

# Kapitalmarktbrief

## Gebaut auf Liquidität

Der Februar brachte Erleichterung: Nicht nur, dass sich das Bild der globalen Konjunkturlage zuletzt verbesserte – die jüngsten Konjunkturdaten aus den USA, den Wachstumsländern und teils auch aus Europa deuten auf eine zunehmende Stabilisierung der Wirtschaftsaktivität hin –, auch die monatelange Hängepartie um **Griechenland** scheint – zumindest vorerst – ein Ende genommen zu haben. Das Hilfspaket über 130 Mrd. Euro steht, so dass vor allem Zeit erkaufte wurde, um die notwendigen strukturellen und fiskalischen Anpassungen in Griechenland wie auch im Euroraum durchzuführen.

Hinzu kommt die anhaltend üppige und zugleich billige **Liquidität der Notenbanken**: Die US-Leitzinsen nahe null Prozent bis 2014, Japan weitete seine Staatsanleihekäufe um 2,1 % des Bruttoinlandsprodukts aus und in den Wachstumsländern (z. B. China) kommt es durch nachlassende Inflationsgefahren zu einem Richtungswechsel bzgl. des geldpolitischen Kurses. Zusätzlich eine Europäische Zentralbank (EZB), die gleichzeitig ihr Aufkaufprogramm für Staatsanleihen erhöht und mit einem 3-jährigen Refinanzierungstender unkonventionell fast 500 Mrd. Euro in das Bankensystem gepumpt hat. Ein zweiter 3-Jahrestender folgte Ende Februar.<sup>1</sup> Die Begleiterscheinung, eine auf längere Sicht drohende Inflation, geriet in diesem Umfeld zunehmend in den Hintergrund.

Wenn auch der geldpolitische Hebel der Zentralbanken für die Konjunktursteuerung in diesem Umfeld ein sehr kurzer ist, erreichen die Notenbanken dennoch, dass die Stimmung



**Stefan Scheurer**  
Senior Analyst  
Kapitalmarktanalyse von  
Allianz Global Investors

Neben Rohstoffen sollten vor allem die Aktienmärkte von der Zentralbankliquidität profitieren.

Stand: 27.02.12			
<b>Aktienindizes</b>		<b>Zinsen in%</b>	
DAX	6.850	USA	3 Monate 0,49
Euro Stoxx 50	2.526		2 Jahre 0,30
S&P 500	1.368		10 Jahre 1,98
Nasdaq	2.966	EWU	3 Monate 1,00
Nikkei 225	9.723		2 Jahre 0,23
Hang Seng	21.569		10 Jahre 1,88
<b>Währungen</b>		Japan	3 Monate 0,34
USD/EUR	1,339		2 Jahre 0,11
<b>Rohstoffe</b>			10 Jahre 0,97
Öl (Brent, USD/Barrel)	124,9		

## Neue Publikationen

### Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds Aktienfonds

## High Yield-Anleihen

Eine hohe Anleiherendite für ein angemessenes Kreditrisiko.

[www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse)

insgesamt freundlicher geworden zu sein scheint und wieder vermehrt Risikokapital nachgefragt wird. Das könnte dazu führen, dass sich an den europäischen Anleihemärkten die Renditen von Staatsanleihen der EU-Peripherie weiter normalisieren, sich Risikoprämien zurückbilden und der Interbankenmarkt ebenfalls die Entspannung spürt. Neben Rohstoffen sollten vor allem die Aktienmärkte von der Zentralbankliquidität profitieren, denn sie sind einer der Nutznießer der expansiven Geldpolitik und eines **gestiegenen Risikoappetits**. Mit einer anhaltend attraktiven Bewertung, bilanzstarken Unternehmen mit hohen Dividendenrenditen und Gewinnrevisionen, die einen Boden gefunden zu haben scheinen, scheint es auch gute Gründe dafür zu geben, dass der Aufwärtstrend noch einige Zeit anhalten kann.

Geld regiert die Welt, meint Ihr

Stefan Scheurer

<sup>1</sup> Volumen des zweiten 3-Jahrestenders stand noch nicht fest.

## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien und Anleihen

- Das Bild der globalen Konjunkturlage hat sich zuletzt verbessert. Die jüngsten Konjunkturdaten aus den USA, den Wachstumsländern und teils auch aus Europa deuten auf eine zunehmende Stabilisierung der Wirtschaftsaktivität hin.
- Mit dem zumindest vorübergehenden Ende der Hängepartie um Griechenland und der neuerlichen Liquiditätsausweitung durch die globalen Notenbanken, vor allem der EZB, scheint ein wichtiger Schritt zur Bewältigung der Krise vollzogen, so dass wieder vermehrt Risikokapital nachgefragt wird.
- Neben Rohstoffen sollten vor allem die Aktienmärkte von der Zentralbankliquidität profitieren: attraktive Bewertung, bilanzstarke Unternehmen mit hohen Dividendenrenditen und nachlassende Gewinnrevisionen könnten Gründe sein, dass der Aufwärtstrend noch einige Zeit anhalten kann.
- So empfiehlt sich eine Übergewichtung von Aktien gegenüber Anleihen.

Die Pfeilsymbole geben die empfohlene Gewichtung der Segmente innerhalb der einzelnen Assetklassen an (Regionen, Branchen, Renten).

#### Deutschland

- Die über die Jahre aufgebauten Wettbewerbsvorteile in Form einer zurückhaltenden Entwicklung der Lohnstückkosten und einer globalen Ausrichtung tragen nunmehr Früchte. Indiz: Neben der Beibehaltung des AAA-Ratings durch die Ratingagenturen stieg auch der ifo-Index zum vierten Mal.
- Eine Rezession droht 2012 scheinbar nicht. Eher ist mit einer Wachstumsdelle zu rechnen, zumal der gute Arbeitsmarkt die private Nachfrage stützt.
- Durch die zyklische Prägung profitiert der deutsche Aktienmarkt stark von den Exportchancen in die Wachstumsländer. Zudem werden die Kurse von einer attraktiven Bewertung bzw. Dividendenrendite gestützt.

#### Europa

- Fiskalpolitische Konsolidierungszwänge sowie Rezessionen in den Staaten Südeuropas lasten auf dem Wachstum:  $-0,3\%$  gegenüber Vorquartal betrug die Wirtschaftsaktivität im vierten Quartal 2011. Die Kernländer zeigen sich robust, während Portugal und Griechenland das Schlusslicht im Euroraum bilden.
- Anzeichen einer zunehmenden Konjunkturstabilisierung sind sichtbar: steigende Frühindikatoren, verbessertes Sentiment sowie sinkende Risikoprämien in der EU-Peripherie.
- Doch Risiken für die Finanzmarktstabilität und die Möglichkeit konjunktureller Ansteckungseffekte bleiben bestehen.
- Die Kurse europäischer Aktien dürften insgesamt gesehen mit einem Bewertungsabschlag von ca. 30 % zum Durchschnitt der letzten zehn Jahre (Basis: Preis-Buchwert-Verhältnis) relativ gut gestützt sein.

#### USA

- Die jüngsten US-Konjunkturdaten deuten auf eine anhaltende Stabilisierung der US-Wirtschaftsaktivität hin: Die niedrigsten Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe seit März 2008 stützen den privaten Konsum und auch auf dem Immobilienmarkt kommt es zu einer leichten Belebung.
- Allerdings betonte der Chef der US-Notenbank (Fed) erneut, dass die Erholung trotz Zeichen der Verbesserung

„frustrierend langsam“ vorstatten geht. So dürfte die Fed weiter an einer extrem expansiven Geldpolitik – Nullzinspolitik bis Ende 2014 – festhalten.

- Die hohe Staatsverschuldung in Verbindung mit kommenden fiskalischen Sparmaßnahmen dürfte jedoch das Wachstum in den USA belasten.
- Mit Blick auf die bessere relative Wertentwicklung des US-Aktienmarktes im letzten Jahr und eine Bewertung, die zyklusbereinigt deutlich über dem langfristigen Durchschnitt liegt, empfiehlt sich eine Untergewichtung US-amerikanischer Aktien.

#### Japan

- Japans annualisiertes Wirtschaftswachstum lag mit  $-2,3\%$  im vierten Quartal 2011 unter den Erwartungen ( $-1,4\%$ ), wenngleich Industrieproduktion, Kapazitätsauslastung und diverse Konjunkturindikatoren zulegen konnten.
- So versucht die Bank of Japan durch eine Fortsetzung der extrem lockeren Geldmarktpolitik und einer Ausweitung ihres Ankaufsprogramms für Staatsanleihen um 10 Billionen Yen (2,1 % des BIP) auf 65 Billionen Yen (14 % des BIP) dem strukturellen wie auch zyklischen Niedrigwachstumsumfeld entgegenzutreten.
- Eine im globalen Vergleich nicht unbedingt attraktive Bewertung sowie eine unterdurchschnittliche Konjunkturdynamik sprechen aktuell gegen Japan.

#### Emerging Markets

- Nicht nur dass einige Wachstumsländer ihre Bonität im Gegensatz zu den meisten Industriestaaten zuletzt verbessern konnten, sie scheinen auch konjunkturell deutlich stabiler geworden zu sein. Beispiel Indonesien: Das Q4-Wirtschaftswachstum (6,5 %) liegt über dem Mittelwert seit 2005 und erreichte damit das höchste Wachstum seit 1996 (IWF).
- Nachlassender Preisdruck eröffnet den lokalen Notenbanken zudem Spielraum für Zinssenkungen (z. B. Indonesien), um einer Verlangsamung des Wachstums vorzubeugen.
- Aus Sicht der Unternehmen werden die Wachstumsländer ebenfalls immer wichtiger: Hohes Absatzwachstum und überdurchschnittliche Eigenkapitalrenditen lassen sich dort erzielen.

- Von Seiten der Bewertung ist keine Überbewertung erkennbar, obwohl angesichts der guten Wachstumsaussichten eine deutlich höhere Prämie gegenüber den Industrieländern gerechtfertigt wäre.

## China

- Chinas Wachstumsdynamik scheint sich weiter abzuschwächen („Soft Landing“). Um dieser Entwicklung entgegenzutreten, kündigte Chinas Premier Wen Jiabao an, eventuell wirtschaftliche „fine-tuning“-Maßnahmen anzuwenden (u. a. Ausweitung der Kreditvergabe, Senkung der Mindestreservesätze).
- Strukturell plant China seine Währungsreformen zur Wechselkurspolitik weiter voranzutreiben, um so eine weitere Aufwertung des Renminbis und damit die „Internationalisierung“ des Renminbis zuzulassen.
- Seitens der Bewertung befindet sich der chinesische Aktienmarkt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 9,3 auf Basis der Gewinnerwartungen der nächsten 12 Monate bzw. einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,6 deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt.

## Branchen

- Mit der Aufhellung der Stimmung am Aktienmarkt sollte die Branchenausrichtung zunehmend zyklischer ausgerichtet werden.
- Neben Unternehmen mit hoher Qualität und langfristigen Wachstumsstrategien sollten auch nach wie vor Firmen mit einer attraktiven Dividendenrendite favorisiert werden.
- Dazu zählen u. a. Unternehmen aus den Sektoren Grundstoffe, Energie und Industrie sowie aus dem nicht-zyklischen Konsum.

## Investmentthema: Dividenden

- Gerade in dem derzeitigen von Unsicherheiten geprägten Marktumfeld dürften Dividendenstrategien ihre Stärken ausspielen.
- Nicht nur, dass Aktien mit nachhaltig hohen Dividendenrenditen im aktuellen Niedrigzinsumfeld einen attraktiven „Kupon“ bieten, sondern ebenso wichtig ist: Sie können dem Portfolio sowohl in einem inflationären als auch in einem deflationären Umfeld eine gewisse Stabilität verleihen.
- Dabei zeigen unsere Untersuchungen, dass hohe Ausschüttungsquoten häufig nicht mit unterdurchschnittlichem Gewinnwachstum der Unternehmen einhergehen, sondern sogar mit überdurchschnittlichem Gewinnwachstum verbunden sein können.

## Euro-Renten

- Im Zuge unkonventioneller Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie erfolgreicher Auktionen von EU-Peripherieanleihen setzen europäische Anleihen ihre Renditerückgänge ausgehend vom kurzen Laufzeitende fort.
- Die Kernstaatsanleihen konnten von der expansiven Geldpolitik ebenfalls profitieren und die Kurse hielten sich vor dem Hintergrund erneuter Bonitätsherabstufungen einiger EU-Staaten und der Unklarheit über eine umfassende und nachhaltige Lösung der Fiskalkrise auf gleichem Niveau.

- Mit Blick auf die ambitionierten Bewertungen der Anleihen von Kernländern empfiehlt sich weiterhin eine Verkürzung der Duration.

## Renten International

- Das im Zuge des 3-Jahrestenders der EZB nach wie vor expansive Liquiditätsumfeld in der Eurozone hat zusammen mit erfolgreichen Anleiheauktionen in der EU-Peripherie sowie positiven Konjunkturdaten aus der EU und den USA zu einem weiteren Rückgang der Risikoaversion geführt.
- Trotz nachlassender Inflation und steigenden Renditen von Staatsanleihen sind die Realrenditen in den USA nach wie vor negativ. In Kombination mit der geldpolitischen Reflationierungspolitik bilden sie den Nährboden für eine „finanzielle Repression“: Das Realzinsniveau bleibt niedrig, die Anleger verlieren durch die Inflation an Kaufkraft.
- Aufgrund der extremen Bewertung und der mittelfristig erwarteten Marktnormalisierung erscheinen insbesondere Anleihen mit langen Laufzeiten unattraktiv.

## Renten Emerging Markets

- Schwellenländeranleihen konnten zuletzt von der gesunkenen Risikoaversion sowie vom positiven Trend bei der Bonität von Wachstumsländern profitieren.
- Vor dem Hintergrund einer zunehmend expansiven Geldpolitik (z. B. China) und einer konjunkturellen Stabilisierung sollten sich die Risikoprämien in diesem Segment weiter verringern.
- Insgesamt erscheinen die Renditen von Anleihen aus Schwellenländern somit attraktiver als die historisch niedrigen Renditen in reiferen Märkten, so dass sich eine Übergewichtung empfiehlt.

## Unternehmensanleihen

- Unternehmensanleihen konnten in den letzten Wochen von der rückläufigen Risikoaversion profitieren. Vor allem die Renditen von Hochzinsanleihen in der Eurozone gingen stark zurück.
- Das expansive Liquiditätsumfeld, robuste Unternehmensbilanzen und ein historisch gesehen attraktives Bewertungsniveau sollten strukturell positiv wirken.
- In die aktuellen Bewertungsniveaus sind bereits hohe Ausfallraten eingepreist, mit zum Teil sehr niedrigen Rückzahlungsquoten, so dass sich taktisch attraktive Einstiegsmöglichkeiten in einzelnen Segmenten ergeben können.

## Währungen

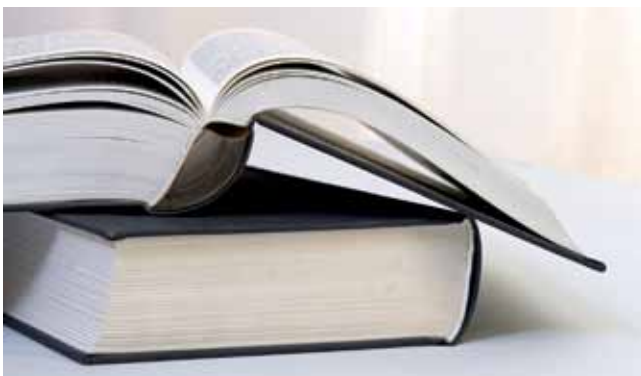
- Ein Ende der Hängepartie um Griechenland, positiv aufgenommene Anleiheauktionen in der Eurozone und nachlassende Befürchtungen hinsichtlich einer globalen Rezession konnten insbesondere den Euro zuletzt stützen.
- Der japanische Yen scheint, trotz der erneuten Intervention der japanischen Notenbank, nach wie vor überbewertet zu sein.
- Bei der zu beobachtenden konjunkturellen Stabilisierung empfiehlt es sich, zum Beispiel den australischen Dollar oder diverse Währungen von Wachstumsländern wie den chinesischen Renminbi überzugewichten.

# Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

Verpassen Sie auch nicht unsere Podcasts:  
[www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast)

Analysen & Trends Thema:	Titel:
Welt im Wandel	Welt im Wandel The Renminbi internationalisation gains momentum Wachstumsland China China im Jahr 2011 – im Zeichen von Wachstum und Wandel Brasilien: Local Hero – Global Winner Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen
Knappe Ressourcen	Megatrend: Knappe Ressourcen
bAV - Betriebliche Zukunftssicherung	Zeitwertkonten Mittelstandsstudie Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung

PortfolioPraxis Thema:	Titel:
Verhaltensökonomie – Behavioral Finance	Aktives Management Überliste dich selbst!
SRI – Sustainability – ESG	Rendite ohne Reue Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert Eco-Trends: Investieren für die Umwelt
Risikomanagement & Advanced Return	Advanced Return-Strategien im Niedrigzinsumfeld Advanced Return-Strategien Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage Fokus: Omegafaktor Schwarzer Schwan
Akademie	Dividendentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot! Wissen: Alpha bis Vola Is small beautiful? Master-KAG Branchen im Zyklus Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage Internet-Guide zur finanziellen Bildung Konjunktur Ökonomische Indikatoren kompetent nutzen



Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial

## Impressum

### Allianz Global Investors Europe GmbH

Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

### Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

[www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse)

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. Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstraße 11-13, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.