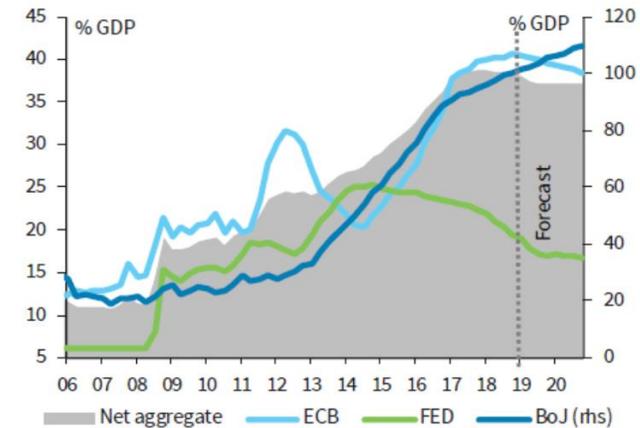
- Inflationsraten sind vom Ölpreis stark getrieben und daher gefallen.
- Trotz Hochkonjunktur im Jahr 2018 sind die Kerninflationsraten sehr stabil auf niedrigem Niveau.
- Der Lohndruck in den Industriestaaten zeigt kaum Wirkung und wird offensichtlich durch Produktivitätsgewinne ausgeglichen.

GELDPOLITIK – PAUSE ODER KEHRTWENDE?



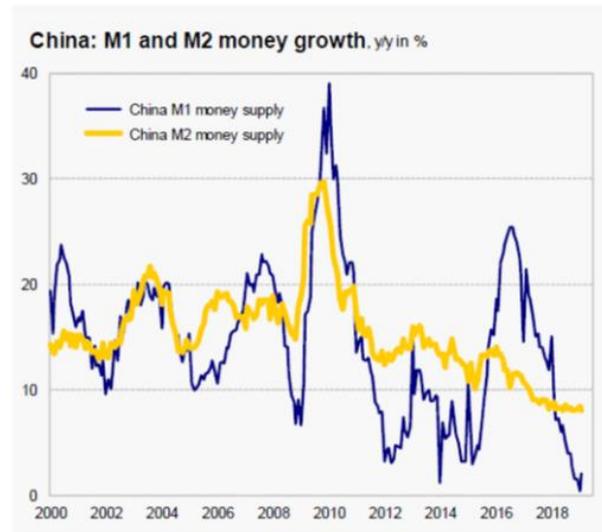
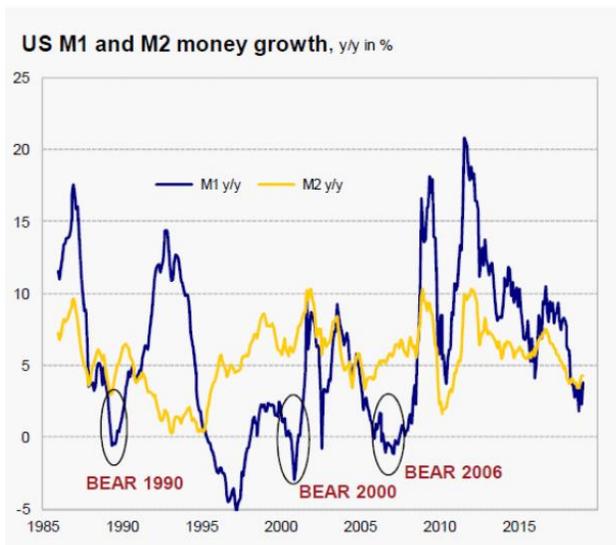
Source: Refinitiv Datastream. Note: 26 December was the bottom of the equity market fall, 1 September used as indicative date prior to market volatility.

... and balance sheets remain relatively stable



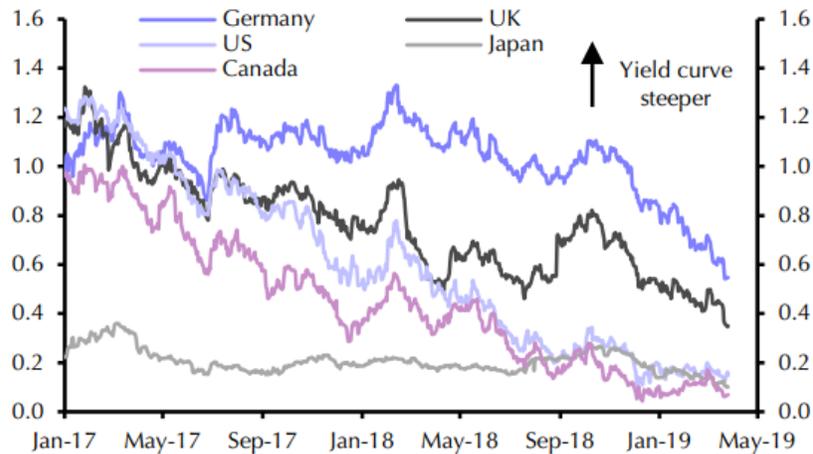
Source: FRB, ECB, BoJ, Haver Analytics, Barclays Research

- Die FED hat zu Jahresbeginn die bisher für 2019 erwarteten Zinserhöhungen ausgesetzt und möchte die Entwicklungen geduldig beobachten.
- Der Markt hat die Zinserhöhungen komplett ausgepreist und erwartet dagegen eine Zinssenkung auf Jahressicht.
- Während die EZB gerade erst mit dem Abbau der Bilanz begonnen hat, wird die FED diesen im Laufe des Jahres beenden.
- Die Geldpolitik präsentiert sich damit deutlich moderater als erwartet und könnte sogar eine Trendwende vollziehen.
- Das Geldmengenwachstum hat sich jedenfalls stark abgeschwächt und zeigt die Auswirkungen der zuletzt restriktiveren Politik.

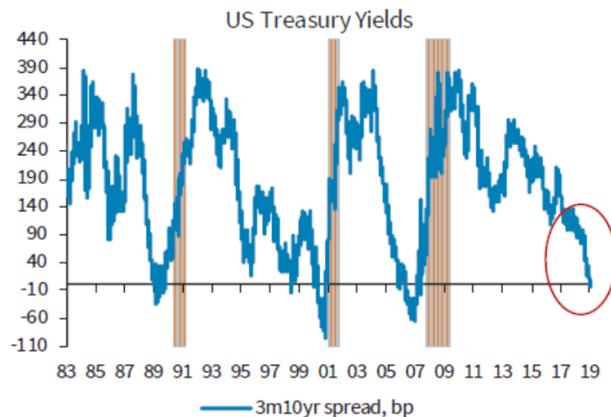


RENTENMÄRKTE – KONJUNKTUR & FED ZEIGEN WIRKUNG

Chart 1: Yield Curves (10-year minus 2-year, %-pts)

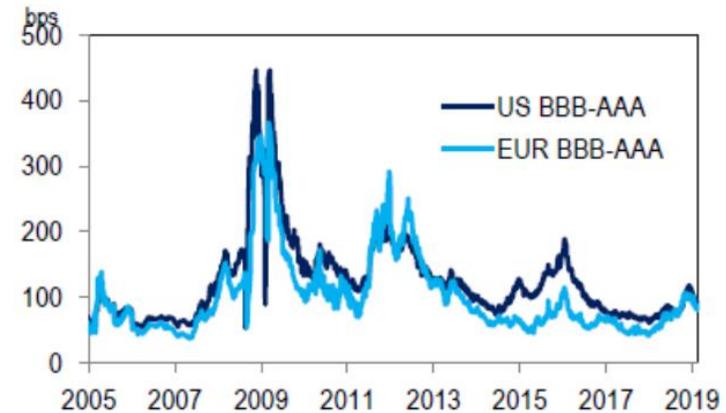


... and the 3m-10y part of the yield curve has slightly inverted



Source: FRB, Haver Analytics, Barclays Research

Figure 27. US and Euro credit spreads, 2005-2019

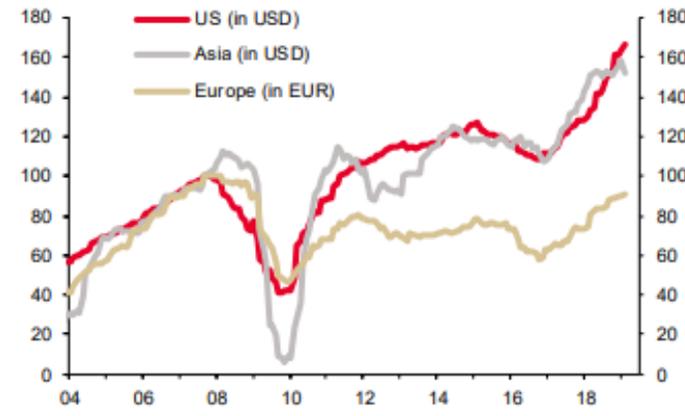


Source: Citi Research

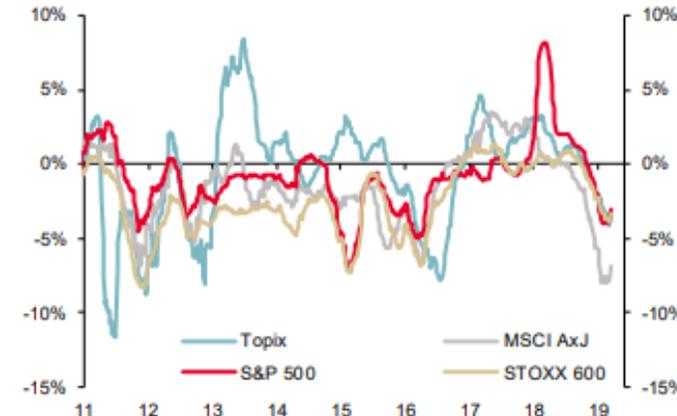
- Die Zinskurven haben sich in den letzten Monaten durch den Rückgang der langfristigen Renditen generell stark verflacht.
- Die US-Zinskurve ist bereits leicht negativ, was historisch zuverlässig eine Rezession angekündigt hat – aber mit Zeitverzögerung!
- Die Spreads bei Unternehmensanleihen sind nach dem Anstieg in 2018 heuer wieder gefallen und befinden sich historisch auf niedrigem Niveau.

GEWINNE – DEUTLICH NEGATIVE REVISIONEN

Earnings cycle is improving globally; Asia is under pressure

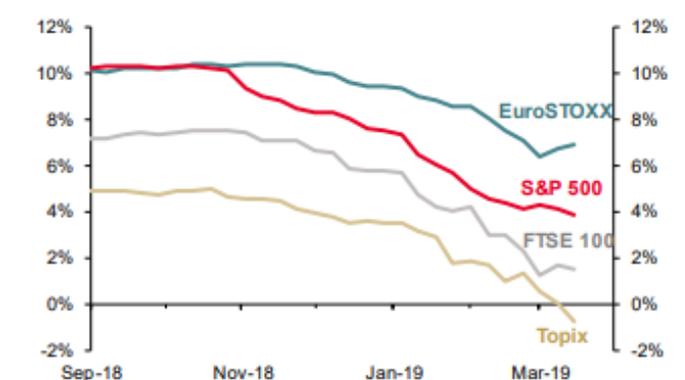


Earnings momentum has rolled over



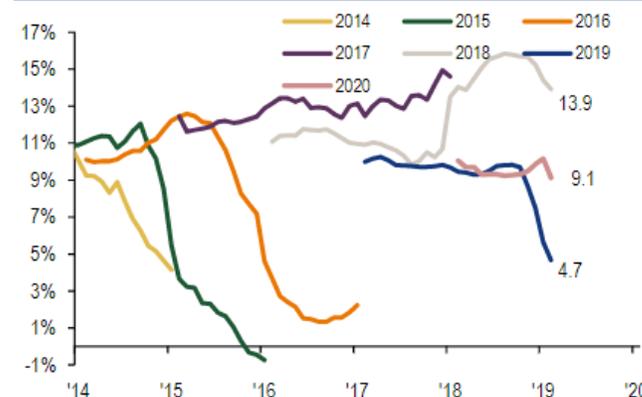
MSCI Investible indices, Base 100 = Oct. 2007, 12-month trailing earnings based on MSCI P/E and MSCI Price Index, Earnings momentum = weighted 3-month % change in 12-month-forward EPS forecasts in local currency. Source: IBES, MSCI, Datastream, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Falling 2019 EPS growth expectations and more likely to come



2019 EPS growth (yoy): Topix: 31/03/19, US & Europe: 31/12/19, Source: IBES, Datastream, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Exhibit 15: MSCI Global EPS growth estimates (%)



Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Datastream, IBES, MSCI

- Der Gewinnzyklus in den Industrieländern ist weiter positiv, in Asien sind die Gewinne auf Dollarbasis zuletzt rückläufig.
- Die Gewinnrevisionen verliefen jedoch über das Gesamtjahr 2018 stark negativ.
- Hauptsächlich infolge der US-Steuerreform verzeichnete der MSCI World ein Gewinnwachstum von 13,9%.
- Das Gewinnwachstum für 2019 wurde in den letzten Monaten ebenso laufend reduziert und liegt aktuell nur mehr bei 4,7%.

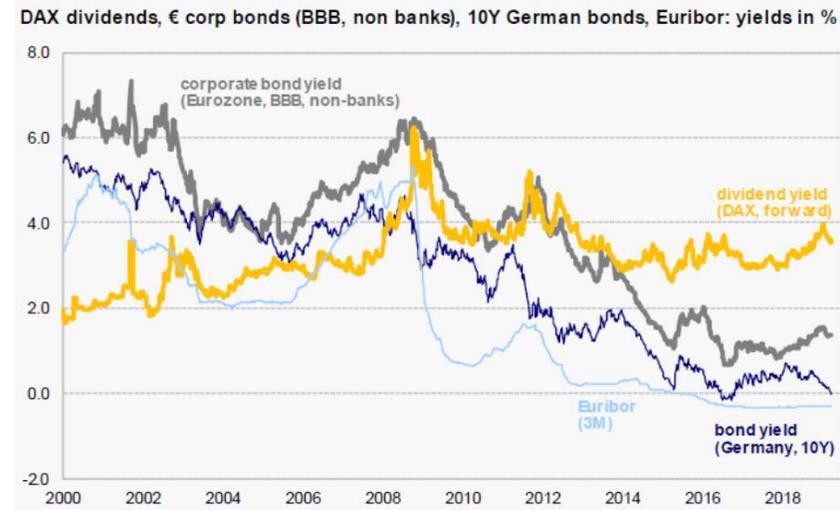
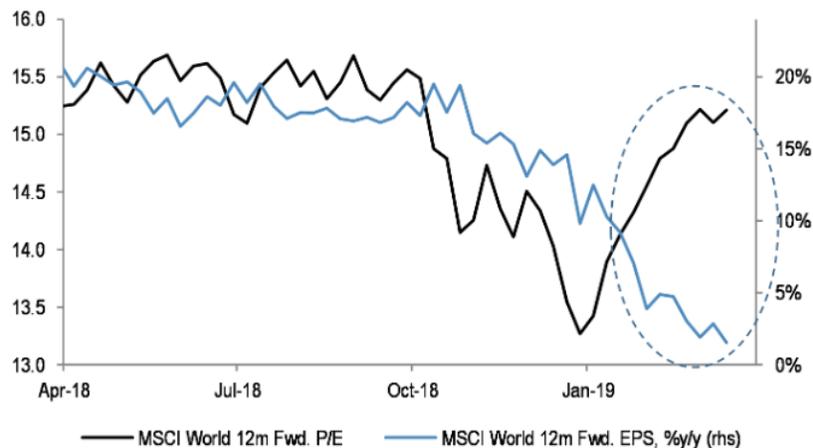
AKTIEN – ERHOLUNG INFOLGE DER BEWERTUNG



Source: MSCI, Refinitiv Datastream, HSBC

- 2018 sind die Aktienbewertungen deutlich gefallen, was nicht untypisch für die Spätphase im Konjunkturaufschwung mit Straffung der Geldpolitik ist.
- Nachdem die Gewinnerwartungen weiterhin negativen Revisionen unterliegen, wurde die Aktienmarktrally von einer Bewertungsausweitung getragen.
- Wengleich die Bewertungen nicht als historisch günstig einzustufen sind, besteht auf Basis der Dividendenrendite grundsätzlich eine unverändert hohe Attraktivität zu Anleihen.

Figure 5: MSCI World 12m Fwd. P/E and EPS growth

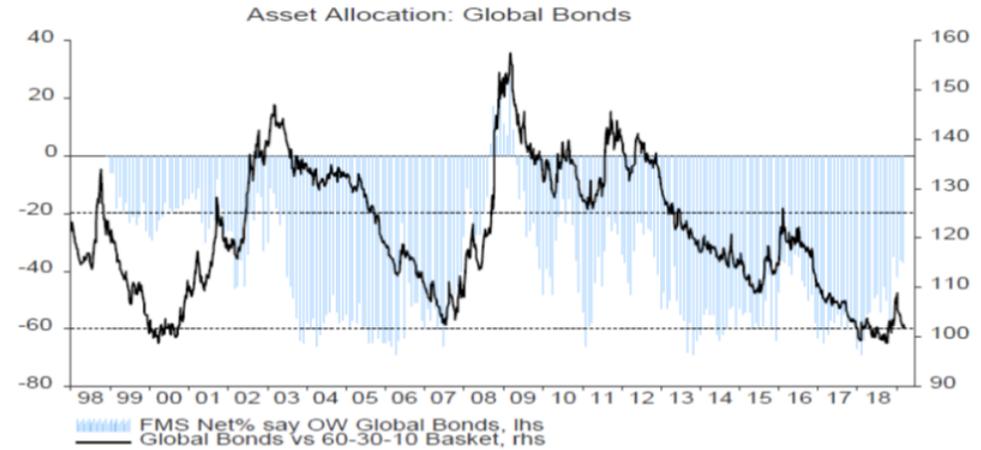




POSITIONIERUNG UND FLOWS



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey

Figure 5. Bonds & Equities Monthly Flows (\$bn)

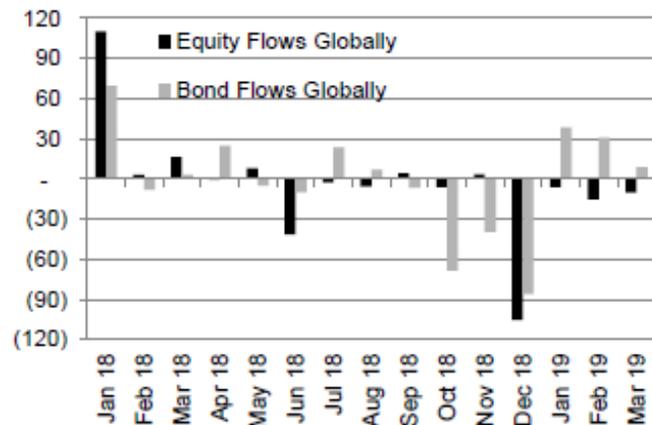
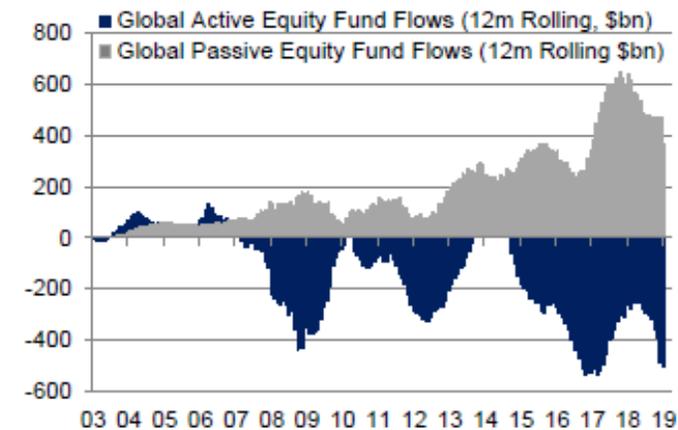


Figure 24. Global Active & Passive Equity Flows



Volkswirtschaftliche Einschätzung

- Das globale Wachstum für 2019 wurde in Q1 weiter nach unten revidiert, wobei vor allem die Industrieländer eine weitere Abschwächung der Konjunkturindikatoren (v.a. PMIs) verzeichneten.
- In den USA hat die Wachstumsverlangsamung erst zeitverzögert von hohem Niveau aus eingesetzt, nimmt jedoch an Dynamik zu. Die globale Abschwächung und die erfolgten Zinserhöhungen dürften jetzt ihre Wirkung entfalten.
- Der Euroraum schwächelt schon länger infolge unterschiedlicher Probleme in den großen Ländern Deutschland, Italien und Frankreich. Mit dem Brexit und den EU-Wahlen bleiben auch die politischen Risiken in Q2 bestehen.
- Auch die chinesische Wirtschaft schwächt sich schon länger ab, zeigt aber erste Hoffnungsschimmer einer Trendwende als Resultat diverser Maßnahmen der chinesischen Regierung inklusive Lockerung der Geldpolitik. Im Gegensatz zu 2016/17 werden diese Maßnahmen diesmal jedoch keine starken Effekte auf die Exporte der westlichen Industrieländer haben.
- Ausgehend von der FED, die 2019 wohl keine Zinserhöhung vornehmen und auch den Abbau der Bilanz beenden wird, zeichnet sich eine Pause bei der Normalisierung der Geldpolitik ab. In den Schwellenländern sind auch Zinssenkungen zu erwarten.
- Währungsseitig erwarten wir für 2019 weiterhin einen schwächeren USD, nachdem Wachstumsdynamik und Zinsausblick sich nicht erneut von der restlichen Welt abkoppeln dürften. Dies sollte vor allem die Emerging Markets stützen.

Strategie für Q2/2019

Anleihen: neutral - **Aktien: neutral**

- Nach den negativen Entwicklungen in Q4 2018 konnten sich Risikoassets seit Jahresbeginn stark erholen. Aktien legten global massiv zu, und die Spreads bei Unternehmensanleihen und Emerging Markets-Anleihen gingen wieder zusammen.
- Auslöser dieser Rally waren vor allem die FED und die gesunkenen Staatsanleiherenditen, aber auch die positive Erwartungshaltung zu den Gesprächen über den Handelsstreit zwischen den USA und China sowie die verhaltene Positionierung der Investoren. Vonseiten der Konjunkturindikatoren und -daten kam dagegen keine Unterstützung. Die Volatilität an den Märkten ging jedenfalls merklich zurück.
- Auch die Renditen von Staatsanleihen sanken vor dem Hintergrund der geänderten geldpolitischen Aussichten seit Jahresbeginn bereits deutlich. So notieren 10-jährige deutsche Staatsanleihen mittlerweile wieder im negativen Bereich und die Zinskurven sind in Teilbereichen bereits invers.
- Aktienbewertungen liegen um den historischen Schnitt. Nur die stark negativen Revisionen der Gewinnerwartungen für das Jahr 2019 bereiten den Investoren Kopfzerbrechen (Gewinnerwartungen des MSCI World zu Jahresbeginn lagen bei ca. 10 %, mittlerweile nur noch bei ca. 6 %.)
- Neben der weiteren Entwicklung der Konjunkturindikatoren, den Handelsgesprächen und dem Brexit werden vor allem die Unternehmensergebnisse für Q1 relevant für die weitere Risikofreudigkeit an den Kapitalmärkten sein.

Anleihen: Staatsanleihen untergewichten

USA – untergewichten

- Nachdem die FED im Dezember noch die Zinsen erhöht hatte, beruhigte sie die Märkte im Jänner mit der Ankündigung, weitere Zinserhöhungen auszusetzen und die volkswirtschaftliche Entwicklung abzuwarten.
- Dementsprechend preisten die Märkte die erwarteten Zinserhöhungen aus, was für eine deutliche Verflachung und teilweise bereits leicht inverse Zinskurve sorgte.
- Aktuell liegen die 10-jährigen Renditen bei 2,4 %. Unterstützt wird diese Entwicklung auch von niedrigeren Inflationsaussichten.

Euroland – neutral

- Die EZB hat in ihrer letzten Sitzung sowohl Inflations- als auch Wachstumsaussichten gesenkt. Gleichzeitig wurde ein weiteres TLTRO („Targeted Longer-Term Refinancing Operation“) angekündigt und avisiert, dass die Zinsen vorerst auf dem aktuellen Stand bleiben werden.
- Dies hat dazu geführt, dass die 10-jährigen deutschen Renditen in den negativen Bereich gerutscht sind. Aktuell notieren diese bei -5 BP.
- Die schwachen Wirtschaftsdaten und Wachstumsaussichten haben auch zu einer Ausweitung der Peripherie-Spreads geführt.

Anleihen: Spreadsegmente übergewichten

Unternehmensanleihen – übergewichten

- Nach der heftigen Korrektur im Dezember haben sich die Spreads wieder stark eingengt.
- Wir gehen jedoch lediglich von einer wirtschaftlichen Abkühlung und nicht von einer Rezession aus und sehen die Unterstützung der Notenbanken gewährleistet. Unternehmensanleihen sehen wir daher attraktiver als Staatsanleihen.
- Unsere Präferenz liegt beim Euroland-Markt, da die Währungsabsicherung im USD weiterhin teuer ist und die flache US-Zinskurve noch weniger Potenzial liefert.

Emerging Markets – übergewichten

- Die konjunkturellen Aussichten haben sich leicht verschlechtert, gleichzeitig haben sich aber die Inflationserwartungen abgeschwächt. Dies gibt den Notenbanken Spielraum, einen expansiveren geldpolitischen Pfad einzuschlagen.
- Auch aufgrund der Korrektur Ende letzten Jahres (laufender Ertrag bei 6,2 %) sehen wir dieses Anleihesegment als attraktiv an.
- Unternehmensanleihen konnten sich bei der letzten Korrektur besser halten als Staatsanleihen, weshalb sie weniger attraktiv und anfälliger für eine allfällige Spreadausweitung sind.

Aktien: neutral

USA – neutral

- Nach dem steuerbedingt sehr hohen Gewinnwachstum im Jahr 2018 liegen die sukzessiv reduzierten Schätzungen für 2019 deutlich niedriger. Der festere USD und der steigende Lohndruck könnten sich zudem negativ auf die Margen auswirken.
- Unterstützend ist, dass die Unternehmen weiterhin massive Aktienrückkäufe planen.
- Der Markt ist mittlerweile nahe an die Höchststände gelaufen, weshalb wir durchaus von Korrekturen und einer moderateren Entwicklung für Q2, deren Magnitude durch den Wechsel der Geldpolitik der FED jedoch begrenzt sein dürfte, in den kommenden Wochen ausgehen.

Europa – neutral

- Die Konjunkturabschwächung zeigt sich in der Eurozone am deutlichsten und das Wachstum wird aktuell nur noch bei 1,2 % prognostiziert, während sich einzelne Länder nahe oder bereits in einer technischen Rezession befinden.
- Die bekannten Risiken Brexit, EU-Wahlen und Italien sollten sich in Q2 zumindest teilweise klären.
- Dieses Umfeld drückt sich auch in den bereits langanhaltenden Abflüssen bei europäischen Aktien aus, d.h. die Positionierung ist bereits klar negativ. Die relativen Bewertungen sind dagegen attraktiv, speziell im Vergleich zu den Euroland-Anleihen.

Aktien: neutral

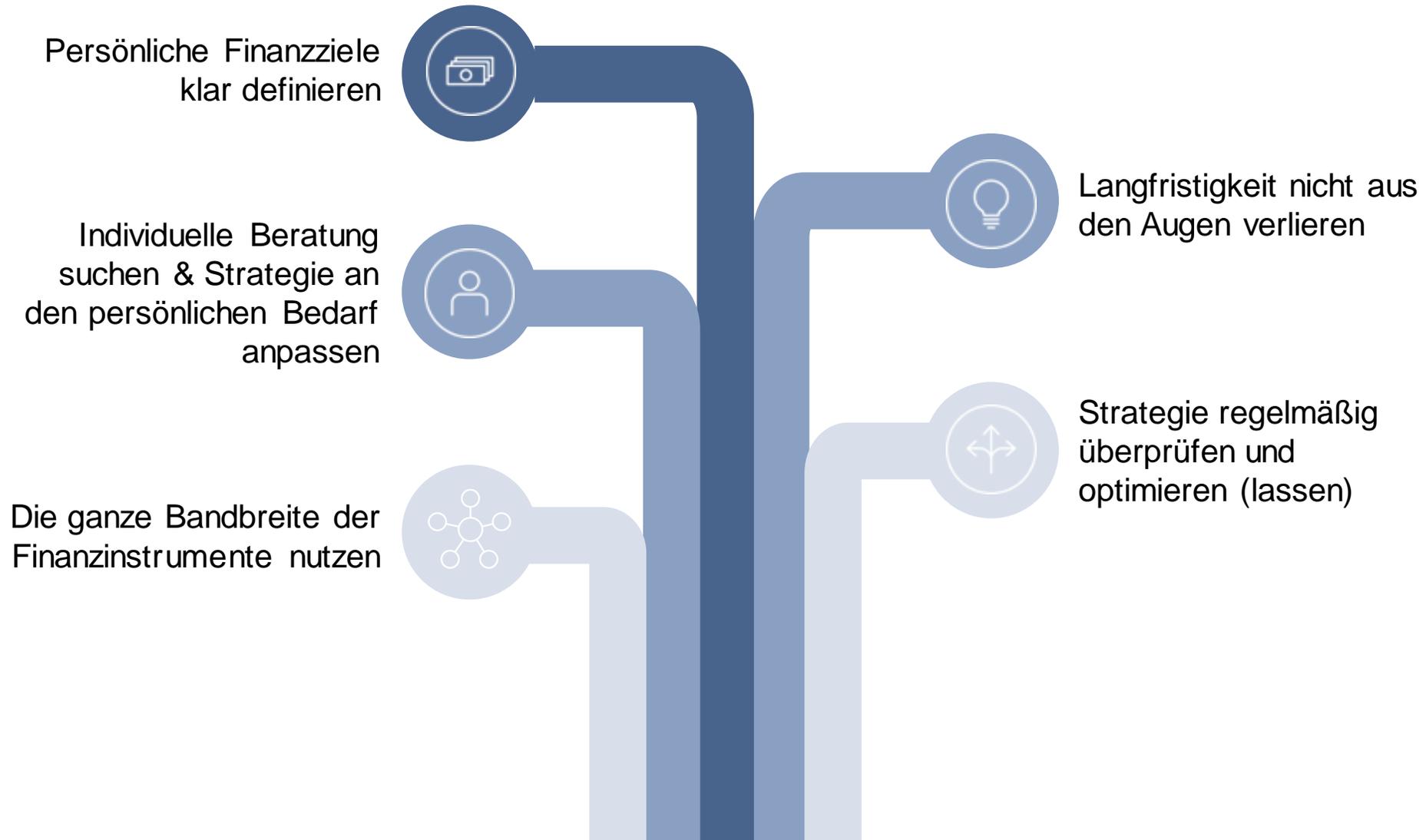
Japan – neutral

- Die Abschwächung des globalen sowie das niedrige inländische Wirtschaftswachstum sprechen gegen eine Übergewichtung des stark exportorientierten Aktienmarktes.
- Zudem begrenzt der Yen, der in Risk-Off-Phasen wie zuletzt aufwertet, die Gewinnerwartungen japanischer Unternehmen.
- Die Verbesserungen im Bereich Corporate Governance und die expansive Geldpolitik der BoJ unterstützen grundsätzlich den japanischen Aktienmarkt.

Emerging Markets – neutral

- Nach dem rasanten Start in das Jahr 2019 bröckelte die relative Performance der Emerging Markets zuletzt ein wenig. Deutliche Gewinnrevisionen belasten die Region. Außerdem stehen in diesem Jahr noch etliche Wahlen an.
- Der stabile Ausblick für die US-Zinsen sowie die erwartete Abschwächung des USD sollten die weitere Performance unterstützen.
- Die Maßnahmen der chinesischen Regierung und die Hoffnung auf eine Beilegung des Handelsstreits beflügelten jedenfalls den lokalen Aktienmarkt.

TIPPS FÜR PRIVATANLEGER





PRESSEKONTAKTE

Patricia Strampfer

Head of Corporate Communications

Allianz Gruppe in Österreich

Tel.: +43 5 9009 80690

patricia.strampfer@allianz.at

www.allianz.at

Lisa Wissenwasser

Corporate Communications

Allianz Gruppe in Österreich

Tel.: +43 5 9009 80690

lisa.wissenwasser@allianz.at

www.allianz.at

DISCLAIMER

Diese Aussagen stehen wie immer unter unserem Vorbehalt bei Zukunftsaussagen, der Ihnen hier zur Verfügung gestellt wird.

Bei der vorliegenden Pressemitteilung handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Die vorliegende Marketingmitteilung stellt keine Anlageanalyse, Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar. Insbesondere ist sie kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Investmentfondsanteilen. Die vorliegende Unterlage wurde nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Vorbehalt bei Zukunftsaussagen

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen können sich Abweichungen aus Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, aus Akquisitionen sowie der anschließenden Integration von Unternehmen und aus Restrukturierungsmaßnahmen ergeben. Abweichungen können außerdem aus dem Ausmaß oder der Häufigkeit von

Versicherungsfällen (zum Beispiel durch Naturkatastrophen), der Entwicklung der Schadenskosten, Stornoraten, Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen und, insbesondere im Bankbereich, aus der Ausfallrate von Kreditnehmern resultieren. Auch die Entwicklungen der Finanzmärkte (z.B. Marktschwankungen oder Kreditausfälle) und der Wechselkurse sowie nationale und internationale Gesetzesänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, können entsprechenden Einfluss haben. Terroranschläge und deren Folgen können die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen. Die hier dargestellten Sachverhalte können auch durch Risiken und Unsicherheiten beeinflusst werden, die in den jeweiligen Meldungen der Allianz SE an die US Securities and Exchange Commission beschrieben werden. Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, Zukunftsaussagen zu aktualisieren.