

# Kapitalmarktbrief

## Paradigmenwechsel

In den letzten Wochen scheint sich das Makromomentum stabilisiert zu haben. Es könnte – mit Blick auf das zweite Halbjahr – vor einem wirtschaftlichen Wendepunkt stehen. In den USA zeigt sich das Wirtschaftswachstum dank eines verbesserten Arbeits- und Immobilienmarktes intakt. In Japan mehren sich die Zeichen einer konjunkturellen Erholung. In Europa sind trotz anhaltend rezessiver Tendenzen zaghafte Verbesserungen auch außerhalb Deutschlands zu sehen. Sind das die ersten Folgeeffekte der treibenden Liquidität der Notenbanken?

Dabei gilt: Die Liquiditätsvergabe geschieht immer weniger über den Zinshebel – auch wenn zum Beispiel Australien, Indien und Südkorea zuletzt ihren Leitzins gesenkt haben, um dem Aufwertungsdruck der Heimatwährung Einhalt zu gebieten bzw. die Wettbewerbsfähigkeit zu wahren. Vielmehr wird die Liquidität über diverse Anleiheaufkaufprogramme („Quantitative Easing“) vergeben. So haben die G-4-Zentralbanken über die letzten Jahre hinweg ihre Bilanzen massiv ausgeweitet, um nicht nur das Wirtschaftswachstum in Gang zu halten – und einer möglichen Deflation zu entgehen –, sondern vor allem um die Stabilität von Konjunktur und Finanzmarkt zu gewährleisten.

Auch wenn zuletzt vermehrt Stimmen aufkamen, die ein Ende der expansiven US-Geldpolitik forderten, scheint dies aus aktueller Sicht wenig wahrscheinlich. In Japan befürchten sogar Mitglieder des Rates, die derzeit getroffenen Maßnahmen könnten nicht ausreichen, um das 2-Prozent-Inflationsziel wie geplant zu erreichen. Und: Nachdem die Europäische Zentralbank ihren Leitzins auf ein historisches Tief gesenkt hat, deutete Mario Draghi gegebenenfalls weitere geldpolitische



**Stefan Scheurer**  
Vice President,  
Global Capital Markets &  
Thematic Research

In der Politik der Notenbanken zeichnet sich ein fundamentaler Wechsel ab.

Stand: 31.05.13				
<b>Aktienindizes</b>		<b>Zinsen in%</b>		
DAX	8.349	USA	3 Monate	0,28
Euro Stoxx50	2.770		2 Jahre	0,29
S&P 500	1.631		10 Jahre	2,12
Nasdaq	3.456	EWU	3 Monate	0,20
Nikkei 225	13.775		2 Jahre	0,08
Hang Seng	22.392		10 Jahre	1,51
<b>Währungen</b>		Japan	3 Monate	0,23
USD/EUR	1,301		2 Jahre	0,13
<b>Rohstoffe</b>			10 Jahre	0,88
Öl (Brent, USD/Barrel)	101,1			

## Neue Publikationen

### Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds Aktienfonds

#### Internationale Geldpolitik in Zeiten finanzieller Repression: ein Paradigmenwechsel

[www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)

Lockerungsmaßnahmen an, um die Wirtschaft zu unterstützen. So werden negative Einlagezinsen nicht mehr kategorisch ausgeschlossen, um noch mehr Liquidität ins System zu pumpen – mit unbekanntem Folgen.

Insgesamt handelt es sich hierbei um einen Paradigmenwechsel der Geldpolitik mit dem Ziel, Wachstum bzw. Finanzmarktstabilität zu erreichen. Im Hinblick auf die Unabhängigkeit ein hoher Preis, auf den die Zentralbanken durch ihre monetäre Expansion eingehen. Denn internationale Zentralbanken werden zunehmend von Kreditgebern letzter Instanz zu Käufern von (Staats-)Anleihen letzter Instanz. Die Folge ist „Finanzielle Repression“, in der risikobehaftete Vermögenswerte, wie u. a. Aktien und Spreadsegmente, weiterhin favorisiert werden sollten.

Ein Paradigmenwechsel der internationalen Geldpolitik findet statt, die Suche nach realer Rendite bleibt, meint Ihr

Stefan Scheurer



## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Die international expansive Geldpolitik dürfte andauern und sollte für risikoreichere Vermögenswerte nach wie vor unterstützend wirken.
- Zunehmende Eingriffe der Politik im Euroland, in den USA und in Japan sowie ein niedriges Wachstumsumfeld erhöhen die Bedeutung von aktiver Assetallokation und internationaler Diversifizierung.
- Die Kombination aus optimistischem Marktsentiment und politischer Nachrichtenlage kann zu Rücksetzern bei riskanten Vermögensanlagen wie zum Beispiel Aktien oder Anleihen mit Risikozuschlägen führen.
- Kommt es zu solchen Rücksetzern, kann dies zur Aufstockung von Positionen genutzt werden, denn mittel-/langfristig dürfte die Liquidität die riskanteren Anlageformen fördern.

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

#### Deutschland

- Zwar ist die deutsche Wirtschaft im 1. Quartal nur um 0,1 % gegenüber Vorquartal gewachsen, doch dass die deutsche Wirtschaft an Dynamik gewinnen sollte, untermauerte u. a. der ifo-Geschäftsklimaindex.
- Vor allem sorgt der private Konsum für Unterstützung, dank der guten Lage am Arbeitsmarkt, soliden Lohnsteigerungen und einer niedrigen Teuerungsrate. So zog auch das GfK-Konsumklima für Juni entsprechend weiter an – auf den höchsten Stand seit sechs Jahren.
- Innerhalb der Eurozone sollte Deutschland aufgrund seiner Exportkraft und Gewinnstärke der Unternehmen strukturell favorisiert werden. Zudem sprechen die moderaten Bewertungen für den deutschen Aktienmarkt.

#### Europa

- Diverse Frühindikatoren deuten auf anhaltend rezessive Tendenzen in der Eurozone hin, insbesondere in den Peripheriestaaten, wengleich sich ein wirtschaftlicher Wendepunkt andeutet.
- Die Leistungsbilanz der Eurozone befindet sich in einer soliden Überschussposition, während die öffentliche Verschuldung (in % zum nominalen BIP/Bruttoinlandsprodukt) weiter gestiegen ist und die Defizitzahlen teils deutlich nach oben korrigiert wurden.
- Fiskalische Belastungen sollten allerdings in vielen Peripheriestaaten im Laufe des Jahres etwas geringer werden und die Geldpolitik dürfte weiterhin stützend wirken.
- Mit Blick auf die vergleichsweise moderaten Bewertungen (historisch wie auch regional) scheint ein Großteil der Eventrisiken zurückgegangen zu sein.

#### USA

- Der Vermögenszuwachs, u. a. durch die gestiegenen Immobilienpreise, spiegelt sich beispielsweise auch im verbesserten Konsumentenvertrauen (Universität Michigan) – dies stieg im Mai auf den höchsten Stand seit Juli 2007.
- Zusammen mit einer leicht verbesserten Situation am Arbeitsmarkt, einer Inflation knapp unter der Zielmarke

sowie einer anhaltend expansiven Geldpolitik dürfte das Wirtschaftswachstum in den USA intakt bleiben – auch wenn regionale Einkaufsmanagerindizes, die Produktionszahlen der Industrie sowie deren Kapazitätsauslastung zuletzt enttäuschten.

- Die vergleichsweise höhere Bewertung, gemessen am Shiller-KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis), relativ zu Europa erscheint im Hinblick auf die höhere Profitabilität der Unternehmen sowie den defensiven Charakter des US-Marktes gerechtfertigt.

#### Japan

- Die stärkeren fiskal- und geldpolitischen Stimulierungen („Abenomics“) scheinen bis dato Wirkung zu zeigen, wengleich langfristig der Beweis eines nachhaltig höheren nominalen Wirtschaftswachstums erst noch anzutreten ist.
- In Japan nahmen die Maschinenbauaufträge um über 14 % gegenüber Vormonat zu, die Bestelltätigkeit aus dem Ausland gar um über 52 % – ein sichtbares Zeichen für die durch die starke Abwertung des Yen gestiegene Wettbewerbsfähigkeit des Landes.
- Die Wachstumskraft dürfte allerdings strukturell – mit Blick auf die immens hohe Verschuldung Japans von über 230 % zum BIP – gebremst bleiben.

#### Emerging Markets

- In China machte sich zuletzt eine Wachstumsverlangsamung bemerkbar, jedoch zeichnet sich durch die Zunahme der realen Geldmenge eine Beschleunigung des Wachstums ab.
- Die expansive Geldpolitik setzt sich auch in den Wachstumsländern fort. Neben Indien, Serbien und Ungarn senkte auch Israel seine Leitzinsen, um u. a. gegen die Aufwertung seiner Landeswährung vorzugehen bzw. zur Wachstumsstärkung.
- Im Umfeld weltwirtschaftlich gedämpfter Wachstumsaussichten bleiben die aufstrebenden Staaten aber weiterhin strukturelle Wachstumstreiber (wachsende Mittelschicht, Bevölkerungswachstum) und somit langfristig interessant für eine Neubewertungsphase.
- Lateinamerika leidet u. a. unter der Rohstoffschwäche, während Osteuropa gegenüber anderen Schwellenländern relativ

schwächer wächst. Beide Regionen sind deswegen anfälliger für Ansteckungen und Schocks (zum Beispiel höheres Verschuldungsniveau, schwächeres Produktivitätswachstum).

- Von der Erholung Japans sollten am meisten die asiatischen Wachstumsländer (u. a. Indonesien, Philippinen und Thailand) profitieren. Für Korea entwickelt sich Japan mit dem schwachen Yen als ernsthafter Export-Konkurrent.

## Branchen

- Vor dem Hintergrund sich verbessernder Makrodaten liegt es nahe, die Sektorallokation moderat zyklisch auszurichten, was allerdings aus taktischer Sicht Finanz- und Rohstoffwerte ausschließen sollte.
- Der Fokus sollte auf „qualitativ“ hochwertige Unternehmen mit einem defensiven Geschäftsmodell und langfristigen Wachstumsperspektiven gerichtet sein, trotz teilweise ambitionierter Bewertung.
- Dividententitel sollte in diesem Marktumfeld als Renditebringer eine besondere Bedeutung zukommen.

## Investmentthema: M&A – Small Caps

- Globale Unternehmen (ohne Finanzdienstleister) haben im Zuge der Finanzmarktkrise ihre Investitionen und damit ihre Kosten drastisch heruntergefahren. Das Ergebnis: Abbau der Verschuldung und aus der Geschäftstätigkeit heraus ein gestiegener Nettozufluss an liquiden Mitteln.
- Das Niedrigzinsumfeld stellt jedoch die Unternehmensvorstände vor Herausforderungen, wie sie ihre freien Mittel einsetzen. Zumal auch „Cash“ mit teils negativen Realrenditen wenig rentierlich erscheint, lassen sich Übernahmen vermehrt beobachten.
- Dafür sprechen sowohl attraktive Unternehmensbewertungen als auch eine geringe Verschuldung, günstige Refinanzierungsbedingungen sowie ein hoher „Cash“-Bestand.
- Und: Organisches Wachstum ist bei den Unternehmen in den Industrieländern ein knappes Gut geworden. So halten sie zunehmend nach externen Expansionsmöglichkeiten bzw. attraktiven Nischen Ausschau, wovon vor allem Small- und Mid Caps profitieren dürften.

## Euro Renten

- Die nachhaltige Fiskalkonsolidierung in der Eurozone sollte zusammen mit der Stärkung der internationalen Stützungsmechanismen mittelfristig zu einem Rückgang der Liquiditäts- und Solvabilitätsrisiken in den Peripherieländern beitragen.
- Die Refinanzierungsbedingungen der Krisen geplagten Euroländer haben sich weiter verbessert, sodass die Rückschläge bei den Risikoaufschlägen für Anleihen der europäischen Krisenländer begrenzt bleiben dürften. Zudem wirkt sich das extrem expansive Liquiditätsumfeld positiv auf alle Spreadsegmente aus.
- Entscheidend bleibt neben der fiskalpolitischen Disziplin die Umsetzung von Strukturreformen zur Verbesserung des Wachstumspotenzials.

- Risiken für die Peripherieländer liegen vor allem in einer lang anhaltenden Rezession und einem korrespondierenden Abgleiten in eine „Schuldenspirale“.

## Renten International

- In den G-4-Ländern bleiben auf Grund des eingeschränkten fiskalpolitischen Spielraums die Notenbanken die maßgeblichen Akteure zur Konjunkturstützung. So setzte sich mit der Schaffung eines extrem expansiven Liquiditätsumfelds das Szenario der finanziellen Repression in den wichtigsten OECD-Ländern weiter fort.
- Dies ist Voraussetzung für eine breitere „Asset Reflation“ mit grundsätzlich positiven Auswirkungen auf Risikoassets.
- Mit Blick auf die historisch sehr niedrigen Renditen in den Industriestaaten erscheint das Chance-Risiko-Verhältnis bei Staatsanleihen weiterhin unattraktiv.

## Renten Emerging Markets

- Das Marktumfeld sollte für Staatsanleihen aus den aufstrebenden Staaten – insbesondere Asien – mittelfristig intakt bleiben.
- Die meisten Emerging Markets glänzen im Vergleich zu den Industrieländern mit besseren Wachstumsperspektiven und robusteren Fiskaldaten.
- Die realen Anleiherenditen sind in vielen lokalen Emerging Markets im Gegensatz zur Mehrzahl der Industrieländer weiterhin positiv.
- Als zusätzlicher Renditetreiber könnte sich das Aufwertungspotenzial der heimischen Währungen erweisen.

## Unternehmensanleihen

- Durch die Einengung der Renditezuschläge gegenüber Staatsanleihen erscheinen Unternehmensanleihen von Seiten der Bewertung als zunehmend ambitioniert.
- Dennoch sind die eingepreisten Ausfallwahrscheinlichkeiten besonders bei Euro-Unternehmensanleihen weiterhin sehr hoch, was noch Fantasie für eine weitere Einengung der „Spreads“ zulässt.
- Dank stabil hoher Cashflows und einer Verbesserung der Bilanzstruktur halten sich die Refinanzierungsbedingungen für Unternehmen unverändert günstig.
- Das expansive Liquiditätsumfeld bleibt ein wesentlicher Stützungsfaktor.

## Währungen

- Die Marktteilnehmer setzen auf fundamental bessere US-Daten, außerdem sollte die Unsicherheit in der Eurozone dem „Greenback“ helfen.
- Der Yen erscheint „überkauft“. Offensichtlich sind die Devisenmärkte der Bank of Japan bereits vorausgelaufen, indem sie die monetäre Expansion mit einer Schwächung des Yens vorwegnahmen.
- Die Währungen der Schwellenländer bleiben im strukturellen Aufwärtstrend. Dies gilt insbesondere für den chinesischen Renminbi. Auch die indische Rupie scheint gegenüber dem US-Dollar mittelfristig attraktiv.

# Weitere Literatur von Global Capital Markets & Thematic Research:

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

## Anleihen

- Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Unternehmensanleihen
- Warum asiatische Anleihen?

## Finanzielle Repression

- Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt? Das ist hier die Frage.
- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Finanzielle Repression

## Infrastruktur und Erneuerbare Energien

- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung
- Infrastruktur – Rückgrat der Weltwirtschaft

## China + Asien

- Der chinesische Renminbi – die neue Weltwährung?
- Wachstumsland China
- Chinas neue Epoche des Wachstums
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts

## Dividenden

- Dividendenstrategien in Zeiten von großem Gewinnpessimismus
- Dividendentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

## Risikomanagement & Advanced Return

- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Portfolio Health Check®: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

## EWU

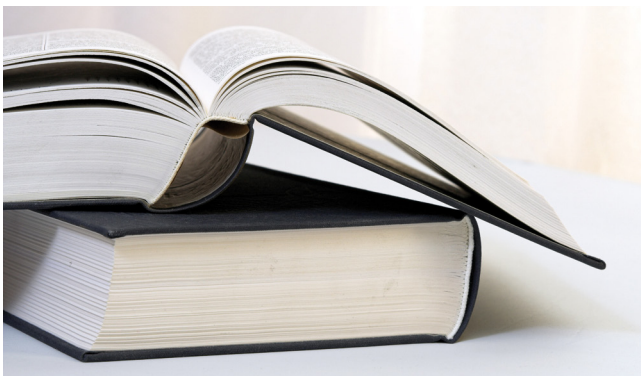
- Strukturelle und fiskalische Maßnahmen: Italien
- SMP, EFSF und ESM – eine Momentaufnahme
- Europäische Währungsunion (EWU): Auseinanderbrechen oder stärkere Integration?

Weitere Studien finden Sie auf der Homepage unseres [Eurozone Resource Center](#)

## Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste Dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung überwinden können
- Überliste Dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Aktives Management
- Erkenne dich selbst!

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 Financial

## Impressum

### Allianz Global Investors Europe GmbH

Bockenheimer Landstraße 42-44  
60323 Frankfurt am Main

### Global Capital Markets & Thematic Research

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), 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 frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Dies ist keine Empfehlung oder Anlageberatung und nicht als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots, zum Abschluss eines Vertrags oder zum Erwerb oder Veräußerung von Wertpapieren zu verstehen. Investoren sollen sich nicht ausschließlich auf die hierin enthaltenen Informationen verlassen und bei eventuellen Anlageentscheidungen fachlichen Rat hinzuziehen.

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 Europe GmbH ([www.allianzglobalinvestors.eu](http://www.allianzglobalinvestors.eu)), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstraße 42-44, D-60323 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt 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.