

Kapitalmarktbrief

Auf der Suche nach ...

Es mutet an wie ein Déjà-vu-Erlebnis aus dem vergangenen Jahr: ein holpriger, Sondereffekten geschuldeter Jahresauftakt in den USA, gefolgt von einer voraussichtlich kräftigen US-Konjunktur-Beschleunigung im zweiten Quartal. Zwar ist sie immer noch Wachstumsmotor, doch scheint die US-Konjunktur mit Blick auf das Gesamtjahr (u. a. durch die Dollarstärke) allmählich an Schwung zu verlieren. Dieser Entwicklung trug zuletzt auch der Internationale Währungsfonds (IWF) Rechnung, indem er für 2015 ein globales Wirtschaftswachstum von 3,5 % prognostizierte. Die Weltkonjunktur dürfte zunehmend aber mehr von Japan und insbesondere von Europa getragen werden. So schien es auch wenig verwunderlich, dass die US-Notenbank (Fed) im Rahmen ihres Kommuniqués vom März 2015 das Schlüsselwort „Patience“ (Geduld) wegließ, um sich im aktuellen Konjunkturmilieu volle Flexibilität in beide Richtungen zu erhalten.

Auf der anderen Seite des Atlantiks fährt die Europäische Zentralbank (EZB) ihr „Quantitative Easing“-Programm (Quantitative Lockerung) weiter aus: Stand 17. April 2015 hat sie im Rahmen ihres Kaufprogramms für den öffentlichen Sektor (PSPP) Anleihen im Wert von 73,3 Mrd. Euro gekauft. Inzwischen weisen über 70 % aller ausstehenden Bundesanleihen eine negative Rendite auf. Im Hinblick auf das Laufzeitenspektrum wurden von den Peripheriestaaten hauptsächlich Anleihen mit langer Restlaufzeit erworben. Dagegen zeigt sich bei den Kernanleihen das umgekehrte Bild – vermutlich auch, weil die Nachfrage der EZB in diesen Segmenten auf ein geringes Angebot stieß. Der Klub der Länder mit Negativzinsen ist weiter gewachsen und es hat an Dramatik gewonnen. In den Niederlanden rentieren knapp 19 % aller ausstehenden



Stefan Scheurer
Vice President,
Global Capital Markets &
Thematic Research,
Allianz Global Investors

Auf der Suche nach realen Werten gehören Aktien dazu.

Stand: 27.04.15			
Aktienindizes		Zinsen in %	
DAX	12.039	USA	3 Monate 0,28
Euro Stoxx 50	3.751		2 Jahre 0,51
S&P 500	2.109		10 Jahre 1,92
Nasdaq	5.060	EWU	3 Monate 0,00
Nikkei 225	20.059		2 Jahre -0,25
Hang Seng	28.443		10 Jahre 0,16
Währungen		Japan	3 Monate 0,17
USD/EUR	1,082		2 Jahre 0,00
Rohstoffe			10 Jahre 0,29
Öl (Brent, USD/Barrel)	63,3		

Neue Publikationen

Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds Aktienfonds

Zwischen Liquiditätsflut und austrocknenden Staatsanleihemärkten

www.allianzglobalinvestors.de

Staatsschulden unterhalb des EZB-Einlagensatzes von -0,2 %. In Finnland sind es (Stand: 20. April 2015) etwa 25 %, in Deutschland fast 45 %(!).

In einer Welt, in der Investitionen in Staatsanleihen in weiten Teilen Verluste bedeuten – die Frage scheint lediglich vor oder nach Abzug der Inflation –, geht die Suche nach realen Werten weiter. So dürfte insbesondere die Berichtssaison an Aufmerksamkeit gewinnen. Was die US-Firmen betrifft, ist gesunde Skepsis angebracht, während in Europa das bessere Wachstum, der niedrige Ölpreis und der schwache Euro-Wechselkurs Raum für weitere, positive Überraschungen lassen – das zeigen auch die „Flow of Funds“-Statistiken, wonach Europa in der Gunst der Anleger weiter steigt.

Auf der Suche nach realen Werten gehören Aktien dazu, meint Ihr Stefan Scheurer

Märkte im Detail

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Das globale Wachstum dürfte in den kommenden Quartalen nahe am Potenzial bleiben, aber geografisch unausgewogen. Der Ölpreisrückgang sollte sich positiv auf das globale Wachstum auswirken. Unterstützend wirkt zudem der monetäre Stimulus rund um den Globus.
- Die anhaltend expansive Geldpolitik und Wachstum etwa in Höhe des Potenzialwachstums dürften Aktienmärkte längerfristig stützen, vor allem vor dem Hintergrund der niedrigen zukünftigen Erträge auf dem Rentenmarkt.
- Insgesamt spricht dies dafür, eine Übergewichtung von Risiko behafteter Anlageformen wie z. B. Aktien beizubehalten. In einem Umfeld niedriger Realrenditen sollten dabei Dividenden weiterhin ein wichtiger Faktor für die Gesamrendite von Aktien sein.
- Allerdings sollten sich Anleger auf eine zunehmende Volatilität einstellen.

Aktien Deutschland

- Dank des Beschäftigungsaufschwungs, Ölpreisverfalls und der Euroschwäche (d. h. verbesserter Exportchancen) bleiben die Konjunkturaussichten für die deutsche Wirtschaft weiterhin positiv.
- Insbesondere die deutsche Binnenkonjunktur hat in Anbetracht guter Arbeitsmarktperspektiven, kräftiger Lohnsteigerungen und von Kaufkraftzuwächsen infolge der gesunkenen Energiepreise an Schwung gewonnen.
- Die Bewertungen am deutschen Aktienmarkt liegen gemessen an dem zyklusbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis („Shiller-KGV“) über dem langfristigen Durchschnitt für Aktien der Industriestaaten.

Aktien Europa

- Die Eurozonen-Einkaufsmanagerindizes untermauern nachhaltig das konjunkturelle Erholungsszenario für die Region – auch wenn auf Länderebene weiterhin große Unterschiede bestehen. Sinkende Rohstoffpreise, günstigere Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und der schwächere Euro-Außenwert sollten in den kommenden Quartalen weiterhin positiv zu Buche schlagen.
- Die Ereignisse rund um Griechenland dürften keine dauerhaften negativen Ausstrahleffekte auf andere Eurostaaten entfalten – dank der krisenfesteren Architektur der Währungsunion (z. B. permanenter Rettungsschirm ESM, Bankenunion) und angesichts des Vertrauens der Märkte in die Handlungsfähigkeit der EZB.
- Während in Großbritannien der Aufschwung am Arbeitsmarkt anhält und auch der Einzelhandel sich zuletzt von der positiven Seite gezeigt hat, könnte dagegen eine potenziell schwierige Regierungsbildung nach der britischen Unterhauswahl im Mai für einen Stimmungsdämpfer sorgen.
- Die Aktienmarktbewertungen einiger Euroländer sowie des Vereinigten Königreichs können besonders auf Basis des Shiller-KGV als attraktiv eingeschätzt werden.

Aktien USA

- In Anbetracht der Vielzahl zuletzt enttäuschender Makrodaten verwundert es nicht, dass der Gesamtindex der Frühindikatoren nur marginal zulegen konnte. Von den Baugenehmigungen sowie den Orderkomponenten des ISM-Index ging ein negativer Effekt aus, während die Erholung beim Konsumentenvertrauen sowie die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung unverändert positiv wirkten.
- Die US-Notenbank Fed dürfte im Verlauf von 2015 die Zinswende einleiten. Das Zinserhöhungstempo sollte jedoch

moderat – und damit für Finanzmärkte und Konjunktur verkraftbar – ausfallen.

- Das verbesserte Konjunkturmilieu wirkt sich insgesamt positiv auf die Gewinnsituation der Unternehmen aus, dennoch werden die hohen Gewinnerwartungen für 2015 zurückgenommen (u. a. infolge des starken US-Dollars oder durch die langsam steigenden Lohnkosten).
- Die Bewertungen am Aktienmarkt sind, auch auf Grundlage des Shiller-KGV, hoch, werden aber von den niedrigen Zinsen gestützt.

Aktien Japan

- Japans Geldpolitik ist nach wie vor auf Reflationierungskurs. Damit bewegt sich der Leitzins weiter in einer Spanne von 0,0 % bis 0,1 % – die monetäre Basis soll um 80 Bio. Yen in 2015 ausgeweitet werden.
- Nicht zuletzt getragen von der deutlichen realen Abwertung des Yen verbessern sich die Wettbewerbsfähigkeit sowie die außenwirtschaftliche Lage Japans zusehends – seit Juni 2012 erstmals ein Handelsüberschuss –, wenngleich die Konjunkturerholung Japans bis dato eher schleppend verläuft.
- Trotzdem werden japanische Aktien u. a. vom schwächeren Yen und einer Aufholbewegung bei der Profitabilität unterstützt. So ist der Aufwärtstrend bei den Gewinnrevisionen ungebrochen, während der Nikkei abermals ein neues 15-Jahres-Hoch erreichte.
- Aufgrund anhaltender Zweifel am langfristigen Erfolg der „Abenomics“ (u. a. werden tiefgreifende Strukturreformen hinausgeschoben) könnte sich diese Aufwärtsbewegung jedoch als zeitlich begrenztes Phänomen entpuppen.

Aktien Emerging Markets

- In den Schwellenländern hat sich die Verschuldung des privaten Sektors seit 2009 deutlich erhöht, was auf die ultra-expansive Geldpolitik in den entwickelten Ländern zurückzuführen ist. Dieser Anstieg der Privatverschuldung dürfte den langfristigen Wachstumsausblick in den Schwellenländern dämpfen.
- Die Ländergruppe erweist sich als sehr inhomogen, was Selektion erforderlich macht, u. a. etwa zwischen rohstoffimportierenden und -exportierenden Schwellenländern.
- Die Bewertungen der Emerging Markets werden wieder attraktiver, wenngleich strukturell geringeres Wachstum, die niedrigen Rohstoffpreise und ein starker US-Dollar weiterhin auf die Entwicklung der Schwellenländer drücken dürften.

Branchen

- Eine moderat zyklische Sektorausrichtung 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 Energiewerte vorgenommen werden. Bei Letzteren scheinen sich die Aufwärtsrevisionen der Gewinne zu verfestigen bzw. bieten einen attraktiven Dividendenmix.
- Bei den Bewertungen kommt es zu teilweise extremen Unterschieden. So zeigen sich beispielsweise die Rohstofftitel mit einem deutlichen Abschlag gegenüber den Konsumwerten.

Investmentthema Euroraum-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 von Aktien aus dem Euroraum zu erwarten, wozu der schwächere Euro beitragen sollte.
- Rückenwind erhält das Segment darüber hinaus durch starke Nettokapitalzuflüsse, die sich seit Jahresbeginn auf Rekordhöhen geschraubt haben.
- Gemessen am zyklisch bereinigten Shiller-KGV weisen europäische Aktien (also inklusive des Vereinigten Königreichs) einen Abschlag von über 20 % gegenüber der Weltbörse aus.

Euro Renten

- In den kommenden Monaten sollte die Renditeentwicklung an den Euro-Rentenmärkten primär durch das EZB-Ankaufprogramm geprägt sein. Klassische fundamentale Einflussfaktoren wie die Inflations- oder Konjunktorentwicklung dürften währenddessen an Bedeutung verlieren.
- Bis auf Weiteres sollte QE („Quantitative Easing“) die Staatsanleiherenditen im breiten Laufzeitenspektrum niedrig halten – und scheint Negativzinsen bei Staatsanleihen hoher Bonität zum Normalfall werden zu lassen.
- Dank der installierten Schutzmechanismen dürfte Griechenland kaum nachhaltige negative Ausstrahleffekte auf den Markt für Euroraum-Staatsanleihen entfalten. Hingegen sind Liquiditätsrisiken (Engpässe in der Handelbarkeit) im Umfeld von QE nicht zu unterschätzen.

Renten International

- Die US-Notenbank tastet sich behutsam an eine erste Leitzinserhöhung heran. Nach wie vor preisen die Rentenmärkte jedoch ein weniger „falkenhaftes“ Szenario ein.
- Das damit verbundene Rückschlagpotenzial bzw. das Risiko fallender Kurse bei US-Staatsanleihen bleiben daher eines der zentralen Investmentthemen für die kommenden Monate.
- Mittelfristig sollten sich die Bundrenditen am langen Ende dem Sog kletternder US-Renditen sowie steigender Konjunktur- und Inflationserwartungen nicht entziehen können.

Renten Emerging Markets

- Strukturell bleibt das positive Umfeld für Hartwährungsanleihen aus den aufstrebenden Staaten intakt (längerfristig bessere Wachstumsperspektiven und robustere Situation der öffentlichen Haushalte im Vergleich zu den Industrieländern).

- Kurzfristig belasten demgegenüber gemischte Konjunkturdaten und die Erwartung einer weniger expansiven US-Geldpolitik die Anlageklasse.
- Bei lokalen Emerging Markets-Anleihen wirken die gerade im Vergleich zu den Industriestaaten hohen und unverändert positiven Realrenditen sowie fundamental vielfach unterbewerteten Währungen mittelfristig unterstützend.

Unternehmensanleihen

- Die ambitionierten Bewertungen von Unternehmensanleihen mit Investment Grade und die High Yield-Segmente in der Eurozone werden durch eine fortgesetzt expansive Geldpolitik und sich verbessernde Fundamentaldaten ausgeglichen.
- Bei US-Unternehmensanleihen bewegen sich die Kreditrisikoprämien leicht unterhalb ihres historischen Durchschnitts. Auf Konjunkturdaten, Liquiditätsausstattung und Marktvolatilität basierende Modelle lassen die eingepreisten Risikoprämien jedoch als fundamental gerechtfertigt erscheinen.
- Solide Unternehmensbilanzen und weiterhin niedrige Ausfallraten trotz Erwartungen eines moderaten Anstiegs wirken strukturell positiv. Demgegenüber können die zunehmenden M&A-Aktivitäten (als spätzyklisches Phänomen) und ein steigender Verschuldungsgrad der Unternehmen im Zeitablauf belasten.

Währungen

- Eine Nebenwirkung der internationalen Geldpolitik und der Renditetiefs an den Anleihemärkten bleibt nicht aus: Währungsvolatilität, insbesondere in den Wachstumsländern.
- Das internationale Währungsgefüge befindet sich dabei im Wechselspiel von Geldpolitik (z. B. Dollarstärke, Euroschwäche) und Rohstoffpreisen (z. B. Abwertung der Rohstoffwährungen Rubel, kanadischer Dollar und norwegische Krone).
- Zwar ist der US-Dollar aus fundamentaler Sicht teuer gegenüber den meisten Währungen, ein weiteres Überschießen des „Greenbacks“ ist im Zuge einer anhaltend divergierenden Geldpolitik dennoch wahrscheinlich.
- Dagegen könnte eine potenziell zähe und langwierige Regierungsbildung nach der Unterhauswahl im Mai das britische Pfund in den kommenden Wochen und Monaten unter Druck setzen.

Weitere Literatur von Global Capital Markets & Thematic Research:

Verpassen Sie auch nicht unsere Podcasts:
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 – Langlebkeitsrisiko

- Langlebkeitsrisiko 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)

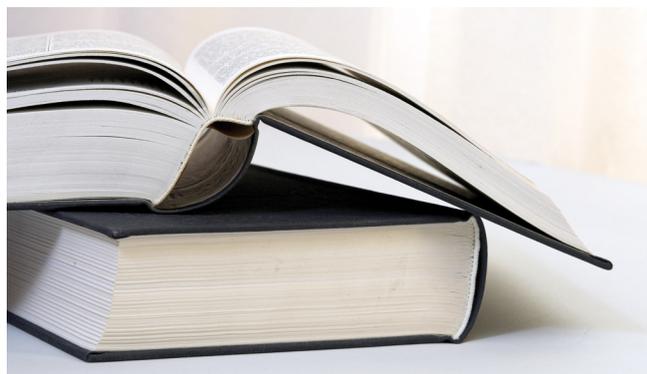
Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- 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 folgen

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, 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). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.