

# Kapitalmarktbrief

## Volatilität auf Abwegen?

Die Volatilitäten an den Aktienmärkten befinden sich aktuell in einem neuen Tief. Ob dies ein Zeichen des Vertrauens in die Märkte oder ein Indiz für Nachlässigkeit ist, lässt sich auf den ersten Blick schwer beantworten. So stehen vertrauensbildenden Entwicklungen einige Risiken gegenüber, die aber derzeit von den Marktteilnehmern eher vernachlässigt werden.

Zu den positiven Treibern zählten in den letzten Wochen vielfach besser als erwartete Konjunkturindikatoren. Beispielsweise stieg der ZEW-Index für die Eurozone auf ein 4-Jahres-Hoch. Die Leistungsbilanz Europas kletterte in den ersten neun Monaten mit einem kumulierten Überschuss von 130 Mrd. Euro auf ein neues Rekordniveau und der US-Einzelhandel entwickelte sich besser als erwartet. Die Hoffnung der Investoren, die Gewinne der Unternehmen könnten nun den vorseilenden Kursen nachlaufen, scheint berechtigt. Das wäre auch wichtig, denn der jüngste Kursanstieg der weltweiten Leitindizes speiste sich zu 70 bis 90 Prozent aus einer Bewertungsexpansion (gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis).

Für wieder aufkommende Volatilität könnten Risiken sorgen, die derzeit in den Hintergrund geraten sind. Zum einen verdeutlichen die November-Zahlen zum chinesischen Immobilienmarkt, dass sich hier – im Gegensatz zu dessen Aktienmarkt – möglicherweise eine Blase aufbaut. Nicht nur die Preise sind in 69 von 70 Städten bis zu 27 % seit Jahresanfang gestiegen, sondern auch die in Bau befindlichen Immobilien übersteigen die fertigen Neubauten mittlerweile um das Neunfache. Das gefeierte Reformpaket der kommunistischen Partei Chinas hat unserer Meinung nach zudem das eigentliche Problem zu hoher Verschuldungen der



**Dennis Nacken**  
Vice President,  
Capital Markets &  
Thematic Research  
Allianz Global Investors

„Notenbank-Put“  
scheint Risiko an den  
Börsen zu begrenzen.

Stand: 29.11.13				
<b>Aktienindizes</b>		<b>Zinsen in%</b>		
DAX	9.405	USA	3 Monate	0,24
Euro Stoxx 50	3.081		2 Jahre	0,27
S&P 500	1.806		10 Jahre	2,74
Nasdaq	4.060	EWU	3 Monate	0,24
Nikkei 225	15.655		2 Jahre	0,11
Hang Seng	24.039		10 Jahre	1,70
<b>Währungen</b>		Japan	3 Monate	0,22
USD/EUR	1,354		2 Jahre	0,06
<b>Rohstoffe</b>			10 Jahre	0,62
Öl (Brent, USD/Barrel)	111,2			

## Neue Publikationen

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds Aktienfonds

Smart Risk mit Multi-Asset-Lösungen

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

privaten Unternehmen nur ungenügend adressiert. Ein Thema, das auch für Staatsschulden in den Industriestaaten gilt, wo der nachlassende Reformdruck zum Schuldenabbau nicht unkritisch betrachtet werden darf.

Die niedrigen Schwankungserwartungen der Marktteilnehmer können aber auch als „Notenbanken-Put“ angesehen werden. Sollte es zu Turbulenzen kommen, rechnen Investoren mit einem Einspringen der Notenbanken – das Risiko an den Börsen scheint begrenzt.

In der Summe sind Liquidität und Hoffnung die Haupttreiber der Märkte. Der Konjunktur und den Gewinnen vorauslaufende Märkte sind sicher nicht ungewöhnlich – wichtig ist nur, dass die Realität hinterher kommt, sonst könnten Gewinnmitnahmen zum Jahresende eventuell für Volatilität sorgen.

Eine volatilitätsarme Zeit wünscht Ihnen Ihr

Dennis Nacken

**Allianz**   
Global Investors

## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Globale Konjunkturindikatoren sind vielfach unverändert positiv gerichtet. Insbesondere Europa scheint sich langsam aus seinem Rezessionstal herauszubewegen.
- Nun müssen die Unternehmensgewinne den Kursen folgen, damit die jüngsten Bewertungsexpansionen der Aktienindizes gerechtfertigt sind.
- Liquidität und Hoffnung dürften chancenorientierten Vermögensklassen unverändert helfen, zumal die Notenbanken bei Turbulenzen sehr wahrscheinlich einsatzbereit stehen.
- Vor diesem Hintergrund sollten Rücksetzer bei risikobehafteten Vermögensklassen zur Aufstockung von Positionen genutzt werden, auch wenn die Volatilität wohl weiterhin unser ständiger Begleiter sein dürfte.

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

#### Deutschland

- Das Ifo-Geschäftsklima hatte im November auf der positiven Seite überrascht: Die Beurteilung der aktuellen Lage verbesserte sich von 111,3 auf 112,2 Punkte und die Erwartungskomponente stieg von 103,6 auf 106,3. Zusammen mit den Daten zu den Einkaufsmanagerindizes ist das konjunkturelle Erholungsszenario für Deutschland nach wie vor intakt.
- Der Konjunkturmotor läuft auf mehreren Zylindern und war dank eines robusten Arbeitsmarktes zuletzt von privatem Konsum und Bau getragen. Die leicht verbesserten Wachstumsaussichten für die europäischen Peripherieländer und die Schwellenländer sollten zudem der deutschen Exportindustrie helfen.
- Auch wenn die Bewertungen für den deutschen Aktienmarkt mittlerweile im europäischen Vergleich höher sind, spricht die Zyklicität des Marktes unverändert für eine Übergewichtung.

#### Europa

- Das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone für das 3. Quartal – mit einem Plus von 0,1 % gegenüber Vorquartal – bestätigte die Erwartungen eines langsamen, aber dennoch positiven Wachstums.
- Hervorzuheben ist auch die Leistungsbilanz Europas, die in den ersten neun Monaten mit einem kumulierten Überschuss von 130 Mrd. Euro auf ein neues Rekordniveau gestiegen ist.
- Mit Blick auf den sich langsam abschwächenden fiskalischen Gegenwind und die Entspannung im Finanzsektor könnte der positive Wachstumstrend zum Jahreswechsel eventuell sogar weiter zunehmen.
- Angesichts der zyklischen Erholung und der vergleichsweise moderaten Bewertungen (historisch wie auch regional) kann sich eine Übergewichtung europäischer Titel empfehlen.

#### USA

- Der Einkaufsmanagerindex für das amerikanische Gewerbe (Markit-PMI) ist im November überraschend stark von 51,8 auf 54,3 Zähler geklettert. Die Erlöskomponente machte einen Sprung von 50,6 auf 57,1 Punkte und die Auftragskomponente von 52,7 auf 54,9.
- Auch der Arbeitsmarkt zeigte sich verbessert, wengleich der Rückgang der US-Arbeitslosenquote überwiegend durch die Abnahme arbeitssuchender Amerikaner (Partizipationsrate) geprägt war.

- Der Spielraum für eine weitere Verzögerung der geldpolitischen Straffung („Tapering“) bis ins Frühjahr nächsten Jahres scheint daher wahrscheinlich.
- Die erneute US-Haushaltsdebatte, die bis Mitte Januar 2014 gelöst sein muss, könnte jedoch für Volatilität sorgen – zumal die vergleichsweise hohe Bewertung, gemessen am Shiller-KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis), die Gefahr von Gewinnmitnahmen eröffnet.

#### Japan

- Das japanische Bruttoinlandsprodukt für das dritte Quartal wurde im Rahmen der Erwartungen berichtet, die Hauptbeiträge lieferten Staatsausgaben (+6,5%) und privater Hausbau (+2,7%). Negativ schlugen die Exporte zu Buche (-0,6%). Damit schwächt sich insgesamt das Wachstum ab und verstärkt den Druck auf die Regierung, insbesondere Investitionen der Unternehmen anzuschieben.
- Bei den geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen sollten allerdings strukturelle Reformen nicht vernachlässigt werden, die für einen nachhaltigeren Aufschwung und den langfristigen Schuldenabbau Japans elementar sind.
- Ohne Fortschritte bei Strukturreformen ist das Experiment „Abenomics“ kritisch zu betrachten, sodass die Aktien des Inselreichs bestenfalls für eine taktische, nicht aber für eine strategische Positionierung interessant erscheinen.

#### Emerging Markets

- Das Reformpaket der kommunistischen Partei Chinas setzt auf eine weitere Liberalisierung der Märkte bzw. den Preismechanismus, damit Angebot und Nachfrage – nicht nur auf den Kapitalmärkten – effizienter zum Ausgleich gebracht werden.
- Zwar scheint die Gefahr der Fehlallokation von Ressourcen und Kapital zukünftig geringer, doch dürfte das eigentliche Problem der zu hohen Verschuldungen der privaten Unternehmen in China nur ungenügend adressiert sein.
- Dennoch sollte das Reformmomentum dem chinesischen Aktienmarkt Rückenwind geben, zumal in den Schwellenländern zuletzt die geringste Bewertungsexpansion zu beobachten war.
- Die aufstrebenden Staaten bleiben weiterhin strukturelle Wachstumstreiber und somit langfristig interessant für eine Neubewertungsphase, wengleich nachlassender Kapitalzufluss sowie steigende Zinsen kurzfristig für neue Volatilität sorgen könnten.

## Branchen

- Zusammen mit freundlichen Frühindikatoren sendet die steile US-Zinsstrukturkurve ein taktisches Signal für zyklische Sektoren aus.
- Eine Übergewichtung von zyklischen Sektoren, wie z. B. Technologiewerte oder (zyklische) Konsumtitel, erscheint empfehlenswert. Auch Finanzwerte dürften von der steilen Zinsstrukturkurve profitieren.
- Unternehmen mit stabil hohen Dividendenausschüttungen bzw. mit Aussicht auf Dividendenwachstum sollte in diesem Marktumfeld unverändert eine besondere Bedeutung als Renditebringer zukommen.

## Investmentthema: Small Caps

- Insbesondere globale Small Caps scheinen von der Verbesserung der globalen Wachstumsaussichten zu profitieren.
- Dabei bieten Small Caps nicht nur unter dem Gesichtspunkt der Kursentwicklung, sondern auch aus Sicht der Dividendenrendite eine zum Teil höhere Rendite – im Vergleich zu den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen.
- Von einer anhaltend expansiven Geldpolitik und einer globalen Konjunkturerholung dürften Small Caps überdurchschnittlich profitieren, auch wenn deren Bewertungen bereits gestiegen sind.

## Euro Renten

- Mit Preissteigerungen von mageren 0,7 % schreitet die Disinflation in Europa weiter voran, sodass sich die Europäische Zentralbank im November genötigt sah, die Leitzinsen weiter zu senken.
- Die Reaktion an den Rentenmärkten fiel jedoch verhalten aus, da die überschüssige Liquidität bereits die Geldmarktzinsen negativ verzerrt.
- Vielmehr ist mit dem Abebben der Fiskalkrise und der anhaltenden konjunkturellen Stabilisierung eine graduelle Fortsetzung des Renditeanstiegs bei Bundespapieren zu erwarten.
- Innerhalb des Segments sollten unverändert Staatspapiere der Peripherieländer favorisiert werden, da sie nach wie vor zu hohe Ausfallwahrscheinlichkeiten einpreisen.

## Renten International

- Die jüngsten Aussagen der designierten Fed-Chefin Janet Yellen deuten darauf hin, dass die US-Notenbank bis auf weiteres „hinter der Kurve“ bleibt, um das „zarte Pflänzchen“ eines Konjunkturaufschwungs nicht zu zerpflücken.
- Dennoch stiegen die Renditen 10-jähriger US-Staatspapiere im November. Ursache war neben den besseren US-Konjunkturindikatoren auch der Liquiditätsentzug ausländischer Investoren.
- Das Szenario eines langsamen, aber stetigen Renditeanstiegs ist intakt, sodass das Segment aufgrund der historisch immer noch äußerst niedrigen Zinsen und des ungünstigen Chance-Risiko-Verhältnisses weiterhin unattraktiv erscheint.

## Renten Emerging Markets

- Steigende Renditen in den G-3-Staaten sowie sinkende Rohstoffpreise belasteten im letzten Monat den Marktindex für Schwellenländeranleihen.
- Doch deutlich positive reale Anleiherenditen in vielen lokalen Emerging Markets – im Gegensatz zu zahlreichen Industrieländern – sollten dem Segment Halt bieten.
- Auch das säkular positive Umfeld für Staatspapiere der aufstrebenden Länder bleibt vor dem Hintergrund niedriger Staatsverschuldung, relativ besserer Konjunkturperspektiven und einer Verbreiterung der Investorenbasis trotz kurzfristiger Belastungsfaktoren intakt.
- Aus möglicherweise erneuten Unsicherheiten bzw. Volatilitäten könnten sich für langfristig orientierte Anleger erste Kaufgelegenheiten ergeben.

## Unternehmensanleihen

- Auch das Segment der Unternehmensanleihen konnte sich dem Renditeanstieg bei Staatsanleihen nicht entziehen.
- Der Zinsanstieg im letzten Monat zeigte allerdings, dass es sich auszahlen kann, Unternehmensanleihen mit höherem „Carry“ (Kupon) überzugewichten. So stehen Hochzinsanleihen im Gegensatz zu den Papieren von Unternehmen besserer Bonität im Plus.
- Gerade Hochzinsanleihen sollten mit Blick auf Niedrigzinsumfeld, verbesserte Unternehmensbilanzen, anhaltend hohe eingepreiste Ausfallwahrscheinlichkeiten und eine zu erwartende Aufhellung des Konjunkturmehrs favorisiert werden.

## Währungen

- Die Entwicklung der Geldpolitik ist weiterhin ein wesentlicher Einflussfaktor für das Wechselpaar Euro/US-Dollar. Strukturelle Unterstützungsfaktoren für den US-Dollar bleiben intakt (z. B. höheres Potenzialwachstum, Kaufkraftparität).
- Von der erhöhten Risikoaversion in Asien profitierte der Yen als vermeintlich „sicherer Hafen“. Strukturell bleibt der Yen jedoch mit Blick auf die hohe Verschuldung Japans und die sehr expansive Geldpolitik der japanischen Notenbank angeschlagen.

# Weitere Literatur von Global Capital Markets & Thematic Research:

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

## Risiko. Management. Ertrag.

- Investieren mit „Smart Risk“ in Zeiten finanzieller Repression
- Strategische Asset Allokation
- Smart Risk mit Multi-Asset-Lösungen
- Risk Management in Zeiten des Schuldenabbaus
- Aktives Management
- Neue Zoologie des Risikomanagers der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Portfolio Health Check<sup>®</sup>: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

## Finanzielle Repression

- Der Abstieg vom Schuldengipfel
- Internationale Geldpolitik in Zeiten finanzieller Repression: ein Paradigmenwechsel
- Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt: Finanzielle Repression und Regulierung
- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung

## EWU

Unser umfangreiches Angebot an Studien rund um den Euro finden Sie direkt auf der Homepage unseres Eurozone Resource Center

## Dividenden

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

## Anleihen

- Zinsänderungsrisiko: Anatomie moderner Renten-Bärenmärkte
- 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?

## Demografie – Pension – Langleblichkeitsrisiko

- Niedrige Rechnungszinsen im Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die Internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- Pensionsverpflichtungen in Zeiten finanzieller Repression
- Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

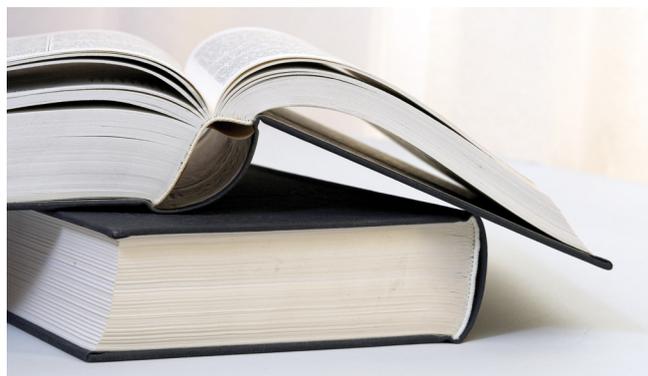
## Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

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

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

 @AllianzGI\_DE folgen

[www.twitter.com/AllianzGI\\_DE](https://www.twitter.com/AllianzGI_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.