

# Kapitalmarktbrief

## Reale Werte

Angst vor einem möglichen Abrutschen der globalen Wirtschaft in eine zweite Rezession, in Europa bzw. in den USA anhaltende Sorgen um die Schuldenkrise, zunehmender Inflationsdruck seitens der Wachstumsländer – diese Sorgen treiben Anleger um: Wohin mit dem Geld?

**Sorge 1:** Zwar liegen die Frühindikatoren überwiegend noch im expansiven Bereich, scheinen ihren Höhepunkt aber überschritten zu haben. So ist eine zwischenzeitliche Wachstumsabschwächung zu spüren, wenngleich diese teilweise auf temporäre Faktoren zurückzuführen ist (u. a. hoher Ölpreis, Produktionsstörungen in Folge des Erdbebens in Japan). Das Risiko einer ernststen Konjunkturertrübung scheint aber gering: Die Wachstumsländer weisen eine anhaltend hohe Eigendynamik auf, die Unternehmen erfreuen sich einer guten Auftragslage und die Geldpolitik ist in den Industrieländern weiterhin expansiv.

**Sorge 2:** Hinsichtlich der EU-Schuldenproblematik haben sich die Staats- und Regierungschefs der Euroländer auf ein neues Stützungspaket geeinigt. Der Kommentar in Kürze: Griechenland kann durchatmen. Die Finanzmärkte auch. Die Finanzierungskosten durch den EFSF<sup>1</sup> sinken, die Laufzeiten werden verlängert, private Gläubiger werden sich freiwillig einbringen. Der Risikoherd wurde somit eingegrenzt, das sollte stabilisierend auf die Märkte wirken. Der Schuldenabbau bleibt jedoch mittel- bis langfristig auf der Agenda – das Gleiche gilt auch für die USA.

**Sorge 3:** In den großen Industriestaaten wurde Wachstum künstlich mit Schulden erkaufte – das ist „irreales“ und nicht nachhaltiges Wachstum. Diese Problematik dürfte sich auch auf dem



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

Wachstum, Schulden, Inflation – es geht um „reale Werte“

<sup>1</sup> EFSF = European Financial Stability Facility/Europäische Finanzstabilisierungsfazilität

| Stand: 29.7.2011       |        |                    |      |
|------------------------|--------|--------------------|------|
| <b>Aktienindizes</b>   |        | <b>Zinsen in %</b> |      |
| DAX                    | 7.159  | USA 3 Monate       | 0,26 |
| Euro Stoxx 50          | 2.692  | 2 Jahre            | 0,42 |
| S&P 500                | 1.292  | 10 Jahre           | 2,95 |
| Nasdaq                 | 2.756  | EWU 3 Monate       | 1,61 |
| Nikkei 225             | 9.965  | 2 Jahre            | 1,25 |
| Hang Seng              | 22.440 | 10 Jahre           | 2,63 |
| <b>Währungen</b>       |        | Japan 3 Monate     | 0,34 |
| USD/EUR                | 1,426  | 2 Jahre            | 0,15 |
| <b>Rohstoffe</b>       |        | 10 Jahre           | 1,08 |
| Öl (Brent, USD/Barrel) | 117,5  |                    |      |

**Neue Publikationen**

**Chinas neue Epoche des Wachstums**

**Kapitalmarktbarometer**

Rentenfonds **Aktienfonds**

Mit Verabschiedung des neuen Fünfjahresplans durch Chinas Volkskongress scheint der Weg für eine Neuausrichtung Chinas geebnet worden zu sein. Doch was bedeutet diese strukturelle Veränderung für Investoren? Und lassen sich daraus strategische (Investment-) Möglichkeiten ableiten? Lesen Sie mehr in der aktuellen Publikation der Kapitalmarktanalyse.

<http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse>

Anleihemarkt bemerkbar machen: steigende Renditen in Folge des hohen Refinanzierungsbedarfs. Hinzu kommen steigende Inflationsgefahren, vor allem aus den Wachstumsländern – keine guten Rahmenbedingungen. Bei den aktuell niedrigen Nominalrenditen bleibt den Anleiheinvestoren real ohnehin nicht mehr viel. – Das rückt „reale Werte“ in den Mittelpunkt.

Dabei sollten sich Anleger auf der Suche nach „realen Werten“ eher an den Bewertungen der Aktienmärkte orientieren. Denn diese sind im Vergleich zu Anleihen attraktiv. Zudem stimmt die Berichtssaison für das zweite Quartal 2011 zuversichtlich – 74% der US-Unternehmen konnten die Markterwartungen übertreffen. Und: Die Investoren scheinen aktuell stark zurückhaltend zu sein, oft ein guter Kontraindikator für „reale Werte“.

Wachstum, Schulden, Inflation – es geht um „reale Werte“, meint Ihr

Stefan Scheurer



## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Trotz nachlassender Frühindikatoren scheint der globale konjunkturelle Grundtrend weiter aufwärts gerichtet zu sein, so dass ein erneutes Abrutschen der globalen Wirtschaft in eine zweite Rezession als wenig wahrscheinlich erscheint.
- Das neue EU-Rettungspaket dürfte zudem für Rückenwind an den Kapitalmärkten sorgen, wenngleich die Sorgen um die USA und deren Verschuldung die Erleichterung nach dem Euro-Gipfel verdrängen.
- Künstlich geschaffenes Wachstum generiert durch Schulden sowie steigende Inflationsgefahren – keine guten Rahmenbedingungen für Anleiheinvestoren.
- Trotz anhaltender Unsicherheit empfiehlt sich eine leichte Übergewichtung von Aktien. Gründe: unter anderem die attraktive Bewertung von Aktien gegenüber Anleihen sowie ein zuversichtlicher Verlauf der Berichtssaison zum zweiten Quartal.

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

#### Europa

- Die Ergebnisse des EU-Sondergipfels zur Einigung über die Schuldenkrise in Europa könnten sich kurz- bis mittelfristig positiv auf die Anlageregion Europa auswirken.
- Die Peripherie-Staaten dürften allerdings, u. a. durch die quartalsweise Prüfung der Staatsfinanzen, ein potenzieller Belastungsfaktor bleiben.
- Während viele EU-Staaten eine hohe Schuldenlast tragen, haben sich die Bilanzrelationen europäischer Unternehmen in den letzten Jahren deutlich verbessert.
- Sowohl relativ (gegenüber dem Weltaktienmarkt) als auch absolut betrachtet erscheinen die Bewertungen europäischer Aktien attraktiv.

#### Deutschland

- Zwar scheinen Frühindikatoren wie der ifo- oder ZEW-Index eine leichte konjunkturelle Abkühlung zu signalisieren, der Auftragseingang in der Industrie sowie die zuletzt stark gestiegenen Exporte bestätigen jedoch, dass Deutschland die Wachstumslokomotive innerhalb Europas ist.
- Die Verbraucherpreise stiegen zuletzt um 2,3% gegenüber Vorjahr, doch der Stimmung unter den Verbrauchern tut das keinen Abbruch.
- Mit Blick auf die unverändert attraktiven Bewertungen scheint eine Übergewichtung deutscher Aktien im europäischen Kontext ratsam.

#### USA

- Die US-Wirtschaft spürt Gegenwind von diversen Seiten: Neben Frühindikatoren, die unverändert auf eine Abkühlung der US-Wirtschaft hindeuten, stellte sich auf dem US-Arbeits- und Immobilienmarkt noch keine Entspannung ein.
- Äußerungen von US-Notenbankchef Bernanke gaben erste Hinweise, wonach sich bei einer anhaltend schwachen Wirt-

schaftsentwicklung der USA die Notwendigkeit zu weiteren geldpolitischen Stimulierungsmaßnahmen ergeben könnte.

- Selbst nach einer Lösung über die Anhebung der Schulden-grenze bliebe das Schuldenproblem bestehen, was auch das Wachstum belasten dürfte.
- Aufgrund des eher defensiven Branchenprofils könnte der US-Aktienmarkt derzeit seine Qualitäten ausspielen. Aber angesichts der im historischen Vergleich überdurchschnittlichen Bewertung drängt sich eine Übergewichtung der Region nicht auf.

#### Japan

- Die Aufbauarbeiten nach der Nuklearkatastrophe scheinen voranzukommen. Die Industrieproduktion konnte den zweiten Monat in Folge zulegen und stieg um 5,7% gegenüber Vormonat.
- Auch die japanische Stimmungslage scheint sich zu wenden. Der Tankan-Bericht drehte im Juli zum ersten Mal seit dem Erdbeben im März wieder ins Positive.
- Den dortigen Kapitalmarkt, als stark zyklisch geprägten Aktienmarkt (hoher Exportanteil der Unternehmen), könnte eine konjunkturelle globale Abschwächung stärker belasten. So empfiehlt sich trotz der niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnisse japanischer Aktien eine neutrale Haltung.

#### Wachstumsländer

- Die geldpolitischen Straffungsmaßnahmen in vielen Wachstumsländern zeigen ihre Wirkung. So schwächten sich die Einkaufsmangerindizes u. a. in Brasilien, China und Mexiko weiter ab.
- Dennoch liegen die Frühindikatoren größtenteils nach wie vor im expansiven Bereich und auch die Geldpolitik wirkt mit Blick auf die zumeist negativen Realzinsen unterstützend.
- Während das Bewertungsniveau für Wachstumsländer gemischte Signale gibt – erhöhte Bewertungen in Asien, teilweise günstige Bewertung z. B. in Osteuropa –, sollten die Aktienmärkte sowohl durch die lokal oft negativen Realzinsen als auch durch die laxen Geldpolitik in den Industrieländern unterstützt bleiben.

## China

- Im Reich der Mitte wächst die Wirtschaft weiter ungebremst. Das Bruttoinlandsprodukt erhöhte sich im zweiten Quartal um 9,5% gegenüber Vorjahr, obwohl der (vorläufige) Einkaufsmangerindex für Juli mit 48,9 erstmals seit März 2009 unter die Marke von 50 Punkten (expansive Schwelle) fiel.
- Chinas Inflation stieg im Juni um 6,4% gegenüber Vorjahr und markierte nach sechs Anstiegen in Folge auch ein neues 3-Jahres-Hoch. Treiber waren, wie auch schon in den Monaten zuvor, die steigenden Lebensmittelpreise.
- Somit erhöhte die chinesische Notenbank abermals sowohl ihren Leitzins als auch ihren Einlagenzinssatz, um den inflationären Tendenzen im Land zu begegnen.
- Sollte es jedoch gelingen, die Inflation in Zaum zu halten, könnte dies das Ende des Zinserhöhungszyklus markieren, was sich schließlich positiv auf den chinesischen Aktienmarkt auswirken könnte. Eine Übergewichtung Chinas innerhalb des Segments der Wachstumsländer scheint daher empfehlenswert.

## Investmentthema: „Small Caps“ – Nebenwerte

- Nebenwerte profitieren stark von zyklischen Aufschwungbewegungen, was sich auch in höheren Unternehmensgewinnen niederschlägt.
- Zudem steigt die Übernahme-Euphorie bei den Unternehmen auf der Suche nach weiterem Wachstum. Davon dürfte insbesondere das Marktsegment der kleinen und mittelgroßen Unternehmen profitieren.
- Und für das knappe Gut „Wachstum“ wird von Seiten der Käufer in der Regel eine Prämie bezahlt.

## Euro Renten

- Trotz der Einigung über neue Rettungsmaßnahmen für Griechenland und weitere EU-Staaten im Zuge des EU-Sondergipfels, scheinen die G-3-Staatsanleihen ein skeptischeres Konjunkturszenario einzupreisen als wir es für wahrscheinlich halten.
- Staatsanleihen aus der europäischen Peripherie erscheinen unterbewertet. Während die jüngsten Entwicklungen in der EU-Schuldenkrise für eine leichte Entspannung sorgen dürften, wird das Thema durch die quartalsweise Prüfung der Staatsfinanzen präsent bleiben.
- Neben einer Verkürzung der Duration scheint es ratsam, auf flexible Anleihestrategien zu setzen, die von steigenden Zinsen profitieren können. Denn mittelfristig dürften eher geringe reale Erträge mit Staatsanleihen zu erwarten sein.

## Renten International

- Die konjunkturellen Abkühlungstendenzen, die anhaltend expansive Geldpolitik der US-Notenbank und die Verschärfung

der Euroland-Fiskalkrise haben in den letzten Wochen zu fallenden Renditen bei US-Treasuries geführt.

- Jedoch sprechen die leichte Entspannung in der EU-Schuldenkrise in Folge des EU-Sondergipfels, der Wegfall der quantitativen geldpolitischen Maßnahmen („QE2“) in den USA sowie die ambitionierte Bewertung von US-Staatsanleihen (historisch niedrige Realzinsen) für wieder steigende Renditen.
- In der Summe dürften somit die Kurse amerikanischer Anleihen mittelfristig unter Druck geraten, so dass sich eine Verkürzung der Duration empfiehlt.

## Renten Emerging Markets

- Der Zinserhöhungszyklus der Notenbanken ist in den Schwellenländern bereits deutlich weiter vorangeschritten als in den Industriestaaten. So erscheinen die Renditen von Anleihen aus Schwellenländern attraktiver als die historisch niedrigen Renditen in reiferen Märkten.
- Während die Industrieländer mit steigenden Staatsschulden kämpfen, sind viele Schwellenländer in der Lage, ihre Verschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt abzubauen.
- Es empfiehlt sich daher, vor allem ein Engagement in lokalen Währungen in Betracht zu ziehen. Diese Währungen stehen unter weiterem Aufwertungsverdacht.

## Unternehmensanleihen

- Die gute Liquiditätsausstattung sowie die tendenziell auch im kommenden Jahr konservative Finanzpolitik der Unternehmen stellen ein weiterhin freundliches Umfeld für Unternehmensanleihen dar.
- Unternehmensanleihen sind zwar nicht mehr unterbewertet, sollten in einem Umfeld moderaten Wachstums und hoher Barmittelüberschüsse aber weiterhin etwas besser abschneiden als Staatsanleihen.
- Innerhalb des Segments kann sich eine Übergewichtung von Hochzinsanleihen empfehlen, die über attraktive Renditen verfügen.

## Währungen

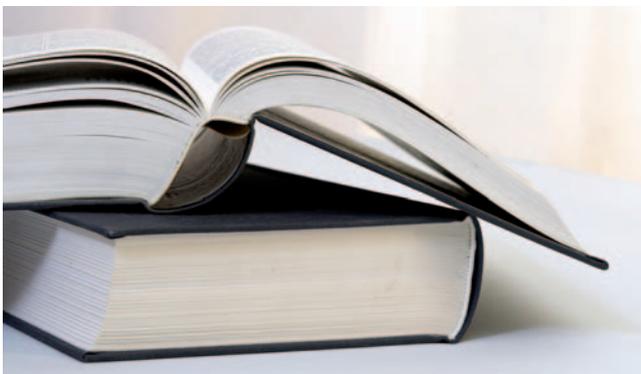
- Die gestiegenen EZB-Leitzinserwartungen sowie die positiven Nachrichten zur Schuldenkrise in Europa haben zu einer Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar beigetragen.
- Die mangelnde Budgetkonsolidierung in den USA sowie negative Kommentare der Ratingagenturen zur US-Fiskalpolitik belasteten den US-Dollar. Auf mittlere Sicht sollte der US-Dollar gegenüber dem Euro an Stärke gewinnen. Ein Grund dafür ist die Einengung der Zinsdifferenz zum Euro, sobald die Fed mit ihrem Zinserhöhungszyklus beginnt.
- Abseits des Währungspaares Euro/US-Dollar werteten die Währungen der Wachstumsländer weiter auf. So stieg u. a. der chinesische Renminbi gegenüber dem US-Dollar auf ein neues Rekordhoch von 6,46.

# Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

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

| Analysen & Trends<br>Thema:                         | Titel:   |
|---|--|
| Megatrend:<br>Wachstumsländer –<br>Emerging Markets | Chinas neue Epoche des Wachstums<br>Wachstumsland China<br>China im Jahr 2011 – im Zeichen von Wachstum und Wandel<br>Bonds mit Kick aus den Wachstumsländern<br>Brasilien: Local Hero – Global Winner<br>Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts<br>Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen<br>Globale Investments in einer globalisierten Welt |
| Zinswende   | Die Zinswende<br>Auch 30 Jahre sind einmal vorbei  |
| Knappe Ressourcen                                   | Megatrend: Knappe Ressourcen<br>Eco-Trends: Investieren für die Umwelt<br>Agrartrends: (Saat-) Gut fürs Depot  |
| bAV - Betriebliche<br>Zukunftssicherung             | Zeitwertkonten<br>Mittelstandsstudie<br>Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und<br>Versorgungsverpflichtungen<br>Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung  |

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



## Impressum

**Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH**  
 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)