

Kapitalmarktbrief

Die Grenzen des Wachstums ...

... hatte der Club of Rome Anfang der 1970er Jahre ausgerufen. Kaum eine Prognose, die unzutreffender gewesen wäre. Auch jetzt werden wieder, wenn auch aus konjunktureller und damit deutlich kurzfristigerer Sicht, die Grenzen des Wachstums ausgelotet. Die Daten der letzten Wochen fallen jedenfalls unbefriedigend aus: kaum ein Konjunkturindikator, der nicht schwächer hereinkam und dann auch noch hinter den ohnehin schon moderaten Erwartungen zurück blieb. Dazu unverändert Anzeichen von Nervosität, die sich zum Beispiel in wieder gestiegenen Risikoprämien bei US-Hypothekenanleihen ausdrücken. Der iTraxx-Europe für den Finanzsektor ist auf ein neues Krisenniveau geklettert, welches den Krisenhöhepunkt im ersten Quartal 2008 übertrifft. Gleichzeitig sind die CDS-Prämien für deutsche Staatsanleihen weiter deutlich gestiegen¹. Ein Warnsignal in Richtung Bonitätserwartungen des Marktes. Die EU-Schuldenkrise fordert ihren Tribut.

Zugegeben, die Risiken sind gestiegen. Aber die Chancen, dass es sich nur um eine Zwischenlandung und nicht um einen Absturz der Konjunktur handelt, stehen immer noch gut: Die Wachstumskraft der Emerging Markets und die lockeren Zinszügel bei historisch niedrigen Realzinsen sprechen dafür, der gesunkene Ölpreis entlastet und die soliden Cashflows sowie geringen Verschuldungsquoten der Unternehmen lassen Investitionen weiter zu. Der aktuelle Einbruch der konjunkturellen Stimmungsindikatoren dürfte zuletzt auch eine Reaktion auf die starke Korrektur



Hans-Jörg Naumer
Leiter Kapitalmarktanalyse
von Allianz Global Investors

Die Stimmungsindikatoren dürften die Konjunkturverlangsamung überzeichnen.

¹ „CDS“ steht für „Credit Default Swaps“. Diese geben die Absicherungskosten für die ihnen unterliegenden Wertpapiere wider. „iTraxx“ steht für eine Familie an Indizes, welche die Entwicklung an den CDS-Märkten abbilden.

Stand: 29.8.2011

Aktienindizes		Zinsen in%	
DAX	5.670	USA 3 Monate	0,32
Euro Stoxx 50	2.253	2 Jahre	0,20
S&P 500	1.210	10 Jahre	2,19
Nasdaq	2.562	EWU 3 Monate	1,54
Nikkei 225	8.851	2 Jahre	0,64
Hang Seng	19.865	10 Jahre	2,13
Währungen		Japan 3 Monate	0,34
USD/EUR	1,449	2 Jahre	0,13
Rohstoffe		10 Jahre	1,05
Öl (Brent, USD/Barrel)	112,6		

Neue Publikationen

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds Aktienfonds

„Entscheidende Einblicke“ in eine Welt im Wandel gibt unsere jüngste Studie, die auch als **Podcast** erhältlich ist.

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

der Aktienmärkte gewesen sein und scheint die tatsächliche Konjunkturverlangsamung zu überzeichnen. Die „harten“ Aktivitätsdaten, wie zum Beispiel die Auftragseingänge, spiegeln die gestiegenen Rezessionsängste nicht wider. Auch begannen die „Überraschungsindikatoren“ für die USA und Japan zu drehen. Diese geben die Diskrepanz zwischen der tatsächlichen Entwicklung und den Erwartungen der Analysten wider. Die Grenzen des Wachstums werden durch den Schuldenabbau der Industriestaaten wohl schneller erreicht, aber es sollte noch Wachstum geben.

Reales Renditewachstum wünscht Ihnen

Hans-Jörg Naumer

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen nehmen die Aktienmärkte bereits einen Konjunktur- und Gewinnrückgang vorweg. Relativ zu Staatsanleihen sind sie geradezu als billig zu bezeichnen, wenngleich sich hier auch regionale Unterschiede auf tun.
- Sorgen um Konjunktur und (EU-)Schuldenkrise prägen das Bild und schlagen offensichtlich auch bei den realökonomischen Stimmungsindikatoren durch. Da der Pessimismus schon sehr weit verbreitet zu sein scheint, schafft dies Raum für positive Überraschungen.
- Die mittel-/längerfristige Perspektive spricht für Aktien. Wegen der aktuell bestehenden Unsicherheiten, nicht zuletzt auch über den Fortgang der Schuldenkrise, empfiehlt sich jedoch eine noch neutrale Gewichtung zwischen Aktien und Anleihen.

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

Deutschland

- Die jüngsten Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) wurden durch Sonderfaktoren geprägt, welche das Wachstum unterzeichneten.
- Besonders die robuste Auftragslage unterstreicht, dass die Wirtschaft mehr Schwung hat als die jüngste BIP-Zahl erwarten lässt.
- In den Kurs-Gewinn-Verhältnissen auf Basis der für die nächsten 12 Monate erwarteten Gewinne scheint ein deutlicher Gewinnrückgang bereits eingepreist zu sein. Dabei stehen die Zeichen gut, dass es nicht zu diesem erwarteten Rückgang kommt.
- Das Kurs-Buchwert-Verhältnis hat sich der eins angenähert.

Europa

- In der Eurozone ist trotz einer leichten Abkühlung mit weiterhin robustem Wachstum in den Kernländern zu rechnen, während die Peripherieländer ein potenzieller Belastungsfaktor bleiben.
- Die Schuldenkrise ist noch nicht ausgestanden, aber die politische Solidarität scheint unverändert stabil zu sein. Das lässt keinen „harten“ Zahlungsausfall einzelner Staaten erwarten.
- Bewertungsseitig sind europäische Aktien gegenüber US-amerikanischen im Vorteil, allerdings ist dort das Revisionsmomentum bei den Gewinnerwartungen wieder freundlicher geworden

USA

- Der Rückgang der jüngsten konjunkturellen Stimmungsindikatoren dürfte hauptsächlich eine Reaktion auf die starke Korrektur der Aktienmärkte darstellen und die tatsächliche Konjunkturverlangsamung überzeichnen.
- Die starken Industrie- und Autoproduktionszahlen in den USA im Juli 2011 deuten nicht auf eine erneute Rezession hin.
- US-Aktien sollten trotz höherer Bewertung nicht untergewichtet werden, vor allem aufgrund des defensiven Charakters des amerikanischen Aktienmarktes.

Japan

- Die japanischen Konjunkturdaten deuten auf eine mustergültige Erholung der Wirtschaft von dem verheerenden Erdbeben im Frühjahr hin.
- Notwendige Wiederaufbauaktivitäten sollten die japanische Konjunktur zusätzlich stützen.
- Der starke Yen dürfte allerdings die exportorientierten Firmen weiter belasten.

Emerging Markets

- Nach der Korrektur erscheint die Bewertung der Schwellenländer auf vernünftigen Niveaus.
- Aus globaler Sicht bleiben die Emerging Markets trotz des aktuell nachlassenden Wachstumsmomentums in den kommenden Jahren die wesentliche Stütze der Weltwirtschaft.
- Auf Grund der geringeren Verschuldungsgrade und höheren Leitzinsniveaus besteht in diesen Ländern im Falle einer deutlichen Konjunkturverlangsamung genügend Spielraum für geld- und fiskalpolitische Unterstützungsmaßnahmen.
- Allerdings ist das Konjunkturbild in den einzelnen Ländern sehr heterogen. Osteuropa zeigt sich im Vergleich zu den anderen Emerging-Markets-Regionen relativ schwächer und anfälliger für Schocks. Das Produktivitätswachstum ist niedriger, das Verschuldungsniveau höher.

China

- Der Trend zu leicht moderateren Wachstumsraten der chinesischen Wirtschaft sollte auch in der zweiten Jahreshälfte anhalten. Im Gesamtjahr 2011 dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt um 9,3% zulegen, nach einem Anstieg um 9,6% in den ersten sechs Monaten. Der Einkaufsmanagerindex hat zwar nachgelassen, liegt aber immer noch im expansiven Bereich.
- Damit hat China unverändert das Luxusproblem, ein für die Rückkehr zu mehr Preisstabilität zu starkes Wachstum geldpolitisch bremsen zu müssen.

- Allerdings lässt das verlangsamte Kreditwachstum erwarten, dass der geldpolitische Handlungsdruck während der nächsten Monate nachlassen wird.

Branchen

- Nach der jüngsten Kurskorrektur sollten bei der Branchenallokation die zyklischen Sektoren stärker betont werden. Rohstoff- und Energieaktien erscheinen als besonders interessant. Diese Sektoren besitzen angesichts hoher Rohstoffkosten die besten Preisüberwälzungsspielräume und dürften von dem Aufholrend der Wachstumsländer weiter profitieren.
- Da die Konjunktursorgen, welche diesen Sektoren besonders zu schaffen machten, insgesamt als zu weit gelaufen erscheinen, dürften diese Sektoren bei einer Erholungsbewegung auch die größten Erholungschancen haben.

Investmentthema: Dividenden

- Das Niedrigzinsumfeld bei gleichzeitig niedrigen Aktienquoten sollte vor allem institutionelle Investoren unter Druck setzen, Alternativen zum Rentensegment zu suchen.
- Dabei führt an der Aktie kaum ein Weg vorbei – vor allem nicht an Dividendenstrategien, die den Vorteil höherer Ausschüttungen mit sich bringen.
- Wie eine Studie von Allianz GI Capital für den breiten amerikanischen Aktienmarkt zeigt, wiesen Aktien mit gleichbleibenden oder steigenden Dividendenausschüttungen historisch gerade in einem höher inflationären Umfeld eine „Outperformance“ auf.
- Auch zeigt sich an Hand des S&P 500, dass Dividenden gerade in Zeitphasen wie den 1930er Jahren und dem ersten Jahrzehnt dieses Jahrtausends die aus Kursschwankungen resultierenden Verluste über das jeweilige Jahrzehnt zumindest zu einem größeren Teil aufwiegen konnten.

Euro Renten

- Im Geldmarkt sind nach der jüngsten „Flucht in Qualität“ Zinssenkungen von bis zu 0,5 % per Mitte 2012 eingepreist. Je stärker es bei der aktuellen Schuldenkrise zu einer Beruhigung kommt, desto stärker sollte der Geldmarkt von diesen Erwartungen wieder abrücken.
- Die längerfristigen Realrenditen bewegen sich nahe ihrer historischen Tiefstände. Das Realzinsniveau hat sich damit von dem makroökonomischen Umfeld zunehmend entkoppelt.
- Die Marktpflegemaßnahmen der Zentralbanken und die anhaltend lockeren Geldpolitiken lassen erwarten, dass die Renditen längerer Laufzeiten unter dem – in Anbetracht von Wachstum und Preisentwicklung eigentlich – zu erwartenden Zinsniveau bleiben. Das Zinsänderungsrisiko besteht aber fort, was das Augenmerk auf die kürzeren und mittleren Laufzeiten richtet.

Renten International

- Mit dem klaren Fokus auf Konjunktur und Arbeitsmarkt bei gleichzeitigem Ausblenden von Inflationsrisiken hat die

US-Notenbank Fed die Gewichtung ihrer dualen Zielfunktion weiter verschoben: weg von der Preisstabilität, hin zur Konjunktursteuerung.

- Negative Realrenditen in Kombination mit der geldpolitischen Reflationierungspolitik bieten den Nährboden für eine „finanzielle Repression“: Das Realzinsniveau bleibt niedrig, die Anleger verlieren durch die Inflation an Kaufkraft.

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.

Unternehmensanleihen

- Die gute Liquiditätsausstattung sowie die tendenziell auch im kommenden Jahr konservative Finanzpolitik der Unternehmen sollten weiter ein für Unternehmensanleihen freundliches Umfeld darstellen.
- Der Trend zu geringerer Verschuldung ist sowohl im Finanzsektor aber auch über diesen Sektor hinaus intakt.
- M&A-Aktivitäten und ein aktionärfreundliches Verhalten sollten zwar an Bedeutung gewinnen, aber für das Gesamtsegment nicht belastend wirken. In den nächsten Monaten dürften jedoch Belastungen von den Konjunkturdaten ausgehen.
- Bewertungsseitig werden Unternehmensanleihen weiter gut gestützt.
- Unterstützt wird das Segment durch eine rückläufige Entwicklung der impliziten Ausfallraten.

Währungen

- Empfehlenswert ist eine neutrale Position des Euro gegenüber dem US-Dollar: Zwar macht das Versprechen der Fed, die Zinsen bis 2013 nahe bei null zu lassen, den Dollar zinsseitig wenig attraktiv, aber auf dem Euro lastet weiter die Schuldenkrise.
- Der Yen ist überbewertet. Eine Normalisierung wird jedoch vermutlich sehr lange auf sich warten lassen, da die Niedrigzinspolitik der Fed die Zinsdifferenz nicht wesentlich zugunsten des Dollars verschieben dürfte. Außerdem sollte die Bereitschaft zu mehr quantitativer Lockerung in den USA so hoch eingeschätzt werden wie in Japan.
- Strukturell sollten die Währungen von Schwellenländern gegenüber G-3-Währungen aufwerten. Produktivitätsgewinne und hohes Wachstum sind hier die wichtigsten Gründe. Kurzfristig empfiehlt sich, das Risiko des Abzugs von in Schwellenländern investiertem Kapital zu berücksichtigen, falls die Risikoaversion hoch bleibt.

Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

Verpassen Sie auch nicht unsere Podcasts:
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



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