



# Trends

Dynamic Investment Trends.  
Tanz aus dem Mai.  
Juni 2003.

# Tanz aus dem Mai.

## Inhalt.

Steht die Deflation vor der Tür? .....	3
Wie klingt die Begleitmusik? .....	6
Wohin führt der Tanz? .....	6
Summa Oeconomica .....	7
Facts & Figures .....	9

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter [www.dit.de](http://www.dit.de) bzw. [www.dit.at](http://www.dit.at)  
 Rubrik: Service/Marktanalysen.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter [www.dit.de/apps/newsletter/dit/newsletter.html](http://www.dit.de/apps/newsletter/dit/newsletter.html)

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von **Thomson Financial Datastream**.

## Impressum.

Deutscher Investment Trust  
 Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH  
 Mainzer Landstraße 11–13  
 60329 Frankfurt am Main  
 Investor Information

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dr. Oliver Plein (pl)  
 Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zu Grunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die

Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

# Steht die Deflation vor der Tür?

Das Inflationsgespenst ist out, die „Teuro“-Debatte ebenfalls. Deflation heißt das neue Paradigma an den Finanzmärkten. Sowohl die US-Notenbank Fed als auch der Internationale Währungsfonds (IWF) haben jüngst vor möglichen Deflationsgefahren gewarnt. Droht nun das Deflationsungeheuer?

Deflation: dauerhafter  
Preisrückgang „auf  
breiter Front“:

Bei der Diskussion ist zunächst von Bedeutung, was hinter dem Begriff Deflation steht und was ihn gefährlich macht.

Im Gegensatz zur Inflation, also einem Anstieg des allgemeinen Preisniveaus mit der Tendenz sich selbst zu verstärken, steht Deflation für einen dauerhaften Preisrückgang „auf breiter Front“. Aus Sicht der Konsumenten eigentlich ein Grund zur Freude, wären da nicht die aus volkswirtschaftlicher Sicht negativen Konsequenzen, die sich seit einigen Jahren in Japan zeigen: Die fallenden Preise führen zu einer Verhaltensänderung der Konsumenten, da sie auch in Zukunft von sinkenden Preisen ausgehen. Dies mündet in einer sich selbst verstärkenden Spirale aus rückläufigem Konsum, sinkender Kapazitätsauslastung, weiter fallenden Preisen, höherer Arbeitslosigkeit, sinkenden Einkommen und somit noch stärker schrumpfendem Konsum. Gefährlich ist diese Situation vor allem, weil die üblichen Konzepte der Geldpolitik ins Leere gehen.

Mit Blick auf die Entwicklung der zehnjährigen Renditen, die zuletzt sowohl in den USA als auch in der Eurozone auf langjährige Tiefstände fielen (s. Schaubild 1, S.4), könnte man den Eindruck haben, als stünden weite Teile der Weltwirtschaft kurz vor der Deflation. Ist dies tatsächlich der Fall? Auf kurze Sicht sicher nicht, denn:

- In Deutschland liegt die Preissteigerungsrate derzeit bei 0,7%, in der gesamten Eurozone bei 2%, in einigen Ländern aber deutlich höher, wie z.B. in Irland (4,6%) oder Portugal (3,7%). Mit 2,2% liegt die Inflation auch in den USA noch deutlich über 0%-Linie (s. Schaubild 2, S.4).

Sicherlich ist der Preisauftrieb, vor allem bei der Kernrate (Verbraucherpreise ohne die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise), in den letzten Wochen spürbar zurückgegangen. Dies ist auf den gesunkenen Ölpreis, die schwache Konjunktur und die Euro-Aufwertung zurückzuführen. Bereits 1986 sanken die deutschen Verbraucherpreise aufgrund eines Verfalls der Importpreise, von Deflation sprach aber keiner.

- Einer Faustformel folgend, verringert eine Aufwertung des Euro um 10% unter sonst gleichen Bedingungen die Inflationrate um etwa 0,5 Prozentpunkte. Aber Vorsicht: Zum einen ist die momentane Aufwertung nur temporär und zum anderen verursacht eine Aufwertung keine Veränderung des Preisniveaus, sondern der relativen Preise zwischen inländischen Gütern und Importgütern. Diese Veränderung gilt aber nicht als Niveaushiftung und ist somit auch nicht als deflationär einzustufen.
- Trotz schwacher Binnenkonjunktur ist in Deutschland keine Nachfragerückgang in der Größenordnung der IWF-Schätzung (2,75%) zu erkennen. Der Auslastungsgrad in der westdeutschen Industrie liegt im ersten Quartal 2003 nach dem Ifo-Konjunkturtest leicht über dem langjährigem Durchschnitt. Bei einer deflationär wirkenden Nachfragerückgang müsste dieser deutlich geringer sein.
- Empirischen Studien zufolge wird die Inflation mittelfristig neben den Importpreisen vom Kostendruck in den Unternehmen (Lohnstückkosten) bestimmt. Diese stiegen 2002 um knapp 1% und werden 2003/2004 leicht zunehmen.

Der Auslastungsgrad in  
der westdeutschen  
Industrie zeigt keine  
deflationär wirkende  
Nachfragerückgang an.

Die Notenbanken in den USA und der EWU wollen einer Deflation vorbeugen.

- Beide Zentralbanken (Fed & EZB) stehen Gewehr bei Fuß. Sie haben signalisiert, dass sie die Gefahr erkannt haben und gegebenenfalls geeignete Maßnahmen ergreifen. Mit der Steuerung der Erwartungen der Marktteilnehmer haben die Notenbanken die ersten Schritte zur Vermeidung der Deflation eingeleitet.
- Auch die Bundesregierung ist aktiv, wenn vielleicht auch unbewusst: Durch die geplante Anhebung der Tabaksteuer würde die Inflationsrate um etwa 0,6 Prozentpunkte ansteigen. Hierdurch

würde sich die Inflationsprognose für 2004 auf 1,3% für Deutschland und 1,6% für die Eurozone erhöhen.

Schlussfolgerung: Der Preisauftrieb bleibt zwar gering, aber eine Deflation droht derzeit nicht.

Weiterhin verschlossene Türen für das Deflationsungeheuer wünscht

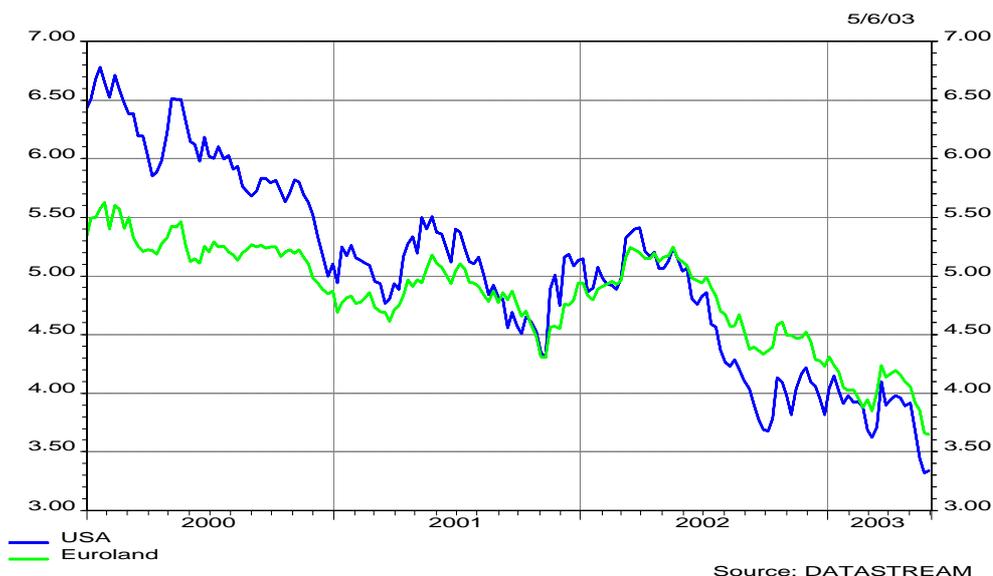
Dr. Oliver Plein  
Dynamic Investment Trends

### Renditen 10-jähriger Staatsanleihen.

Schaubild 1.

in % p.a.

Bei Betrachtung der Renditen muss jedoch berücksichtigt werden, dass in den letzten Jahren auch die Inflationsrate zurückgegangen ist. Somit sind die Realrenditen deutlich weniger gefallen.

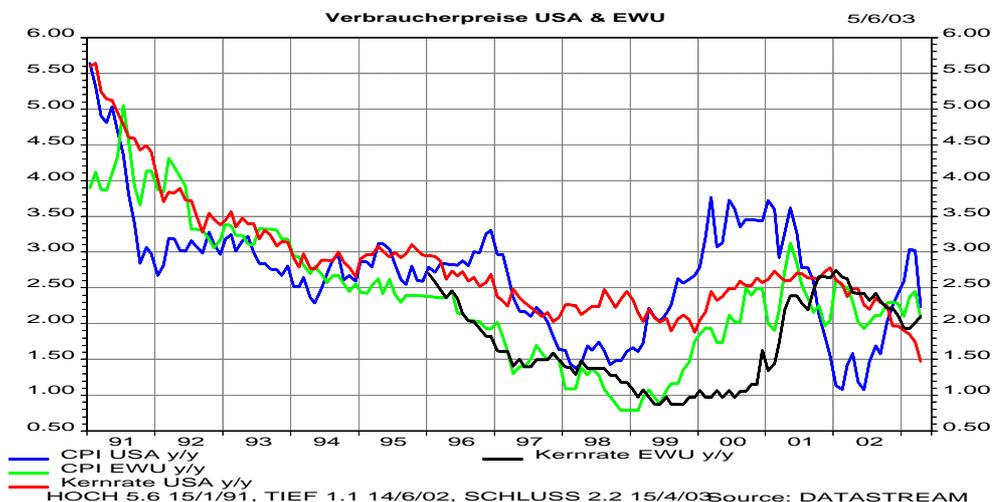


### Verbraucherpreise und Kernrate.

Schaubild 2.

in % ggü. Vorjahr.

Die Kernrate stellt die um die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigte Inflationsrate dar.



# Tanz aus dem Mai.

Alles neu macht der Mai? Nicht alles, denn der FC Bayern München wurde verdientermaßen zum 18. Mal deutscher Fußballmeister und zum 11. Mal deutscher Pokalsieger, aber einiges: Die Anleiherenditen markierten langjährige Tiefstände und der Euro übertraf seinen Einführungskurs.

**Im Mai ging den Aktienbörsen die Puste aus.**

Den internationalen Aktienmärkten ging dagegen etwas die Puste aus. Gegenüber dem Durchstarten nach dem Ende des Irak-Krieges schalteten sie einen Gang zurück. Sie blieben vor dem Hintergrund der eher zur Schwäche tendierenden Makrodaten und der Deflationsangst an langfristigen Widerstandslinien hängen. In Euroland belastete zudem die weiterhin intakte Aufwertung des Euro, die den Außenhandel bremst.

An den einzelnen Märkten zeigte sich allerdings ein recht uneinheitliches Bild. Im Performance-Ranking ganz vorne waren die Börsen aus den Schwellenländern (Emerging Markets) zu finden und zwar in der Reihenfolge Osteuropa vor Asien. Knapp dahinter die Aktienmärkte in Japan und den USA. Deutlich abgeschlagen die Börsen in Europa. Der DAX

kämpfte erfolglos mit der 3.000er Marke und verharrte zwischen der gleitenden 100- und 200-Tage-Durchschnittslinie.

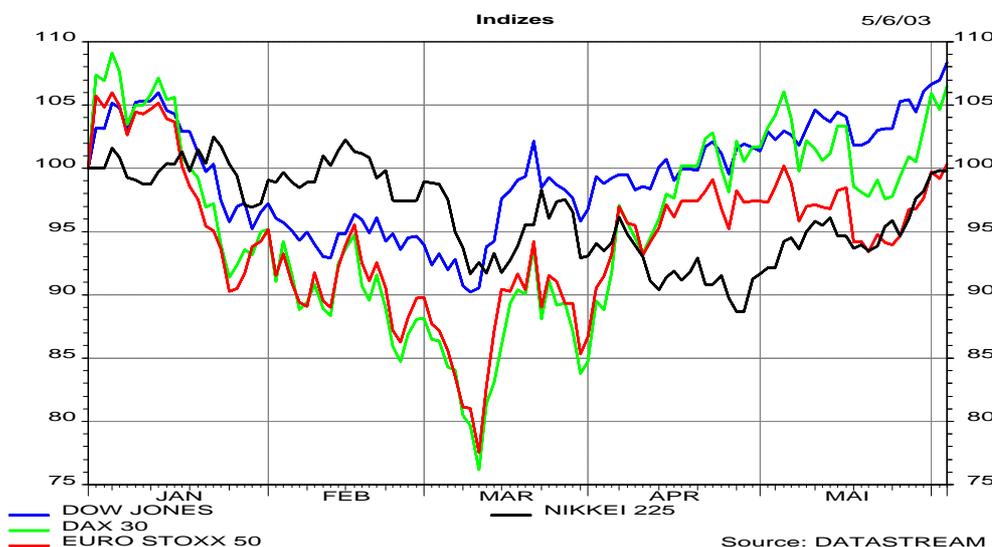
Die langsamere Gangart der Börsen zeigte sich auch auf der Branchenebene. Sowohl relativ im Vergleich zum Weltindex als auch absolut zählten zyklische Bereiche zu den Verlierern. Dagegen konnten sich defensive Sektoren gut behaupten: Versorger, Energie und Telekommunikation lagen in der Anlegergunst ganz vorne.

Die Geschehnisse an den Rentenmärkten waren dagegen fast schon spektakulär. Im Banne der Deflationsdebatte gaben die Renditen deutlich nach. In den USA rentierten 10-jährige Treasuries mit knapp 3,3% so niedrig wie seit 45 Jahren nicht mehr. Und in Euroland muss man gar bis in die Zeit vor dem ersten Weltkrieg zurückgehen, um Renditen von unter 3,6% zu finden.

**Die Renditen in den USA sanken auf den tiefsten Stand seit 45 Jahren.**

## Entwicklung der Aktienmärkte seit 1.1.2003.

Schaubild 1.



Unternehmensanleihen und Emerging Market-Bonds profitierten vom unverändert vorhandenen Risikoappetit.

Der Rückgang der Zinsen und der weiterhin vorhandene Risikoappetit ließ die Investoren nach Alternativen suchen: Hiervon haben Anleihen von Unternehmen - vor allem aus dem HighYield-Bereich - und Schwellenländern profitiert. Soweit der Tanz aus dem Mai, nun aber richtet sich der Blick auf die Zukunft.

### Wie klingt die Begleitmusik?

So uneinheitlich, wie sich die Charts derzeit präsentieren, zeigen sich auch die Fundamentaldaten:

- Aus technischer Sicht scheiterte die vom März tief ausgehende Aufwärtsbewegung der meisten Indizes an deren 200-Tages-Durchschnittslinien.
- Die Risikoindikatoren haben sich verschlechtert: Die Volatilität hat sich erhöht und die Risikobereitschaft an den Aktienmärkten ist im Gegensatz zu anderen Anlagensegmenten nur unterdurchschnittlich gewachsen.
- Das Gewinnbild ist derzeit angesichts der Verschiebungen im Weltwährungsgefüge schwer zu interpretieren. Die Ergebnisse für das erste Quartal sind zwar insgesamt besser ausgefallen als erwartet, aber hier ist Vorsicht geboten, da viele

Unternehmen primär von Kostensenkungen profitiert haben, eine Belebung der Umsätze gab es nur selten.

- Die Effekte der Euro-Aufwertung ggü. dem US-Dollar auf Unternehmen aus der EWU sind nicht eindeutig, da verschiedene Aspekte (z.B. Export-/Importstrukturen, Produktionsstandort, Unternehmensfinanzierung) zu berücksichtigen sind. Empirische Untersuchungen zeigen jedoch, dass Aktienmärkte in Aufwertungsländern mehr Risiken als Chancen bergen.
- Dies bestätigen auch die Gewinnrevisionen, die sich in den USA zuletzt deutlich besser entwickelt haben als in Europa und nun nahe an der Null-Linie liegen.
- Die realwirtschaftlichen Indikatoren spiegeln die Schwäche der Weltwirtschaft wider. Mit einer durchgreifenden konjunkturellen Belebung ist in diesem Jahr nicht mehr rechnen.

Die massive Veränderung des US\$/Euro-Wechselkurses bleibt nicht ohne Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne.

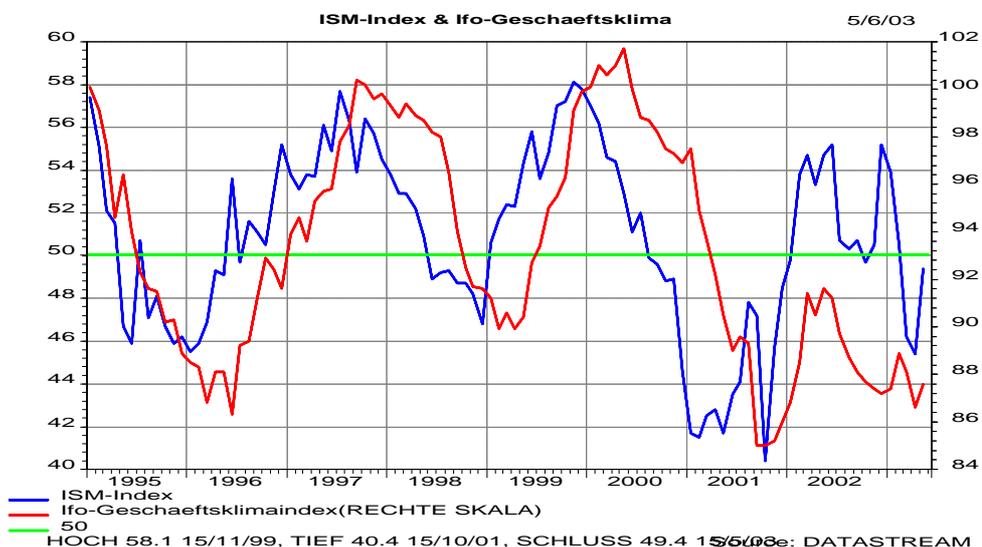
### Wohin führt der Tanz?

Die Prognose der Schrittfolge für die nächsten Wochen erweist sich als nicht einfach. Bislang gibt es nicht allzu viele Stimmungsindikatoren, die frei von Irak-Einflüssen sind. Und diejenigen, die als „Nach-Kriegs-Stimmungstest“ gelten, tendieren uneinheitlich. In den USA stieg der

### ISM-Index und Ifo-Geschäftsklimaindex.

Schaubild 2.

Der US-Einkaufsmanagerindex (ISM-Index) stieg im Mai auf 49,4 Punkte an. Er liegt damit knapp unter der Expansionsschwelle von 50 Punkten für die Industrie, aber deutlich oberhalb der Expansionsschwelle von 42,5 Punkten für die Gesamtwirtschaft.



Die Frühindikatoren in der Eurozone deuten auf eine zögerliche Erholung der Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte hin.

Einkaufsmanagerindex für Mai zwar deutlich an, verharrt aber unter der Marke von 50, das Verbrauchervertrauen legte zu, aber weniger als erwartet und die Verbraucherausgaben fielen deutlich schlechter als prognostiziert aus.

In Europa offenbart sich ein noch schwächeres Bild: Der Einkaufsmanagerindex zeigt eine beschleunigte Talfahrt der Industrie an und die Frühindikatoren (deutscher Ifo-Index, französischer INSEE-Index, italienischer ISAE-Index und belgischer Frühindikator) signalisieren eine schwache Entwicklung der Konjunktur, die sich im zweiten Halbjahr allenfalls zögerlich erholen dürfte.

Kein Wunder, dass sich die Unternehmen in diesem Umfeld mit Prognosen bedeckt halten, wenn überhaupt welche gegeben werden.

Wenngleich die Risiken für die nächsten Wochen auf der Abwärtsseite liegen, gibt es einige Faktoren, die verhindern dürften, dass sich der Konjunkturrhimmel stark verdunkelt:

- US-Steuerpaket (Entlastungsvolumen insgesamt mehr als 350 Mrd. aus Sicht von 10 Jahren und einem Stimulus von 0,2 Prozentpunkten in 2003 und 0,75 in 2004).
- Anhaltend niedrige Zinsen in den USA stützen die Refinanzierungswelle am Immobilienmarkt.
- Weiterhin kräftige Produktivitätszuwächse jenseits des Atlantiks sorgen für steigende Reallöhne.

- Euroland profitiert vom Ölpreistrückgang, der Erholung der Aktienmärkte und den niedrigen Zinsen. Der starke Euro behindert zwar den Export, verbilligt aber die Einfuhren und dämpft die Inflation, was die Kaufkraft stärkt.

## Summa Oeconomica.

### Taktische Asset Allocation.

- Die Aussage „Teststrecke“ in der letzten Ausgabe der Trends erwies sich als richtig. Weder ein „Bullenrun“ noch eine „Bärenmarktrallye“ fand statt, Konsolidierung lautete das Stichwort. Markttechnik, Bewertungen und Gewinne ändern an diesem Bild derzeit kaum etwas. Da sich unser Konjunkturbild einer aktuellen „konjunkturellen Anämie“ mit Anzeichen einer zögerlichen Erholung gegen Ende des Jahres zu bestätigen scheint, bleibt die Allokation zwischen Aktien und Renten auf „neutral“.

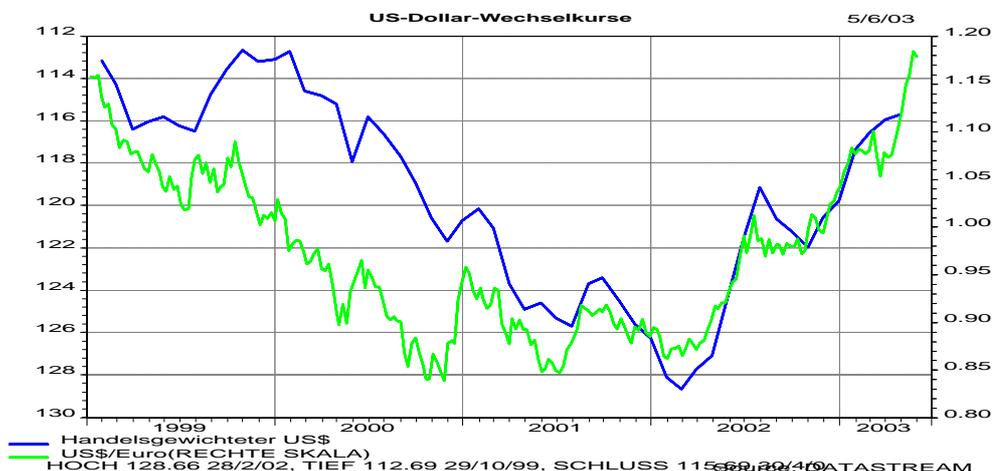
### Aktien.

- In einem Umfeld recht trüber Konjunkturdaten ist Diversifikation im Aktiensegment Trumpf. Hierbei sollte der Schwerpunkt auf dividendenstarke Titel gelegt werden, wozu sich der dit-Allianz Value Global (ISIN DE0008471467) und der dit-Vermögensbildung Global (ISIN DE0008481847) anbieten.

## Entwicklung des US-Dollar.

Schaubild 3.

Besonders ggü. dem Euro verlor der US-Dollar deutlich an Wert (seit Jahresanfang rund 12%). Der handelsgewichtete Index, der die Handelsverflechtungen berücksichtigt, verlor dagegen nur 4%. D.h. dass der Euro die Hauptlast der US-Dollar-Abwertung trägt.



- Auf der Regionenebene bleibt Europa weiterhin Übergewichtet. Zwar sind die konjunkturellen Aussichten einerseits nicht allzu rosig und lastet der starke Euro auf den Gewinnen bzw. verringert die Wettbewerbsfähigkeit. Andererseits könnte der neue „Konjunkturrealismus“; anders als in den USA, eher für eine Überraschung auf der positiven Seite sorgen. Da zudem mit einer Fortsetzung der US-Dollar-Schwäche zu rechnen ist, sollten keine Währungsrisiken eingegangen werden (dit-Megastars Europa (ISIN DE0008479544)).
- Die USA bleiben neutral gewichtet. Angesichts der nach wie vor existierenden Abwärtsrisiken könnte die Konjunktur negativ überraschen. Zudem spricht der US\$/Euro-Wechselkurs gegen Neuengagements.
- Fast nichts Neues aus Japan. Altbekannt sind das deflationäre Umfeld und das labile Bankensystem, was die drohende Unterkapitalisierung der fünfgrößten Bankengruppe verdeutlichte. Neu ist die Debatte über Aktienverkäufe der betrieblichen Pensionskassen, was den Markt unter Druck setzen könnte. Somit bleibt Japan untergewichtet.

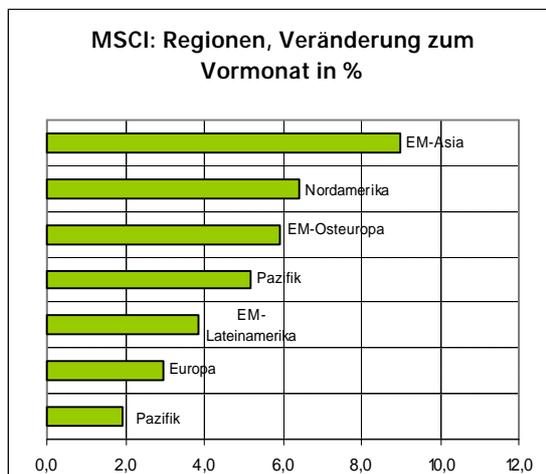
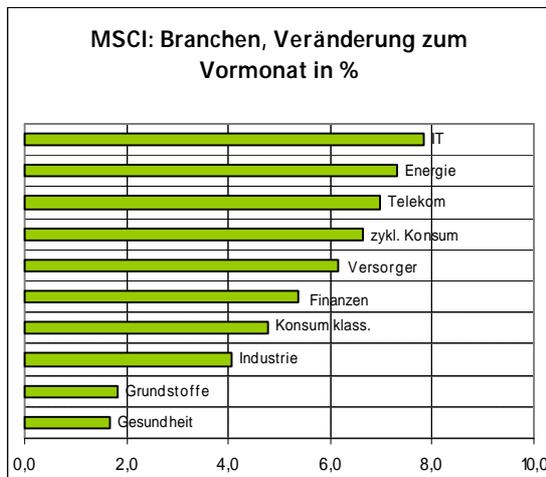
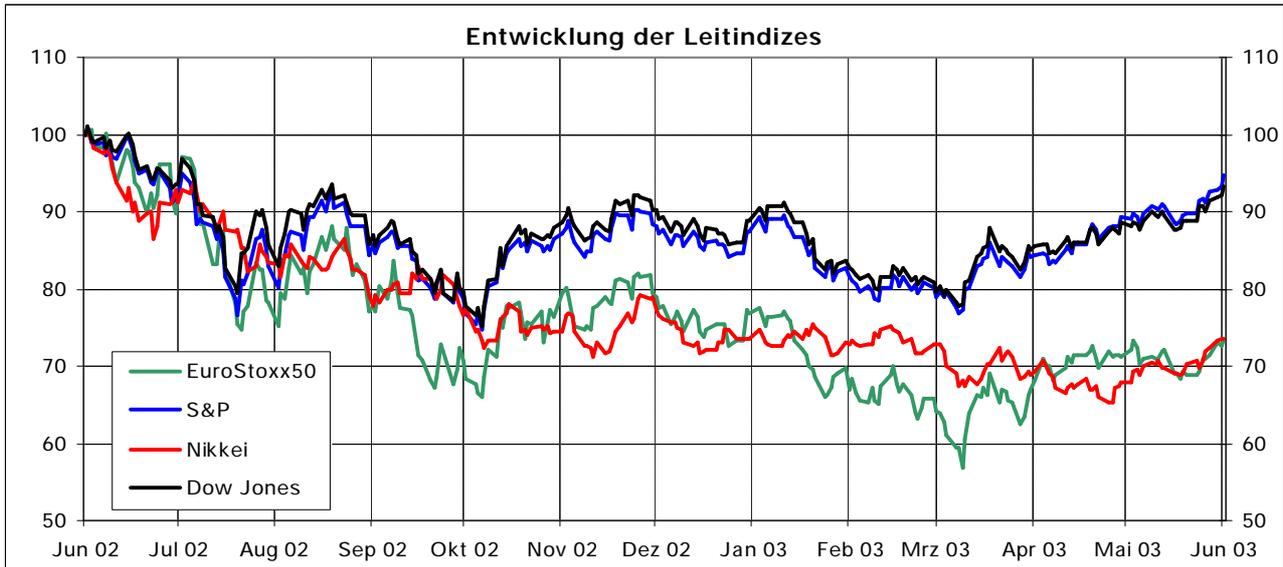
#### **Branchen.**

- In Übereinstimmung mit der taktischen Asset Allocation empfiehlt sich eine defensivere Ausrichtung des Portfolios. Dies wird über eine Untergewichtung der zyklischen Sektoren Industrie und Konsum zyklisch umgesetzt.
  - Die Branche Gesundheit wird von „übergewichten“ auf „neutral“ heruntergestuft. Auf mittlere und lange Sicht ist der Sektor zwar ein Wachstumssegment, kurzfristig dürfte aber zum einen das so genannte „Maine-Programm“ (Preissenkung für Nichtversicherte) in den USA das Thema Margendruck in den Vordergrund rücken. Zum anderen hinterlässt der starke Euro Spuren in der Gewinnentwicklung europäischer Konzerne.
- Finanzwerte bleiben Übergewichtet. Positive Quartalsberichte, vor allem der Versicherer, die jüngste Entspannung beim Belastungsfaktor Aktienmarktschwäche sowie die attraktiven Bewertungen wirken sich günstig aus. Darüber hinaus hat sich das Ertragsumfeld gebessert und profitieren die Banken von der Leitzinssenkung der EZB (dit-Finanzwerte, ISIN DE0008481896).

#### **Renten & Währungen.**

- Aufgrund der günstigen Preis- und schwachen Realdaten sowie der Euroaufwertung hat die EZB die Leitzinsen auf 2% gesenkt, was den Renditen einen Halt auf niedrigerem Niveau geben dürfte. Da das lange Ende auf dem jetzigen Niveau allerdings sehr anfällig für positive Konjunkturnachrichten ist, bietet sich der dit-Allianz Mobil-Fonds (ISIN DE0008471913) an.
- Da am kurzen Ende die Leitzinssenkung bereits eingepreist war, dürfte dort kaum noch Kurspotenzial vorhanden sein. Aus diesem Grund empfehlen wir eine neutrale Positionierung entlang der gesamten Zinsstrukturkurve.
- „Bleibe zuhause und nähre Dich redlich“; lautet die Devise auf der Währungsseite. Das niedrige Zinsniveau in den USA, das höhere Defizit im Staatshaushalt sowie das hohe Leistungsbilanzdefizit haben den Greenback zuletzt deutlich unter Druck gesetzt. Trotz günstigerer Wachstumsperspektiven ist eine weitere Abwertung nicht ausgeschlossen (dit-Euro Rentenfonds, ISIN DE0008475047).
- Die Kurse der Unternehmensanleihen haben seit Jahresbeginn kräftig zugelegt, wodurch die Luft für weitere Kursgewinne dünner geworden ist. Das Momentum und der Risikoappetit der Anleger sprechen aber weiterhin für diese Asset-Klasse. Der dit-Euro Bond Total Return (ISIN LU0140355917) investiert in die ganze Breite des Rentenmarktes, also inklusive Unternehmens- und Emerging Markets-Anleihen. pl

# Facts & Figures.



		Veränderung in %		
<b>Aktienindizes</b>	<b>04.06.2003</b>	<b>-1M</b>	<b>-3M</b>	<b>-1J</b>
DAX 30	3.080	2,2	23,3	-33,4
TECDAX	420	3,5	26,4	-45,2
EURO STOXX 50	2.357	0,2	13,3	-27,9
DOW JONES IND.	8.991	5,4	15,6	-8,2
S&P COMPOSITE	980	5,8	18,1	-6,6
NASDAQ COMP.	1.620	7,7	23,3	1,6
NIKKEI COMP.	8.657	9,5	2,2	-25,8
MSCI-WORLD	683	5,3	15,8	-13,2
<b>Zinsen</b>				
	<b>04.06.2003</b>	<b>-1M</b>	<b>-3M</b>	<b>-1J</b>
USA, 3M	1,24	1,29	1,33	1,90
2J	1,33	1,52	1,33	3,06
10J	3,34	3,92	3,65	5,01
EWU, 3M	2,17	2,50	2,49	3,48
2J	2,08	2,37	2,26	4,14
10J	3,69	4,11	3,94	5,23
Japan, 3M	0,08	0,08	0,09	0,08
2J	0,04	0,05	0,04	0,06
10J	0,50	0,60	0,74	1,36
<b>Währungen</b>				
	<b>04.06.2003</b>	<b>-1M</b>	<b>-3M</b>	<b>-1J</b>
US\$/EUR	1,178	1,124	1,092	0,944
Yen/EUR	139,3	133,4	128,4	116,4
Yen/US\$	118,9	119,1	117,4	124,1
<b>Rohstoffe</b>				
	<b>04.06.2003</b>	<b>-1M</b>	<b>-3M</b>	<b>-1J</b>
Öl (Brent, \$/Barrel)	27,6	23,6	34,1	23,8
Gold (\$/Feinunze)	362,8	339,8	353,5	325,3