

# Kapitalmarktbrief

## Klub der negativen Zinsen

Trotz so einiger Fragezeichen rund um die globalen Konjunkturdaten, verbleibender geopolitischer Risiken und einer vergleichsweise farblosen Berichtssaison aufseiten der Unternehmen, stellten sich an der einen oder anderen Leitbörse neue historische Indexhochstände ein. Während Aktienmarktrekorde eigentlich – gemäß „überholtem“ Denken aus der Zeit einträglich positiver Renditen – eine Schwächung der Anleihekurse erwarten lassen, war das Gegenteil der Fall: Der „Klub der negativen Zinsen“ wuchs weiter, Schweden gesellte sich mit dazu. Sicher: Noch (?) haben nicht alle Industrieländer negative Zinsen. In den USA kam es bei den Staatsanleihen jüngst sogar zu einer Entkopplung. Aber gemäß dem Gesetz der kommunizierenden Röhren bleibt kein Markt von dem Liquiditätsdruck, der von den Zentralbanken ausgeht, verschont. Und es spricht für sich, wenn circa 60 % der umlaufenden deutschen Staatsanleihen eine negative Rendite aufweisen, 45 % der französischen, 80 % (!) der schweizerischen und 30 % der japanischen.

So schwappt der nach Rendite suchende Liquiditätsdruck weiter auf die asiatischen Märkte über, die zunehmend die Gunst vor allem europäischer Anleger gewinnen. Entsprechend stieg die Emission aus Asien stammender Euro-denominierter Anleihen um den Faktor fünf auf 2,3 Mrd. US-Dollar im Vorjahresvergleich.

Interessant dabei: Eine Lockerung der Geldpolitik, wie wir sie in den Industriestaaten schon zuhauf gesehen haben, verschob sich zuletzt auf die globalen Wachstumsländer. Von den global seit Anfang des Jahres bereits rund 20 Leitzinssenkungen entfielen mehr als die Hälfte auf die aufstrebenden Staaten. Der Klub der Länder mit negativen oder immer weiter sinkenden Zinsen



**Hans-Jörg Naumer**  
Global Head of  
Capital Markets &  
Thematic Research,  
Allianz Global Investors

Der Klub der  
„Renditesucher“  
wächst und  
wächst und wächst.

Stand: 27.02.15

### Aktienindizes

DAX	11.402
Euro Stoxx 50	3.586
S&P 500	2.105
Nasdaq	4.964
Nikkei 225	18.827
Hang Seng	24.887

### Währungen

USD/EUR	1,124
---------	-------

### Rohstoffe

Öl (Brent, USD/Barrel)	61,1
------------------------	------

### Zinsen in %

USA	3 Monate	0,26
	2 Jahre	0,59
	10 Jahre	2,02
EWU	3 Monate	0,04
	2 Jahre	-0,22
	10 Jahre	0,30
Japan	3 Monate	0,17
	2 Jahre	0,01
	10 Jahre	0,34

## Neue Publikationen

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds Aktienfonds

## Dividenden statt Niedrigzinsen

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

respektive Renditen ist im Wachstum begriffen. Allerdings ist die Debatte „Disinflation“ (rückläufige Inflation) und „Deflation“ (negative Inflationsraten in Verbindung mit rezessiver Wirtschaftsentwicklung) noch nicht ausgestanden. Gut 60 % der Industriestaaten weisen aktuell eine Inflationsrate von unter 1 % aus.

Es bleibt dabei: Konjunkturbild und Ölpreis sprechen gegen Deflation. Renditesuche jenseits der Staatsanleihen heißt unverändert das Gebot der Stunde.

Willkommen im Klub der Renditesucher, meint Ihr  
Hans-Jörg Naumer

**Allianz**   
Global Investors

## Märkte im Detail

### Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Die globale Konjunkturlage zeigt sich weiterhin als fragil und nicht ausbalanciert. Der gesunkene Ölpreis sollte jedoch einen insgesamt positiven Wachstumsimpuls liefern. Dazu kommt der monetäre Stimulus rund um den Globus.
- Die expansive Zentralbankpolitik bleibt ein strukturelles Plus für Aktieninvestments, vor allem vor dem Hintergrund der niedrigen zukünftigen Erträge auf dem Rentenmarkt.
- Insgesamt spricht dies dafür, eine Übergewichtung von Risiko behafteteren Anlageformen wie z. B. Aktien beizubehalten. Dabei sollten sich Anleger auf eine zunehmende Volatilität einstellen.

#### Aktien Deutschland

- Während der deutsche Aktienmarkt im globalen Vergleich zu den fair bewerteten gehört, zählt er im europäischen Kontext eher zu den Teuren.
- Die deutsche Konjunktur zeigt sich unverändert von ihrer robusten Seite. Zu den Absatzrekorden bei den Exporten gesellt sich eine Rekordbeschäftigung.
- Dank Ölpreis und Euroschwäche bleiben die Konjunkturaussichten auch weiterhin positiv.
- Weder die Ukraine- noch die Griechenlandkrise konnten der Konjunktur bislang etwas anhaben.

#### Aktien Europa

- Die Eurozone entwickelt sich schrittweise zu einer engeren Währungsunion. Das Inkrafttreten der Bankenunion hat die Finanzarchitektur der Währungsunion spürbar verbessert.
- Die Ereignisse um Griechenland sollten keine dauerhaften negativen Auswirkungen auf andere Länder in der Eurozone haben. Der EZB-Indikator für das systemische Risiko in der Eurozone zeigte sich über die ganzen letzten Wochen als ziemlich entspannt.
- Die Bewertungen im Euroraum wie im Vereinigten Königreich können besonders auf Basis des zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses als attraktiv eingeschätzt werden. Letztere weisen einen merklichen Abschlag zu ihrem historischen Durchschnitt auf.

#### Aktien USA

- In den USA hat sich die Produktionslücke weiter geschlossen und lässt jetzt steigende Lohnkosten erwarten, was den Konsum stützen sollte.
- Die Konjunkturindikatoren zeigen ein nachlassendes Momentum an, das aber noch nicht als Abkehr der bisher soliden Konjunktur gesehen werden sollte. Der Arbeitsmarkt hingegen entwickelt sich weiter erfreulich.
- Die Bewertungen am Aktienmarkt sind, auch auf Grundlage des zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses, hoch, werden aber von den niedrigen Zinsen gestützt.
- Die Gewinnrevisionen waren über die letzten Wochen negativ. Ein Grund dafür dürfte der starke US-Dollar sein.

#### Aktien Japan

- Die konjunkturelle Situation zeigt sich als unverändert enttäuschend. Auch das Inflationsziel ist wieder in weite Ferne gerückt.
- Der Aufwärtstrend der Gewinnrevisionen bei den japanischen Aktien ist dagegen noch ungebrochen. Der Nikkei erreichte ein neues 15-Jahres-Hoch.

- Hier dürfte sich auch der schwache Yen begünstigend bei den Unternehmensgewinnen bemerkbar machen.
- Gleichwohl sollten internationale Anleger den Wechselkurs in ihre Investitionsentscheidung mit einbeziehen.

#### Aktien Emerging Markets

- Bei den Aktien der Schwellenländer ist aktuell eher Zurückhaltung angesagt.
- Zum einen zeigte sich die Konjunktur weiter von schwächeren Seite, zum anderen bedeutete ein starker Dollar in der Vergangenheit Gegenwind.
- Die Ländergruppe erweist sich jedoch als sehr inhomogen, was Selektion erforderlich macht.

#### Branchen

- Eine moderat zyklische Sektorenausrichtung liegt weiterhin nahe, wobei die Lage etwas zwiespältig ist: Die niedrigen Renditen dürften die defensiven Wachstumsunternehmen unterstützen. Allerdings spricht das Wachstumsbild eher für die Zykliker.
- Übergewichtungen sollten besonders mittels Technologie- und zyklischen Konsumwerten vorgenommen werden.
- Bei den Bewertungen kommt es zu teilweise extremen Unterschieden. So zeigen sich beispielsweise die Rohstofftitel mit einem deutlichen Abschlag gegenüber den Konsumwerten.

#### Investmentthema Europäische Aktien

- Die Schere bei der Gewinnentwicklung hat sich im Verhältnis zu den USA sehr stark auseinanderbewegt. Hier ist in den nächsten Quartalen eine Gegenbewegung zugunsten europäischer Aktien zu erwarten, wozu der schwache Euro beitragen sollte.
- Rückenwind erhält das Segment durch starke Nettokapitalzuflüsse, die sich Ende Februar auf Rekordhöhen geschraubt hatten.
- Gemessen am zyklisch bereinigten Shiller-KGV weisen europäische Aktien (also inklusive des Vereinigten Königreichs) einen Abschlag von circa 25 % gegenüber der Weltbörse aus.

#### Euro Renten

- In der Eurozone ist bis auf Weiteres eine Fortsetzung der direktionalen Bewegung der Renditekurve zu erwarten, d. h. eine Versteilerung in Phasen der Marktschwäche und eine Verflachung in Marktstärkephasen. Dabei bewegen sich große Teile dieses Anleihe-segments in negativem Renditetermin.
- Peripherie-Staatsanleihen in der Eurozone bleiben durch die akkommodierende Geldpolitik der EZB gut unterstützt, auch

wenn sie sich weiter eingeengt haben. Die eingepreisten Ausfallwahrscheinlichkeiten bewegen sich dennoch weiterhin über Vorkrisenniveau.

- Die Anleihen der Peripheriestaaten sollten unverändert übergewichtet bleiben.

### Renten International



- Gemessen an den impliziten 5-Jahres-Swapzinssätzen in den USA und dem Euroraum sind Inflationserwartungen weiter deutlich gesunken. Die längerfristigen 10-jährigen Inflationserwartungen zeigen sich allerdings noch als stabil.
- Die Staatsanleihen auf beiden Seiten des Atlantiks erscheinen dabei unverändert teuer.
- Im Zuge eines weiterhin robusten Wirtschaftswachstums und der Antizipation höherer US-Leitzinsen sollte ab Mitte 2015 mit graduell höheren Treasury-Renditen gerechnet werden. Die weiter wirkende finanzielle Repression dürfte dabei jedoch auf den Renditeanstieg dämpfend wirken.

### Renten Emerging Markets



- Strukturell bleibt das Umfeld für Anleihen aus den aufstrebenden Staaten intakt, zeigt sich aber aufgrund der Datenlage bei der Konjunktur als kurzfristig angespannt.
- Die gerade im Vergleich zu den Industriestaaten hohen und unverändert positiven Realrenditen wirken stützend.

### Unternehmensanleihen



- Die ambitionierten Bewertungen von Unternehmensanleihen mit Investment Grade und die High Yield-Segmente in der Eurozone werden durch eine weiter expansive Geldpolitik und sich verbessernde Fundamentaldaten ausgeglichen.
- Bei US-Unternehmensanleihen bewegen sich die Kreditrisikoprämien nahe ihres historischen Durchschnitts.
- Auf Konjunkturdaten, Liquiditätsausstattung und Marktvolatilität basierende Modelle lassen die eingepreisten Risikoprämien jedoch als fundamental gerechtfertigt erscheinen.

### Währungen

- Eine Nebenwirkung der Renditetiefs an den Anleihemärkten blieb nicht aus: Währungsvolatilität.
- Die Volatilität des G10-Währungskorbes ist zwischenzeitlich auf Niveaus geklettert, welche in den letzten 25 Jahren lediglich zweimal übertroffen wurden, nämlich in den Jahren 1992 und 2008.
- Die Währungen sollten auch weiterhin im Wesentlichen Getriebene der Geldpolitik sein. Die US-Dollarstärke dürfte entsprechend anhalten.
- Die Entwicklung der Rohstoffpreise kommt bei bestimmten Währungen wie dem Rubel, dem Kanada- und Australdollar sowie der norwegischen Krone noch hinzu.
- Der chinesische Renminbi zeigt sich als zyklisch anfällig. Gemessen an seinem Fair Value nach der Kaufkraftparitätentheorie hat er aber mittel-/langfristig unverändert Aufwertungspotenzial.

# Weitere Literatur von Global Capital Markets & Thematic Research:

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

## Aktives Management

- Die veränderte Natur der Aktienmärkte und die Anforderungen für ein noch aktiveres Management
- Vereinnahmung von Risikoprämien bei der Aktienanlage
- Aktives Management

## Klug investieren: Risikomanagement & Multi Asset

- Investieren in Aktien und Anleihen: Die Mischung macht's
- Multi Asset: Die perfekte Balance für Ihr Vermögen
- Strategische Asset Allokation
- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Dynamische Risk Parity – Risiken Clever Managen
- Portfolio Health Check®: 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 findet bereits statt
- Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung

## Anlagestrategie und Investment

- Aktie – die neue Sicherheit im Depot?
- Is small beautiful?
- Dividendenstrategien in Zeiten der finanziellen Repression

## Europäische Währungsunion

- Makroprudenzielle Politik – notwendig, aber kein Allheilmittel
- Das 1x1 der Bankenunion

## Anleihen

- Warum Währungen von Schwellenländern langfristig attraktiv sind
- Globale Wachstumsländer – Im Rampenlicht
- Chinas langer Marsch von Mao zum Markt
- Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen

- High-Yields
- Der Markt für US-High-Yield Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Unternehmensanleihen
- Wandelanleihen – Das Beste aus zwei Welten

## Demografie – Pension – Langleblichkeitsrisiko

- Langleblichkeitsrisiko der betrieblichen Altersvorsorge
- Finanzielle Repression und Regulierung: Solvency II
- Niedrige Rechnungszinsen im Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- Grundwissen zur IFRS Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischem Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

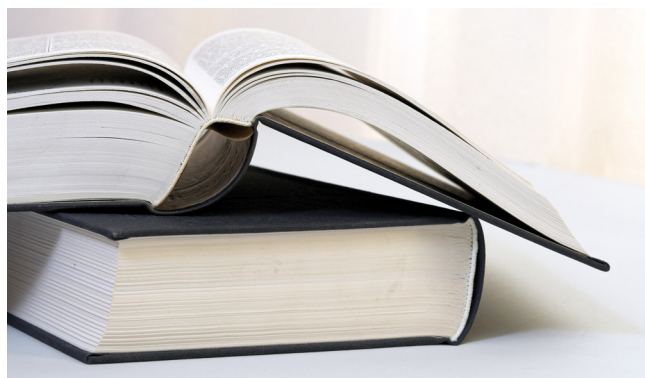
## Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste dich selbst! Anleger sind auch nur Menschen
- 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

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

[@AllianzGI\\_DE](https://twitter.com/AllianzGI_DE) folgen

[www.twitter.com/AllianzGI\\_DE](http://www.twitter.com/AllianzGI_DE)



Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Reuters

## Impressum

### Allianz Global Investors GmbH

Bockenheimer Landstraße 42-44  
60323 Frankfurt am Main

### Global Capital Markets & Thematic Research

Hans-Jörg Naumer (hjn), Stefan Scheurer (st), Ann-Katrin Petersen (akp)

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 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 GmbH, [www.allianzgi.de](http://www.allianzgi.de), einer Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland, mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstraße 42-44, D-60323 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 9340, zugelassen 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.