

Analysen & Trends

Die Zinswende

Mit Blick auf die historisch niedrigen Zinsen scheint die 30-jährige Hausse an den Anleihemärkten ihren Zenit erreicht zu haben.

Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

DAX-Werte METRA		13:21 Uhr	
Letzter	Veränderung		
7064,19	+37,28		
19:20:59	+0,53 %		

Code	Preis	Veränderung	Code	Preis	Veränderung
ADS	47,820	(47,820 / 47,240)	HEI	49,395	(49,395 / 49,395)
ALU	99,492	(99,470 / 99,500)	HEN3	43,290	(43,290 / 43,310)
BAS	62,600	(62,370 / 62,600)	IFX	7,177	(7,178 / 7,179)
BAYN	54,600	(54,490 / 54,510)	LHA	14,705	(14,705 / 14,710)
BEI	43,735	(43,725 / 43,740)	LIN	113,550	(113,400 / 113,700)
BMH	89,510	(89,500 / 89,530)	MAN	88,870	(88,870 / 88,930)
CBK	4,216	(4,213 / 4,216)	MEG	46,950	(46,935 / 46,950)
DRI	49,285	(49,280 / 49,290)	MRK	67,590	(67,260 / 67,300)
DBK	40,595	(40,395 / 40,350)	MUV2	113,700	(113,600 / 113,750)
DB1	52,910	(52,880 / 52,910)	RWE	44,590	(44,295 / 44,305)
DPH	12,070	(12,065 / 12,070)	SAP	44,295	(44,295 / 44,305)
DTE	11,105	(11,100 / 11,105)	SDF	53,100	(53,080 / 53,100)
EONH	21,665	(21,660 / 21,665)	SIE	92,680	(92,650 / 92,690)
FRE	51,170	(51,150 / 51,170)	TKR	26,735	(26,720 / 26,735)
			VDW3	113,200	(113,150 / 113,250)

Code	Preis	Veränderung	Code	Preis	Veränderung
7064,19	+37,28				
19:20:59	+0,53 %				

Code	Preis	Veränderung	Code	Preis	Veränderung
Utilities					
EONH	21,660	(21,610 / 21,610)	21,530	21,660	(0,160 / 1,85)
RWE	45,980	(45,750 / 45,750)	44,845	45,005	(0,160 / 1,85)
Telecommunication					
DTE	11,115	(11,150 / 11,085)	11,100	11,100	(0,015 / 68)
DRI	7,259	(7,224 / 7,173)	7,173	7,173	(0,086 / 3)
SCS	2,512	(2,525 / 2,524)	2,524	2,524	(0,012 / 8)



Entscheidende
Einblicke für
vorausschauende
Anlagestrategien

MIB Rom

0,00

DAX Frankfurt

7.039,31

+0.18%

n mehrere gathe

Inhalt

- 4 Die Zinswende
- 6 Zinswende am Rentenmarkt?
- 7 Treiber steigender Inflation und steigender Zinsen
- 12 Inflation = Kaufkraftverlust und Kursrisiken am Rentenmarkt
- 14 Steigendes Zinsumfeld – Chancen und Lösungen für Investoren
- 18 Investor's Corner

Impressum

Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse
Hans-Jörg Naumer (hjn), Olivier Gasquet (og),
Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von
Thomson Financial Datastream.



Automobile			
BMW	57,040	57,500	59,260
DAI	48,545	48,785	49,620
VOW3	111,300	111,800	114,230
CON	60,620	60,250G	62,310
LEO	31,100	31,000G	33,500

Die Zinswende

Mit Blick auf die historisch niedrigen Zinsen scheint die 30-jährige Hausse an den Anleihemärkten ihren Zenit erreicht zu haben. Investoren fragen sich: Wann kommt die Zinswende an den Kapitalmärkten? Und welche Anlagen bieten den besten Schutz vor steigender Inflation und steigenden Zinsen?

Sinkende Zinsen, eine Generation lang

Ein Truthahn wird mehrere Monate lang gefüttert. Jeden Tag stellt er fest, dass die Menschen sich um sein Wohlergehen sorgen, denn er bekommt reichlich Futter und wird gut versorgt. Jeden Tag erhärtet sich seine Feststellung mehr. Doch an einem schönen Tag kurz vor Weihnachten erlebt der Truthahn eine existenzielle Überraschung: Er hat sich geirrt.

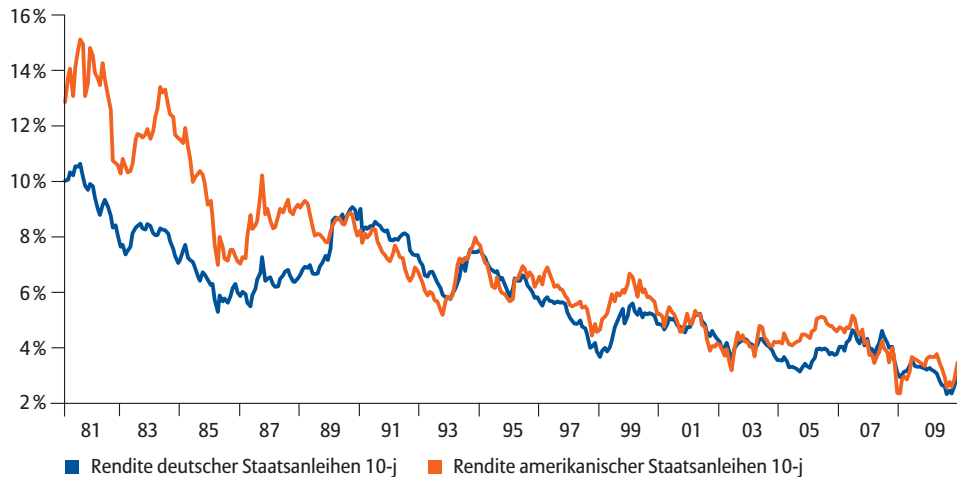
Nassim Nicholas Taleb, Professor für Risikoforschung in New York, zeigt mit dieser Metapher, dass der Truthahn bis zum letzten Tag seines Lebens nur die aktuelle Situation und die Vergangenheit bewertet hat. Er war aber

nicht in der Lage, nach vorne zu schauen. Auch Anleger neigen gerne dazu, in den Rückspiegel zu blicken, und vergessen dabei den Blick nach vorne.

Insbesondere am Rentenmarkt besteht die Gefahr, dass die Anleger ein vergleichbares „Truthahnverhalten“ an den Tag legen. Denn seit 1981 sind die Zinsen an den Anleihemärkten gesunken bzw. die Kurse für festverzinsliche Wertpapiere kannten dank tendenziell sinkender Inflationsraten und sinkender Renditen nur eine Richtung: bergauf. Doch mit dem jüngsten Anstieg von Inflationszahlen könnte sich ein Trendwechsel abzeichnen.



Schaubild 1: Sinkende Zinsen, eine Generation lang



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Anleger fragen sich: Wann kommt die Zinswende an den Kapitalmärkten?

Im Folgenden betrachten wir daher zunächst in unserer Studie die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen mit der historischen Brille, um im zweiten Teil die Treiber langfristig steigender Zinsen und steigender Inflation

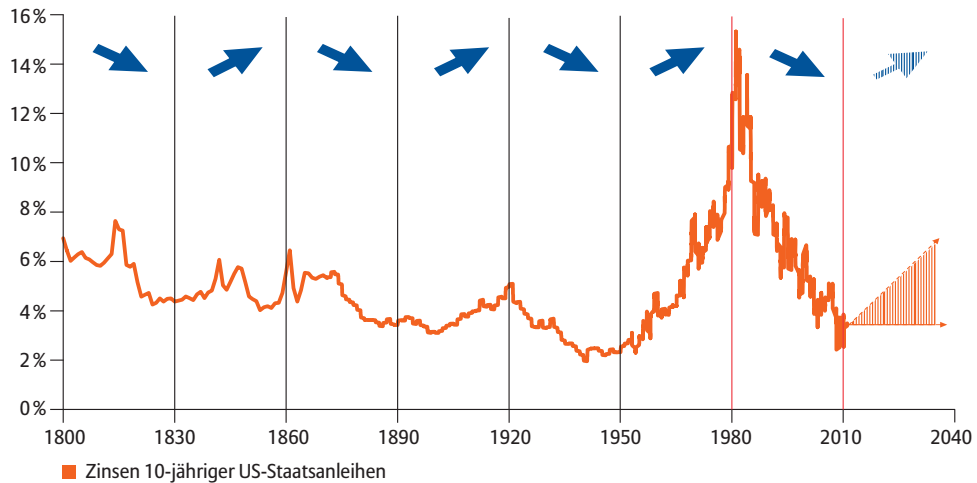
genauer zu analysieren. Die sich daraus ergebenden Risiken für den Anleger werden im dritten Abschnitt näher untersucht. Abschließend zeigen wir auf, wie sich verschiedene Vermögensklassen in einem steigenden Zins- und Inflationsumfeld entwickeln können und welche Investmentlösungen bzw. -strategien sich dem Investor bieten.

Entscheidende Einblicke

- Die Entwicklung zehnjähriger US-amerikanischer Staatsanleihen seit 1800 zeigt, dass sich die Kapitalmarktzinsen in langfristigen Trends von circa 30 Jahren bewegt haben.
- Mit Blick auf die letzte 30-jährige Hausse an den Anleihemärkten und die historisch niedrigen Realzinsen, dürfte das Risiko eines Trendwechsels bei den Kapitalmarktzinsen größer geworden sein.
- Zu den strukturellen Treibern langfristig steigender Zinsen und höherer Inflation dürften der Wachstumsschub der Schwellenländer sowie steigende Rohstoffpreise zählen. Die Folge: Schwellenländer entwickeln sich vom Exporteur einer Deflation zum Exporteur einer Inflation.
- Der aktuelle Konjunkturaufschwung sollte dazu führen, dass die Preismacht der Unternehmen und der Lohndruck der Arbeitnehmer tendenziell zunehmen und langfristig zu steigenden Konsumentenpreisen führen, wenngleich diese Entwicklungen in Staaten mit hoher Verschuldung gebremst wirken dürften.
- Die Politik des billigen Geldes sowie die steigenden Staatsschulden könnten die Inflation bzw. Inflationserwartungen weiter befeuern. Bereits jetzt ist die US-Notenbank mit über 1,6 Billionen US-Dollar größter Gläubiger der USA.
- Leitzinserhöhungen und Angebotsdruck auf den Märkten für Staatsanleihen dürften die Umlaufrenditen an den Rentenmärkten steigen lassen.
- Das Geld derzeit nur in Anleihen hoher Bonität zu investieren, birgt für den Investor langfristig zwei Gefahren: Kaufkraftverlust und Kursrisiken.

Rentenmarkt steht vor einer Zeitenwende

Schaubild 2: Auch Zinsen bewegen sich in langen Zyklen



Quelle: 1800–1871: Lawrence H. Officer, *Measuring Worth* (Jahresdaten), 1871 bis April 2011: Robert J. Shiller, Princeton University (Monatsdaten); Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Entwicklungen und Investmentstrategien am Anleihemarkt

Eine vertiefende Analyse zu diesen Themen lesen Sie in der Studie: „Auch 30 Jahre sind einmal vorbei“.
<http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse>

Zinswende am Rentenmarkt?

Um die Frage beantworten zu können, ob sich eine neue Zinswende an den Rentenmärkten einstellen wird, scheint zunächst ein Perspektivenwechsel angebracht. Denn die letzten 30 Jahre sind nur ein kleiner Ausschnitt aus der Vergangenheit an den Bondmärkten. Die Entwicklung zehnjähriger US-amerikanischer Staatsanleihen seit 1800 zeigt, dass sich die Kapitalmarktzinsen (Umlaufrenditen) in langfristigen Trends bewegt haben (siehe Schaubild 2). Circa alle 30 Jahre wechselten sich Auf- und Abwärtsphasen ab.

Ein Zufall?

Nein, denn hinter diesen Entwicklungen stecken realwirtschaftliche Entwicklungen, die ihren Ursprung zumeist in der Entfaltung sogenannter Basisinnovationen (von der Dampfmaschine bis zur Informationstechnologie) fanden. Am Beginn eines jeden Zyklus wurde aufgrund steigender Investitionen und höherer Kreditnachfrage Kapital zunehmend knapp. Ergo: die Zinsen fingen an zu steigen. Das Ende eines jeden Wirtschafts- und Zinszyklus war wiederum stets durch eine tiefgreifende Rezession bzw. eine Finanzkrise

markiert, verbunden mit sehr niedrigen Realzinsen. Ein Erklärungsmuster für den letzten sinkenden Zinszyklus von 1981 bis 2010, der auch von sinkenden Konsumentenpreisen begleitet war, kann daher u. a. mit dem Siegeszug der Informationstechnologie und des Internets gefunden werden. So wurden Produktivitätszuwächse in der Wirtschaft größtenteils über die Konsumentenpreise weitergegeben. Auch wenn die Wirkungen neuer Basisinnovationen (z. B. Greentech oder Biotechnologie) in der Breite noch nicht erkennbar sind, scheint zumindest die zurückliegende Finanzkrise auch in das Muster einer Trendwende zu passen.

Wie meinte bereits der Evolutionsforscher Charles Darwin: „Nichts ist beständiger als der Wandel“ – Recht hat er.

Während aus der historischen Sicht betrachtet die 30-jährigen Zinszyklen stets ein Spiegelbild von Angebot und Nachfrage nach Kapital waren, stellt sich die Frage: „Was sind die aktuellen Treiber hinter einer möglichen neuen Zeitenwende langfristig steigender Preise in der Realwirtschaft und Zinsen am Rentenmarkt? Beziehungsweise, was dürfte zu Kapitalknappheiten führen?“

Langfristige (Kondratieff-)Wirtschaftszyklen

Zu diesem Thema lesen Sie auch unsere Studie: „Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen“.
<http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse>

Treiber steigender Inflation und steigender Zinsen

Strukturelle Treiber

Dank der Megatrends Globalisierung, Demographie und knapper werdender Ressourcen dürften die Wachstumsländer (gemeinhin auch als Schwellenländer bezeichnet) noch auf längere Sicht einen **strukturellen Wachstumsschub** erfahren. Daher verwundert es auch nicht, dass sich die aufstrebenden Staaten zu den Wachstumslokomotiven der Welt entwickeln. Der IWF prognostiziert für die Jahre 2011 bis 2016 ein durchschnittliches jährliches Wachstum des Bruttoinlandsproduktes von ca. 9,5% für China, für Indien werden ca. 8,1% erwartet, für Indonesien ca. 6,7%, für Russland und Brasilien über 4%. Beispielsweise werden für Deutschland und Europa hingegen nur knapp 2% erwartet, für die USA könnten es 2,8% werden.

Dieses Wohlstandswachstum dürfte nicht nur über steigende Löhne zu höheren Konsumentenpreisen in den aufstrebenden Staaten führen, sondern sollte gleichzeitig die Erhöhung der Rohstoffpreise weiter befeuern. So trifft die steigende Rohstoffnachfrage auf immer **knapper werdende Ressourcen**, so dass die (Rohstoff-)Preiseffekte über die Wertschöpfungskette auch global weiterwirken dürften.

In der Gesamtbetrachtung werden sich die Wachstumsländer wohl zunehmend vom Exporteur einer Deflation **zum Exporteur einer Inflation** entwickeln. Denn der preissenkende Effekt einer Produktionsverlagerung der westlichen Unternehmen in die Schwellenländer, der in den letzten zwei Jahrzehnten stattgefunden hat, läuft langsam aus und dürfte allmählich von steigenden Lohn- und Rohstoffkosten überlagert werden. So beträgt die durchschnittliche Inflation der BRIC-Staaten

Schwellenländer entwickeln sich zum Exporteur einer Inflation

Schaubild 3: Treiber steigender Inflation und Zinsen

Zyklisch

- Hohes Wachstum in den Schwellenländern
- Konjunkturaufschwung auch in vielen Industriestaaten
- Aufschwung an den Arbeitsmärkten entwickelt sich

Mögliche Folgen

- Unternehmensgewinne und Dividenden nehmen zu
- Verbesserung der Unternehmensbilanzen
- Risikoprämien für Unternehmens- und Hochzinsanleihen dürften sinken

Strukturell

- Megatrend Globalisierung und Demographie – Schwellenländer: Treiber globalen Wachstums
- Steigende Preise knapper Ressourcen
- Schwellenländer entwickeln sich vom Exporteur einer Deflation zum Exporteur einer Inflation

Mögliche Folgen

- Schuldenquoten der Schwellenländer dürften weiter sinken
- Aufwertungsdruck von Schwellenlandwährungen
- Risikoprämien von Schwellenländeranleihen sollten zurückgehen

Monetär

- Extrem niedrige Realzinsen
- Überhang an Liquidität
- Steigende Preise in Industrie- und Schwellenländern
- Steigende Inflationserwartungen

Mögliche Folgen

- (Leit-)Zinserhöhungen 2011 sehr wahrscheinlich
- Steigende Zinsen und Verflachung der Zinsstrukturkurve
- Kursanstiege von inflationsindexierten Anleihen erwartet

Fiskalisch

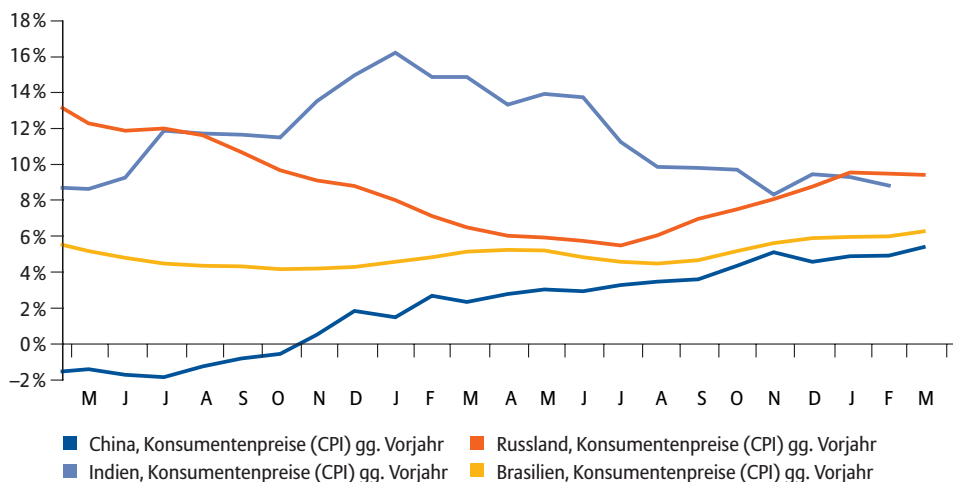
- Steigende Staatsschulden in den Industriestaaten
- Refinanzierungserfordernisse lassen Angebot von Staatsanleihen steigen
- Auslaufen der Stützungskäufe der Notenbanken dürfte Nachfrage sinken lassen

Mögliche Folgen

- Sinkende Kurse von Staatsanleihen
- Inflationserwartungen dürften weiter steigen
- Kursanstiege von inflationsindexierten Anleihen erwartet

Schaubild 4: Strukturell: Schwellenländer entwickeln sich zum Exporteur einer Inflation

Preisentwicklungen in den BRIC-Staaten (-2 Jahre, Stand März 2011)



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

im ersten Quartal 2011 ca. 7,5% – Tendenz steigend (siehe Schaubild 4).

Folgen für die Kapitalmärkte

Im direkten Effekt dürfte das strukturelle Wachstum der Schwellenländer über rückläufige Staatsschulden zu tendenziell sinkenden Risikoprämien bei Anleihen der Schwellenländer und steigenden Wechselkursen ihrer Währungen führen. Indirekt dürfte der globale Inflationsdruck zunehmen und somit ceteris paribus auf lange Sicht die Umlaufrenditen an den globalen Rentenmärkten steigen lassen.

Zyklische Treiber

Zu den langfristig wirkenden strukturellen Treibern steigender Inflation und steigender Zinsen gesellen sich auch zyklische Aspekte. So scheint der **globale Konjunkturmotor wieder runder zu laufen**, und das nicht nur in den Schwellenländern. Sowohl realwirtschaftliche Daten als auch Nachrichten aus dem Unternehmenssektor waren im ersten Halbjahr 2011 vor allem in vielen Industriestaaten besser als erwartet. Die Folge: tendenziell steigende Kapazitätsauslastungen und sinkende Arbeitslosenquoten. Die **Preismacht der Unternehmen** und der **Lohnkostendruck von der Arbeitnehmerseite** dürften entsprechend eher zunehmen und langfristig zu steigenden Konsumentenpreisen führen (siehe Schaubilder 5 und 6). Eine Entwicklung, die derzeit

bereits erkennbar ist. So übersprang zum Beispiel die Inflationsrate in Europa das erste Mal seit drei Jahren wieder deutlich die 2-Prozent-Marke. Auch die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe in den USA waren in den letzten Monaten rückläufig – ein Vorlaufindikator für die Preisentwicklung, die in der Vergangenheit mit rund zwei Jahren Zeitverzögerung die Entwicklung des Indikators nachvollzog (siehe Schaubild 6). In Staaten mit hoher Verschuldung und hoher Arbeitslosenquote (wie in den „PIIGS-Staaten“ Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien) sollte der Inflationsdruck allerdings nur moderat zunehmen.

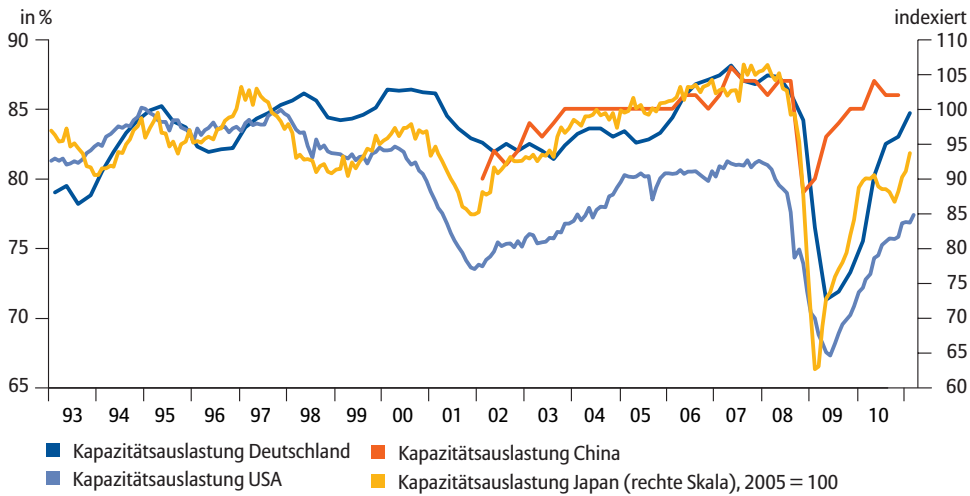
Folgen für die Kapitalmärkte

Das verbesserte konjunkturelle Umfeld spiegelt sich größtenteils in den Unternehmensgewinnen wider. So ist für 2011 zu erwarten, dass zum Beispiel die Gewinne der europäischen Konzerne ein neues Rekordniveau erreichen dürften. Aktionäre sollten sich daher über steigende Dividendenausschüttungen sowie Aktienrückkäufe freuen können. Auch die Gläubiger von Unternehmensanleihen dürften mit Blick auf verbesserte Bilanzstrukturen bei den Unternehmen weiter auf niedrige Risikoprämien hoffen können. Insgesamt spricht der aktuelle Konjunkturaufschwung eher für Aktien und Unternehmensanleihen und weniger für Staatsanleihen, die unter einem steigenden Inflationsdruck leiden sollten.

Preis- und Lohnkostendruck dürften zunehmen

Schaubild 5: Zyklisch: Weltweit steigen die Kapazitätsauslastungen

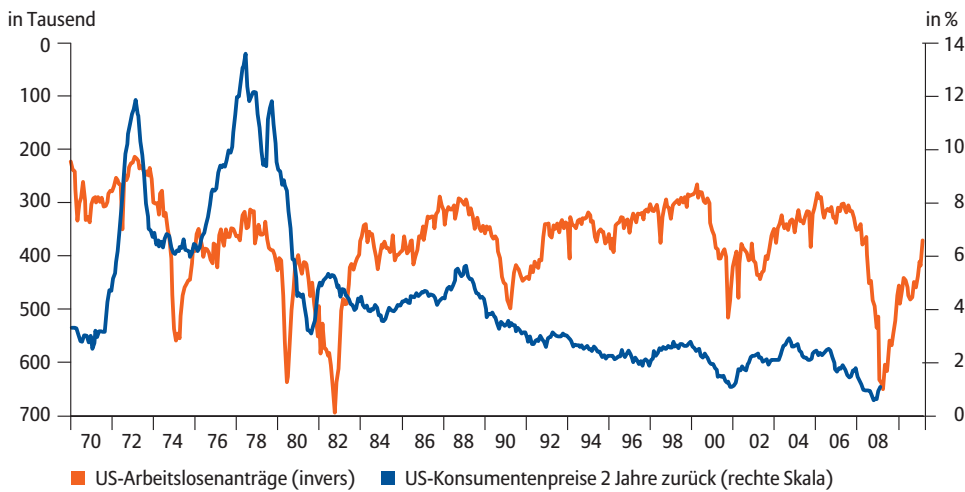
Steigende Kapazitätsauslastungen (und Auftragseingänge) dürften den Inflationsdruck unterfüttern



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Schaubild 6: Zyklisch: Lohn- und Inflationsdruck dürften zunehmen

USA: Anträge auf Arbeitslosenhilfe (invers) und Konsumentenpreise (2 Jahre zurück)



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

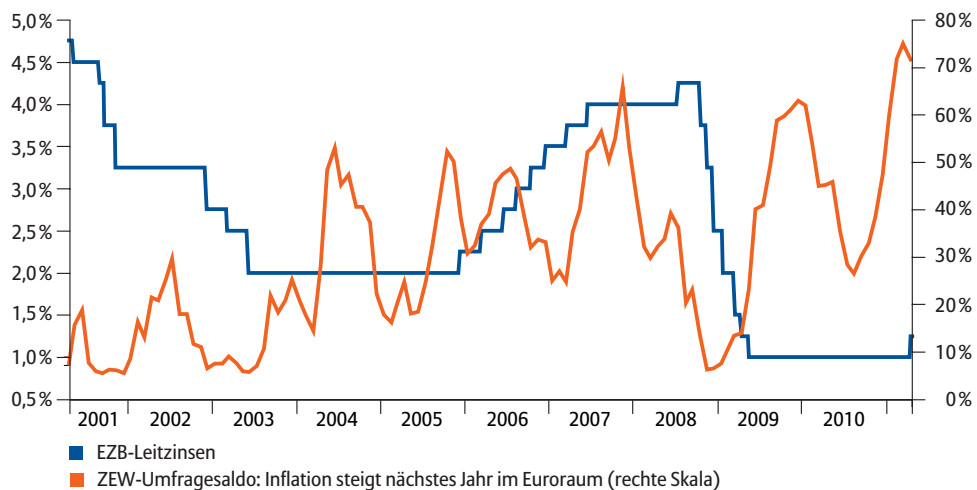
Geldpolitik

Gemeinsam mit den Fiskalpaketen gehörte die Politik des billigen Geldes zu den wichtigsten Maßnahmen gegen eine lang anhaltende, weltweite Rezession. Jetzt, da die Interbankenmärkte wieder stabil funktionieren und sich die Weltkonjunktur aus dem Rezessionstal befreien konnte, stellt sich die Frage, wann und wie die Zentralbanken die Liquidität auf ein Normalmaß zurückführen, um unerwünschte inflationäre Effekte zu vermeiden.

Auch wenn der geldpolitische Impuls in den Industriestaaten über die Kreditvergabe in der Wirtschaft derzeit nur gedämpft ankommt, ist das Geld- und Kreditschöpfungspotenzial hoch. Während die Notenbanken in den Schwellenländern bereits seit längerem mit Zinserhöhungen gegen eine weiter steigende Inflation gegensteuern, scheint der Handlungsdruck vor allem der europäischen Zentralbank (EZB) und der US-Notenbank (Fed) größer geworden zu sein.

Politik des billigen Geldes führt zu Inflations Sorgen

Schaubild 7: Geldpolitik: Weitere Leitzinserhöhungen in Europa wahrscheinlich



Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Weitere (Leit-) Zins-
erhöhungen 2011
scheinen wahrscheinlich

Denn in diesen Wirtschaftsräumen befinden sich die **Realzinsen auf historisch niedrigen Niveaus** und zusätzlich sollte der Trend **steigender Produzenten- und Konsumentenpreise** aufgrund der bereits beschriebenen Faktoren weiter anhalten. Außerdem ist die Gefahr von Zweitrundeneffekten über **steigende Inflationserwartungen** bei den Marktteilnehmern – die Inflationserwartung ist eine kritische Maßzahl bei der geldpolitischen Steuerung – gestiegen. So sind die Inflationserwartungen aus dem Umfragesaldo des ZEW für Europa im März 2011 auf den höchsten Stand seit elf Jahren geklettert (siehe Schaubild 7).

Die Notenbanken scheinen alarmiert, zumal eine restriktive Geldpolitik sehr zeitverzögert auf die Preisentwicklung wirkt. Die EZB schaltete bereits mit zwei ersten Zinsschritten in den Post-Finanzkrisenmodus um und aus dem Umfeld der amerikanischen Zentralbank, der Fed, ist zu hören, dass die Falken Zulauf bekommen und sich für eine früher als bisher erwartete Wende weg vom all' zu billigen Geld stark machen.

Folgen für die Kapitalmärkte

Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit einer weiteren „Normalisierung“ der Geldpolitik in den Industriestaaten 2011 gestiegen. Während die europäische Notenbank mit Blick auf die Markterwartungen vermutlich sogar

einen weiteren Zinsschritt von 0,25 Prozentpunkte vornehmen wird, könnte die Fed mit einem ersten Zinsschritt Anfang 2012 folgen. Im Zuge dieser Entwicklung ist mit einem Anstieg der Renditen von Staatsanleihen der Industrieländer zu rechnen. Während die Zinsstrukturkurve sich vermutlich nach oben schieben dürfte, sollte gleichzeitig über einen zu erwartenden stärkeren Anstieg der kurzfristigen Zinsen eine Verflachung der Zinskurve einsetzen. Insgesamt ein Umfeld, in dem flexible Rentenanlage-Strategien von Vorteil sind, die auch von steigenden Zinsen bzw. Renditen profitieren können.

Fiskalpolitik

Im Zuge der Finanzkrise sind die **Staatsverschuldungen der Industriestaaten** – im Gegensatz zu denen der Schwellenländer – deutlich gestiegen und haben nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) Ende 2010 ein Niveau von über 100% in Relation zur Wirtschaftsleistung (BIP) erreicht.

Anleger fragen sich, wie die Staaten von ihrem Schuldenberg herunterkommen können. Vermutlich gibt es nicht „die Lösung“, sondern es wird wohl eine Kombination aus Konsolidierung der Staatshaushalte, steigenden Abgabelasten der privaten Haushalte und Unternehmen sowie einer Ausnutzung weiterer Wachstumspotenziale sein. Viele Marktteilnehmer,

wie z. B. der IWF-Chefökonom Olivier Blanchard oder Wirtschaftsnobelpreisträger Paul Krugman, betrachten auch eine bewusste Inflationierung der Wirtschaft als ein probates Mittel der Staaten, ihre reale Verschuldung abzubauen. Allerdings würden sie sich damit auf einem schmalen Grad bewegen. Denn die negativen Begleiterscheinungen einer hohen Inflation wären u. a.: steigende Zinsen bzw. Refinanzierungskosten, Fehlallokation von Kapital und eine Geldentwertung der Sparvermögen. Nichtsdestotrotz dürften im Zuge steigender Staatsschulden die Inflationserwartungen des Marktes weiter steigen, was eine selbsterfüllende Prophezeiung nach sich ziehen könnte.

Thema ist schon jetzt: Wer kauft eigentlich noch Staatsanleihen? Schon jetzt ist die US-Notenbank größter Gläubiger der USA. So hat die Fed in den letzten beiden Jahren für rund 900 Mrd. USD US-Staatsanleihen (Treasuries) gekauft und hat mittlerweile Treasuries im Gegenwert von über 1600 Mrd. USD in ihrer Bilanz (siehe Schaubild 8). Folgeschwer könnte sich das in diesem Jahr geplante **Auslaufen der Stützungskäufe der Notenbanken** auf die Kursentwicklung von Staatspapieren auswirken. Denn die zusätzlich geschaffene künstliche Nachfrage nach Staatstiteln würde wegfallen.

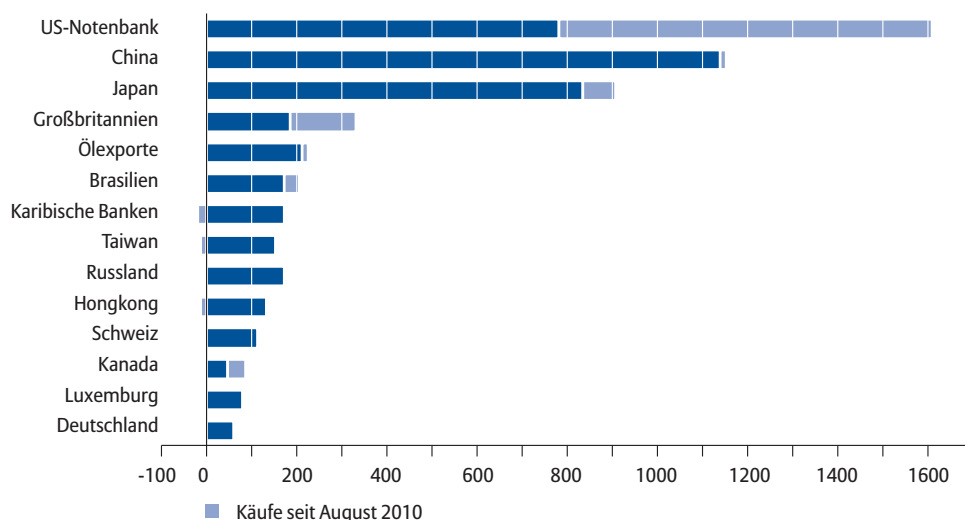
Folgen für die Kapitalmärkte

Die steigenden Staatsschulden dürften unter anderem zwei verschiedene Auswirkungen auf die Märkte haben. Zum einen wachstumshemmende Effekte auf die Realwirtschaft bzw. Unternehmensgewinne und zum anderen dürfte der steigende Refinanzierungsbedarf der Industriestaaten (v. a. der USA) über die Bondmärkte tendenziell zum Anstieg der Zinsniveaus beitragen. Denn die vermutlich sinkende Nachfrage nach Staatspapieren, die durch Stützungskäufe der Notenbanken künstlich hoch gehalten wurde, dürfte auf ein unverändert hohes Angebot treffen und die Anleihekurse wahrscheinlich belasten. Ebenso könnte eine in den Augen der Marktteilnehmer wohlmöglich zu wenig straffe Haushalts- und Geldpolitik den bereits gestiegenen Inflationserwartungen zusätzlich Nahrung bieten. Die beschriebenen Entwicklungen wirken zwar zum Teil konträr zueinander, aber in der Summe ist mit einem weiteren Anstieg der Zinsen von Staatsanleihen der Industrieländer zu rechnen. Ein Kapitalmarktumfeld, in dem sich neben realen Werten, wie Aktien, Rohstoffen oder Immobilien, auch inflationsindexierte Anleihen besser entwickeln sollten als klassische Anleihen.

Staatsanleihen: Steigendes Angebot trifft auf sinkende Nachfrage

Schaubild 8: Zentralbanken – Kreditgeber letzter Instanz?

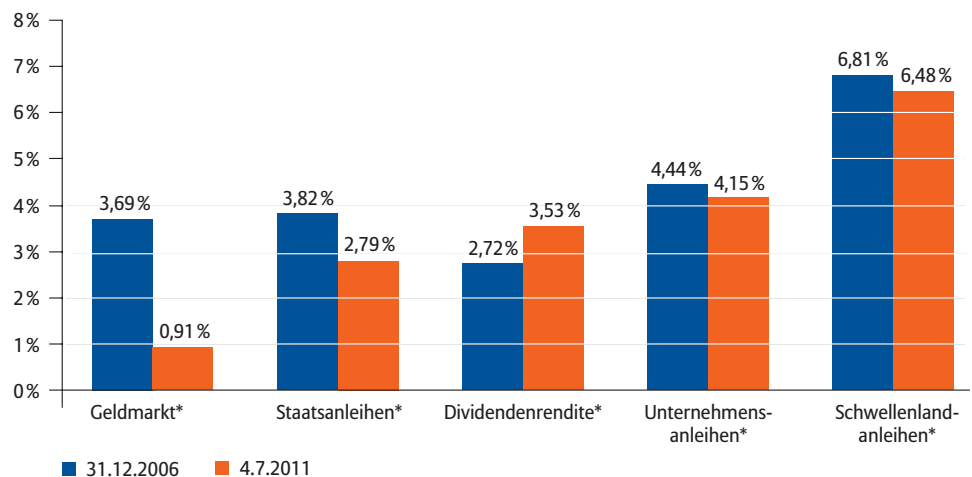
Bestand an US-Staatsanleihen (Treasuries) der US-FED und großen Auslandsgläubigern (in Mrd. USD)



Quelle: Federal Reserve, US Treasury Department, Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Schaubild 9: Sicherheit ist teuer

Renditevergleich Ende 2006 gegenüber Juli 2011



* Geldmarkt = EONIA, Staatsanleihen = Barclays German Government. Red. Yield, Dividendenrendite = MSCI Europe Dividend Yield (per Monatsultimo), Unternehmensanleihen = Barclay Euro Agg. Corporate (EUR) Red. Yield, Schwellenlandanleihen = JPMG EMBI+ Blend. Yield; Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft; Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Inflation = Kaufkraftverlust und Kursrisiken am Rentenmarkt

„Sicherheit“ ist teuer geworden

Das Prinzip „Risikovermeidung um jeden Preis“ sollte nicht zur Leitlinie der Kapitalanlage gemacht werden. Das Problem dabei: Sicherheit – in Form von Investments in den Geldmarkt oder Staatsanleihen hoher Bonität – ist aktuell sehr teuer, d. h., die Zinsen, die mit risikoarmen Anlagen zu verdienen sind, sind sehr niedrig.

Das Geld nur auf dem Sparbuch oder am Geldmarkt zu parken und nur in Anleihen hoher Bonität zu investieren, birgt somit sowohl für private als auch institutionelle Investoren zwei Risiken:

- Zum einen langfristig die Gefahr, den heutigen Lebensstandard morgen nicht mehr genießen bzw. die Verbindlichkeiten nicht mehr vollständig bedienen zu können. Denn über Inflation können die mageren Zinsen schnell aufgezehrt werden und es kommt zu einem Kaufkraftverlust.
- Ebenso unterliegen Anleihen bis zur Endfälligkeit im Umfeld steigender Preise und steigender Staatsschulden Kursrisiken, die im derzeitigen Niedrigzinsumfeld nicht unterschätzt werden sollten.

Die Kunst des richtigen Investierens besteht also darin, Risiken zu zähmen und gleichzeitig mit einer Portion Optimismus die Renditepotenziale für die Kapitalanlage freizulegen.

Schutz vor Inflation mit realen Werten

Der Inflationsdruck dürfte mit Blick auf die bereits beschriebenen zyklischen und strukturellen Treiber eher zu- als abnehmen. Eine Entwicklung, die sich auch in den Inflationserwartungen der Investoren widerspiegelt.

Gleichzeitig denken jedoch viele Anleger in Zeiten wie diesen: „Sicher ist sicher“, und setzen auf das gute alte Sparbuch oder investieren in den Geldmarkt. Was sie dabei übersehen: Gerade die Anlage auf dem Sparbuch oder am Geldmarkt ist eine pure Spekulation darauf, dass die Preise zumindest stabil bleiben oder sogar sinken. Bei einer Inflation dagegen verlieren Anleihen und Bargeld, denn die Inflation schmälert oder vernichtet die Rendite. Der Kaufkraftverlust von nominal 100 Euro würde bei einer Inflationsrate von 4% – was dem Durchschnitt der US-Inflation von 1971 bis 2010 entsprechen würde – nach zehn Jahren rund 32 Euro und nach 20 Jahren sogar 54 Euro betragen (siehe Schaubild 10). Auch die reale Rendite, also die Rendite nach Inflation, liegt mit steigender Inflation

zunehmend unter der nominalen. 4% für eine Anleihe werden bei einer Inflation gleicher Höhe zu real 0%, Steuern nicht berücksichtigt.

Zu den Gewinnern hingegen zählen die realen Werte: Immobilien, Rohstoffe, Gold und Aktien. Ihr Preis sollte steigen, während die Kaufkraft sinkt. Geht mit der Inflation eine Konjunkturüberhitzung einher, können Rohstoffe und Aktien von der steigenden Nachfrage zusätzlich profitieren.

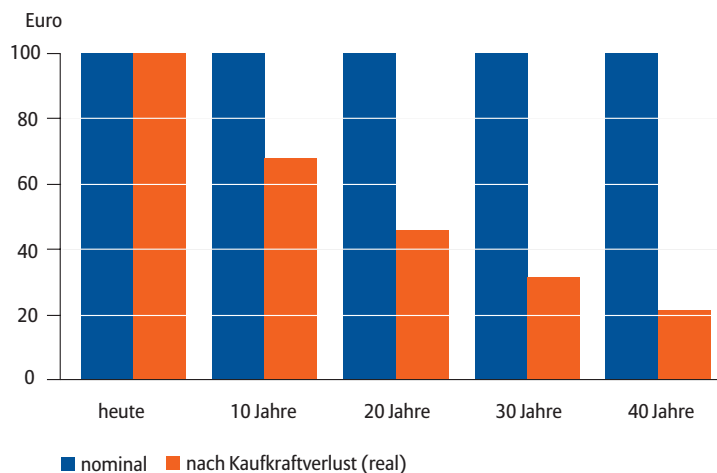
Ergo: Wer sich vor Inflation fürchtet, sollte in reale Werte investieren, und diese bestehen eben nicht nur aus Immobilien.

Kursrisiken im Anleihesegment werden unterschätzt

Eine steigende Inflation führt generell zu steigenden Nominalzinsen und damit zu Kursrisiken im Anleihesegment. Ein Phänomen, was vielleicht von dem einen oder anderen Investor unterschätzt wird, wenngleich die Kursschwankungen in der Regel nicht ganz so ausgeprägt sind wie bei Aktien.

Ein Beispiel (siehe Schaubild 11): Nehmen wir an, ein Anleger kauft am 31.12.2010 eine zehnjährige Anleihe zu 100 Euro mit einem Kupon von 3% und hält diese ein Jahr. Gleichzeitig wird unterstellt, dass in diesem Zeitraum

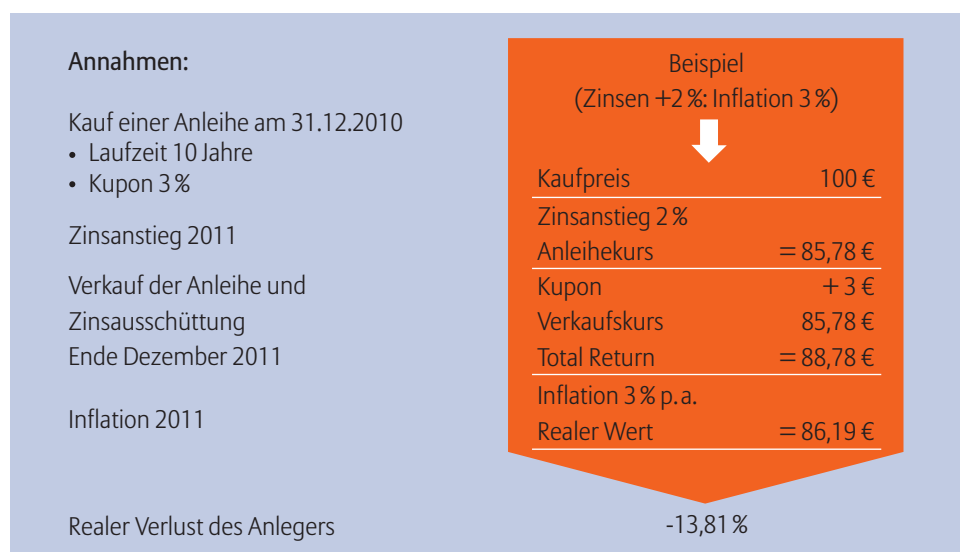
Schaubild 10: Schutz vor Inflation mit realen Werten



Quelle: Datastream; durchschnittliche (jährliche) US Inflationsrate von 01/1971 bis 12/2010; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

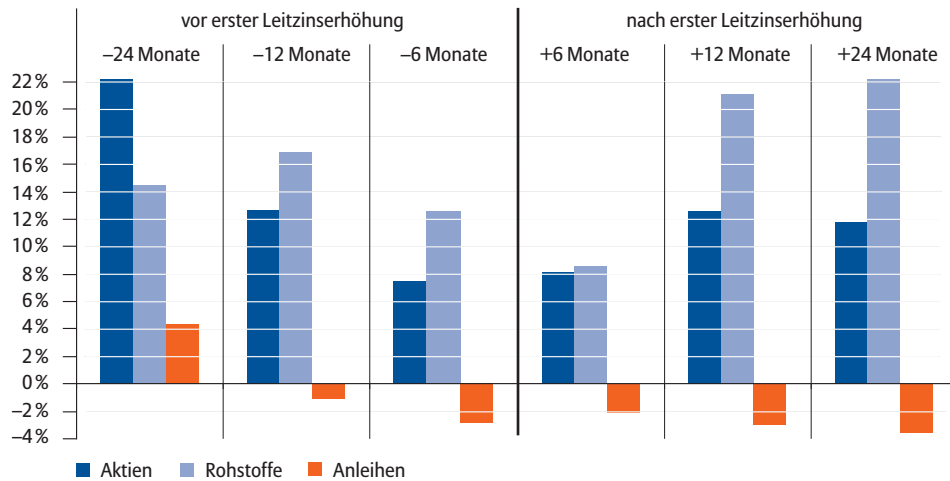
die Zinsen um 2% und die Inflation um 3% gestiegen sind. Die Zinsentwicklung hätte zur Folge, dass die Anleihe (mit einer Duration von ca. 8,5) einen Kursverlust von rund 14 Euro erleiden würde. Die Zinsausschüttung von 3 Euro kann diesen Verlust nicht aufwiegen. Berücksichtigt man zudem auch die Inflation und den entsprechenden Kaufkraftverlust, so würde der Anleger nach einem Jahr einen realen Verlust seiner Rentenanlage von knapp 14 Euro bzw. 14% erleiden.

Schaubild 11: Kursrisiken bei Anleihen



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft; Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Schaubild 12: Entwicklung von Vermögensklassen in steigendem Zinsumfeld



Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage; verwendete Benchmarks: Aktien: MSCI Europa Kursindex, Rohstoffe: S&P GSCI Spot-Index, Renten: REX Kursindex, Leitzinsen: Bundesbank (1970 bis 1999), EZB (1999 bis März 2011); Quelle: Datastream; Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Aktien und Rohstoffe profitieren im Umfeld einer Zinsänderung

Ein Blick auf die tatsächlichen Entwicklungen der Anleihemärkte von September 2010 bis März 2011, in denen die langfristigen Zinsen um rund 1% gestiegen sind, zeigt, dass ein Anleger von Bundesanleihen mit 8,5 bis 10,5 Jahren Restlaufzeit – entspricht der durchschnittlichen Laufzeit des Euro-Bund-Future – einen Kursverlust von rund 7% erlitten hätte. Denn die Bewertung des Bund-Future sank in diesem Zeitraum von 133 in der Spitze auf rund 122 Indexpunkte.

Folgerichtig scheint in dem aktuellen Niedrigzinsumfeld, in dem das Risiko steigender Zinsen größer einzuschätzen ist als sinkende Umlaufrenditen, eine Anlage in „Long-only Rentenanlagen“ die schlechteste Alternative für den Anleger. Flexible Rentenfondslösungen scheinen daher eine Alternative, die sowohl auf steigende als auch auf fallende Zinsen setzen können.

Aber welche Vermögensklassen profitieren in einem Umfeld steigender Inflation und steigender Zinsen?

Steigendes Zinsumfeld – Chancen und Lösungen für Investoren

Trichet hat die Marktteilnehmer bereits vorbereitet und die Wahrscheinlichkeit von weiteren Leitzinserhöhungen der EZB im Jahr 2011 und

2012 ist gestiegen. Für Anleger dürfte daher von Interesse sein, wer die Gewinner und Verlierer im Umfeld von (Leit-)Zinserhöhungszyklen sind. Ein Blick in die Vergangenheit kann helfen – selbstverständlich ohne Garantie, dass sich diese in die Zukunft fortschreiben lässt – diese zu identifizieren.

Betrachtet man die klassischen Vermögensklassen Aktien, Renten und Rohstoffe, so lässt sich feststellen, dass sowohl Aktien als auch Rohstoffe im Umfeld steigender Leitzinsen in Europa einen positiven Performancebeitrag liefern konnten (vergleiche Schaubild 12). In den drei Zeitperioden von sechs, zwölf und 24 Monaten vor einer ersten Leitzinserhöhung in Europa (im Zeitraum 1970 bis 1999 die Deutsche Bundesbank, seit 1999 die EZB) erzielten europäische Aktien auf Basis des Leitindex MSCI Europa im Durchschnitt eine Rendite von 7,5%, 12,7% und 24,7%. Die positive Performance von Rohstoffen (Basis: S&P GSCI) war mit 12,6%, 16,9% und 14,5% ebenso ausgeprägt. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch für die Zeiträume nach einer ersten Leitzinserhöhung. Hier erzielten Aktien und Rohstoffe in den zwölf Monaten danach eine positive Rendite von 12,6% bzw. 21,1%. Zwei Jahre nach einer Zinswende betrug die positive Performance bei Aktien trotz höherer Refinanzierungskosten der Unternehmen immer noch 11,8% und bei Rohstoffen sogar 26,8%. Das Erklärungsmuster hinter dem positiven

Zusammenhang von erster Leitzinserhöhung und steigenden Aktien- und Rohstoffnotierungen scheint einfach: Die Notenbanken erhöhen erst dann die Refinanzierungszinsen, wenn sich ein Konjunkturaufschwung deutlicher abzeichnet, sprich, wenn die Nachfrage nach Konsumgütern und Rohstoffen wieder spürbar steigt.

Hingegen waren Anleihebesitzer im gleichen Zeitraum mit Kursverlusten konfrontiert. Für deutsche Bundesanleihen (Basis: Kursindex REX) – als Benchmark für europäische Staatspapiere – wurden in allen vergleichbaren Zeitperioden vor und nach einer ersten Leitzinserhöhung in Europa negative Kursrenditen verzeichnet. Insbesondere in den 24 Monaten nach einem ersten Zinsschritt fielen die Kursabschläge von –3,5% für Anleihen deutlich aus. Gründe sind sowohl die bereits beschriebene negative Korrelation von Zinsen und Anleihenkursen als auch eine abnehmende Risikoaversion der Anleger im Umfeld eines Konjunkturaufschwungs, so dass die Nachfrage nach schwankungsärmeren Vermögensklassen abnimmt.

Die tendenziell abnehmende Risikoaversion im Umfeld erster Leitzinserhöhungen kann hingegen in anderen Anleihe-segmenten, den Segmenten außer bonitätsstarken Staatspapieren, wie zum Beispiel Unternehmensanleihen oder Hochzinsanleihen, für Kurszuwäch-

se sorgen. Denn hier könnten die negativen Effekte der steigenden Umlaufrenditen durch eine Abnahme der Risikoprämien (Spreads) überkompensiert werden. Auch inflationsindizierte Anleihen könnten in diesem Zinsumfeld, was von steigenden Inflationsraten begleitet sein sollte, profitieren.

Diversifikation ist der einzige „Free Lunch“ an den Märkten

Diversifikation in steigendem Zinsumfeld

Um als Anleger auf eine Zeitenwende und ein Umfeld mit steigenden Zinsen und steigender Inflation vorbereitet zu sein, scheint eine breite Streuung über verschiedene Vermögensklassen – insbesondere in reale Werte – angebracht zu sein. Denn bei nicht vollständig gleichlaufenden (korrelierten) Wertpapieren kann der Anleger durch Diversifikation die Kursschwankungen seines Portfolios vermindern, ohne die Renditechancen zu schmälern (Risikodiversifikationseffekt). Risikoreduktion ohne Chancenverzicht – Diversifikation ist der einzige „Free Lunch“ an den Kapitalmärkten.

Um die Marktrisikoprämien verschiedenster Vermögensklassen in einem Umfeld mit steigenden Zinsen und steigender Inflation abzuschöpfen, können sich folgende Strategien anbieten (siehe Schaubild 13):

Spreadprodukte: Anleihen, die gegenüber Staatsanleihen hoher Bonität über einen Zinsaufschlag verfügen, sollten in einem Umfeld erster Leitzinserhöhungen, das zumeist von

Schaubild 13: Strategien in steigendem Zins- und Inflationsumfeld

Strategien	Gründe (Faktoren)?	Strategie/Vermögensklasse?
Spreadprodukte	<ul style="list-style-type: none"> Wachstum (v.a. Schwellenländer) Zinsen (Staatsanleihen vs. Unternehmens-/Hochzinsanleihen) Chancen (Einengung der Risikoprämien) 	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmens-/Hochzinsanleihen Schwellenländeranleihen Inflationsindizierte Anleihen
Aktien und reale Werte	<ul style="list-style-type: none"> Wachstum (auch bei den Unternehmensgewinnen) Inflation (insbesondere Rohstoffe) Aktien (moderate Bewertung, hohe Dividendenrendite) 	<ul style="list-style-type: none"> Aktien (v.a. mit hoher Dividendenrendite) Rohstoffe (v.a. Edelmetalle) REITs (Immobilienaktien)
Asset-Allokation	<ul style="list-style-type: none"> (Extrem-)Risiken in der globalisierten Welt häufiger Aktien (Bewertung von Aktien attraktiver als bei Anleihen) 	<ul style="list-style-type: none"> Advanced-Return-Produkte (z.B. Long-Short Rentenfondslösungen) Multi-Asset-Produkte Risiko-Management-Lösungen

Darstellung: Allianz Global Investors Kapitalmarktanalyse

Die Zinswende am Rentenmarkt bietet Chancen

Wachstum – insbesondere derzeit in den Emerging Markets – und einer abnehmenden Risikoaversion gekennzeichnet ist, profitieren. Auch Wechselkursparitäten könnten sich verschieben und dem Investor zusätzliche Renditechancen eröffnen. Zu den Investmentmöglichkeiten zählen hier u. a. Unternehmensanleihen, Schwellenländeranleihen und Hochzinsanleihen.

Aktien und reale Werte: Die Preise von realen Werten, wie Aktien, Rohstoffen und Immobilien, sind eng verknüpft mit der Entwicklung der Inflationsraten. Geht mit der Inflation eine Konjunkturüberhitzung einher, können Rohstoffe und Aktien von der steigenden Nachfrage zusätzlich profitieren. Gleichzeitig scheinen die Bewertungen von Aktien – gemessen an ihren Kurs-Gewinn-Verhältnissen und den vergleichsweise hohen Dividendenrenditen – moderat zu sein. Zu den realen Werten zählen vor allem Investments in Aktien, Rohstoffe und Immobilien (REITs).

Asset-Allokation: Hohe Staatsschulden, politische Risiken und eine stärker vernetzte globalisierte Welt machen die Märkte anfälliger für (Extrem-)Risiken. Ein effizientes Risiko-Management scheint daher wichtiger denn je. Neben einer Diversifikation über Mischfonds könnten sich auch „Advanced Return Produkte“ als Ergänzung zum Portfolio anbieten. Diese flexiblen Strategien im Anleihen- und im Aktiensegment, die sowohl auf steigende als auch auf fallende Kurse setzen können, haben die Möglichkeit, weitestgehend unabhängig von der Marktentwicklung eine positive Rendite zu erwirtschaften.

Die Zinswende am Rentenmarkt scheint eingeleitet. Eine Wende, auf die der Anleger vorbereitet sein sollte und die ihm gleichzeitig viele Investmentchancen eröffnet.

Dennis Nacken

Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

Analysen & Trends

Megatrend: Wachstumsländer – Emerging Markets

- The Renminbi internationalisation gains momentum
- Wachstumsland China
- China im Jahr 2011 – im Zeichen von Wachstum und Wandel
- Bonds mit Kick aus den Wachstumsländern
- Brasilien: Local Hero – Global Winner
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen
- Globale Investments in einer globalisierten Welt

Zinswende

- Die Zinswende
- Auch 30 Jahre sind einmal vorbei

Knappe Ressourcen

- Richtig investieren in der neuen Normalität – ein Thesenanschlag
- Megatrend: Knappe Ressourcen
- Eco-Trends: Investieren für die Umwelt
- Agrartrends: (Saat-)Gut fürs Depot

bAV – betriebliche Zukunftssicherung

- Zeitwertkonten – innovative Kapitalanlage unter Berücksichtigung der Flexi-II-Vorgaben
- Mittelstands-Studie
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung

PortfolioPraxis

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Wie wir doch noch aus unseren Fehlern lernen können
- 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

- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Wissen: Alpha bis Vola
- Is small beautiful?
- Aktives Management
- Master-KAG
- Branchen im Zyklus
- Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage
- Internet-Guide zur finanziellen Bildung
- Konjunktur
- Ökonomische Indikatoren kompetent nutzen

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
<http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse>

Verpassen Sie auch nicht
unsere Podcasts:
www.allianzgi.de/podcast



Investor's Corner

Wer auf die Zeitenwende und ein Umfeld mit steigenden Zinsen und steigender Inflation vorbereitet sein will, für den könnten sich folgende Investmentfonds anbieten:

Anleihefonds

Unconstrained Bond Fund - G Retail EUR (Hedged) - EUR

ISIN IE00B4YZM796; TER -,-%

Allianz Emerging Markets Bond Fund - A - EUR

ISIN IE0032828273; TER 1,45%²

Allianz Euro High Yield Bond - A - EUR

ISIN LU0482909818; TER: 1,02%²

Allianz PIMCO Convertible Bonds - A - EUR

ISIN DE000A0ND6L9; TER 0,97%¹

Allianz PIMCO Inflationsschutz - A - EUR

ISIN LU0202944186; TER 0,92%

Allianz PIMCO Rendite Plus 2013 - A - EUR

ISIN LU0543727951; TER -,-%

Aktienfonds

Allianz RCM European Equity Dividend - A - EUR

ISIN LU0414045582; TER -,-%²

Allianz Global Equity Dividend - A - EUR

ISIN DE0008471467; TER 1,80%²

Mischfonds

Allianz Horizont Dynamik

ISIN LU0103683248; TER 2,63%²

PIMCO GIS Global Multi-Asset Fund - E Class EUR (Hedged) - EUR

ISIN IE00B4YYY703; TER -,-%¹

Allianz RCM Reale Werte - A - EUR

ISIN DE0009797407; TER -,-%¹

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei Allianz Global Investors. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100% vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

¹ Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilstwerte kann stark erhöht sein.

² Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilstwerte kann erhöht sein.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft. Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unseren bestmöglichen Beurteilungen zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung. Hierbei handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

Kapitalmarktanalyse – unser besonderer Service

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe „Analysen & Trends“ konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In „PortfolioPraxis“ geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten und Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf www.allianzglobalinvestors.de

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als MP3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter www.allianzgi.de/podcast direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als Podcast abonniert werden.

Hans-Jörg Naumer

Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors



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

Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main



AZGI-207220 (5.07.11) Juli 2011

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

