



Dynamic Investment Trends.  
Bärenmarktrallye oder Bullenrun?  
Mai 2003.

# Trends

# Bärenmarktrallye oder Bullenrun?

## Inhalt.

Japan ante Portas ? .....	3
Bärenmarktrallye oder Bullenrun? .....	6
Summa Oeconomica .....	8
Fact's & 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

Die von uns genannten Fonds verstehen sich als Portfoliobeimischung, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-/Ertragsziels des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlage-spezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder beim dit.

**Von den in diesem „Dynamic Investment Trends“ erwähnten Fonds ist der Allianz Pharma & Biotechnologie nicht zum öffentlichen Vertrieb in Österreich zugelassen.**

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.

# Japan ante portas?

Immer lauter wird das Klopfen, immer dringlicher die Frage: Stehen japanische Verhältnisse vor der Tür? Drohen den USA oder dem europäischen Kontinent ein - oder sogar zwei - Jahrzehnte der Negativrenditen am Aktienmarkt?

Kein Zweifel: Ein Gespenst geht um, das japanische. Verständlich: Die Aktienmärkte bewegen sich im vierten Jahr auf unsicherem, ja abschüssigem Terrain. „Japan“ als Blaupause für den Weg in die Zukunft? Kursrückgänge über 13 Jahre, vielleicht auch länger? Der erste Blick in den Rückspiegel ist frappierend. Wird die Entwicklung der MSCI-Indizes für Japan und die USA jeweils drei Jahre vor und drei Jahre nach Platzen der Blase betrachtet, so fällt ein annähernder Gleichlauf auf. Innerhalb des ersten Dreijahreszeitraums vor dem „B-Day“ verdoppelten sich die Indizes fast, um sich in den drei darauf folgenden Jahren wieder zu halbieren. Der japanische Markt fiel dabei noch etwas stärker als der US-amerikanische. Soweit der Blick zurück. Der Blick in die Kristallkugel fällt diffiziler aus. Um mögliche Parallelitäten, aber auch um Unterschiede erkennen zu können, muss zuerst die Frage beantwortet werden:

## Wofür steht eigentlich die japanische Krankheit?

Der Fluch des billigen Geldes.

Japan galt als Erfolgsmodell noch bis Ende der 80`er Jahre. Eine zentralistisch ausgerichtete Wirtschaft, gekennzeichnet von stark verflochtenen Unternehmen und Banken, sowie billiges Geld der Zentralbank führten zu einer Ausweitung der Produktionskapazitäten und explodierenden Immobilienpreisen. Die Aktienmärkte hoben ab.

Anfang 1990 platzte die Blase. Der Nikkei fiel von seinem Top von 38.915 Punkten steil ab und hat aktuell Mühe sich über der 8.000-Punkte-Marke zu halten.

Die Antwort auf die Probleme lautete über Jahre: Vertagen. Statt Strukturen aufzubrechen, griff der japanische Staat immer stärker ein. Kennzeichnend dafür ist u.a. die keynesianisch geprägte Haushaltspolitik. Sie führte zwar zu immer wieder beobachtbaren Ausreißern bei den ansonsten trostlosen Wachstumsdaten, schlimm aber: Der Funke sprang immer weniger auf Konsum und Investitionen über. Der Multiplikatoreffekt blieb hinter den Erwartungen zurück. Was stieg, waren Schulden und Defizite der öffentlichen Hand.

Der steigende Finanzbedarf mündete in einen Selbstfinanzierungskreislauf ein: Die staatlich gelenkten Postbanken erwarben die japanischen Staatsanleihen. Je stärker das Land der nicht aufgehen wollenden Konjunktursonne in die Deflation abkippte, desto stärker der Druck auf die Zentralbank, ebenfalls jene Papiere zu kaufen.

Damit nicht genug. Während am Geldmarkt die (nominalen) Zinsen gegen Null geschleust wurden, blieb die Zinsstrukturkurve steil. Für die Banken lohnte es sich, die Renditedifferenzen zwischen langen und kurzen Laufzeiten auszunutzen. Warum dann noch risikoreiche Kredite an die Firmen vergeben, wenn es auch ohne Unternehmensrisiken geht?

Der Kreislauf schließt sich. Während fallende Immobilienpreise und schwache Konjunktur zu einer steigenden Zahl notleidender Kredite führte, verstopfte der Kreditkanal im Bankensystem. Die Firmen konnten von der Politik des kostenlosen Geldes nicht profitieren.

Gleichzeitig wurde die Entflechtung und Bereinigung im Bankensystem nur sehr zaghaft angegangen.

Wirtschaftliche Verunsicherung (steigende Arbeitslosigkeit) und fallende Preise sorgen für eine anhaltend schwache Nachfrage der privaten Konsumenten.

Japan sitzt in der Liquiditätsfalle: Die Tränke läuft über mit Zentralbankgeld, aber die Pferde saufen nicht. Der Erfolg der bisherigen

**Die Pferde saufen nicht.**

Wirtschaftspolitik gleicht dem Versuch des Essens von Miso-Suppe mit Stäbchen.

## Wiederholt sich die Geschichte?

Wiederholt sich die Geschichte mit Blick auf die USA oder Europa? Steht uns bevor, was Japan vielleicht schon hinter sich hat?

Der Blick alleine auf die Aktienmärkte greift zu kurz:

- Schon am **Immobilienmarkt** finden sich kaum Parallelen. In den USA sind die Hauspreise seit Mitte der 80'er zwar merklich gestiegen. Von einer Bubble am Häusermarkt kann jedoch kaum gesprochen werden. Werden die Hauspreise auf das Pro-Kopf-Einkommen bezogen, wird klar: In den USA haben sie deutlich mehr Bodenhaftung als in Japan. In Deutschland blieb die Entwicklung der Hauspreise hinter jener in den USA zurück. Das Potenzial für faule Kredite bleibt schon aus dieser Sicht eingeschränkt.
- Dazu kam/kommt eine **Geldpolitik** des Federal Reserve Boards und der Bundesbank bzw. EZB, welche auf die Wachstumsschwäche deutlich schneller reagierte, als ihr japanisches Pendant. Im Fall der USA greift der monetäre Impuls unmittelbar über eine Verbilligung der Hypothekenzinsen, was Kaufkraftgewinnen gleichkommt. Und: Fed und EZB sind unabhängig von politischen Beeinflussungsversuchen. Die Refinanzierung des Staates oder das Auffangen von Aktienpaketen der in Not geratenen Banken gibt es nicht.

**Japan: Zuviel Staat, zuwenig Markt.**

- Auch die Lage im **Bankensektor** ist kaum vergleichbar. In den USA wie im Euroland orientiert sich die Kreditvergabe an den Risiken. Basel II verstärkt diesen Prozess. Faule Kredite werden nicht durch billige Refinanzierungssätze der Zentralbanken verschleiert, der Wettbewerbsdruck sorgt für Cost-Cutting- und Restrukturierungsmaßnahmen.
- Auch gilt: Die USA wie Deutschland weisen deutlich bessere Strukturkennzahlen in den **öffentlichen Haushalten** im Vergleich mit Japan auf, was auch ihren zukünftigen Handlungsspielraum vergrößert. Die Staatsschulden in Japan sind, gemessen am BIP, auf 160% angestiegen. In den USA und in der Bundesrepublik liegen sie bei ca. 60%. Die Nettokreditaufnahme in den beiden erstgenannten Ländern blieb über die 70'er Jahre hinweg bis heute oberhalb von 4% (gemessen im BIP), in Japan stieg sie auf 8%. Das von der Konjunktur unabhängige Strukturdefizit liegt in den USA und Deutschland, nach Berechnungen der OECD, oberhalb von -3%, in Japan liegt es bei -7%.

Kurz: Die japanische Krankheit ist eine Krankheit von zuviel Staat und zu wenig Markt. Sie ist der Lehrbuchfall, wie man es nicht macht. Die verzögerten Reformen führten zur Anhäufung fauler Kredite, einem fragilen Bankensektor und stagnierenden Unternehmensgewinnen bei einer über das letzte Jahrzehnt unveränderten Arbeitsproduktivität. Nicht so z.B. in den USA. Dazu kommt eine Geschlossenheit nach innen, welche vor Wettbewerb schützt. Signifikant dafür sind die ausländischen Direktinvestitionen (Foreign Direct Investments FDI). In Japan beträgt die Quote der FDIs in Relation zum Bruttoinlandsprodukt 0,6%. Zum Vergleich: In den USA liegt die Quote bei knapp 3%, in Deutschland bei fast 10%.

Dabei war nach den Daten der OECD über die letzten zehn Jahre ein deutlicher Anstieg feststellbar. Nicht so in Japan.  
 Japan ante portas? Nein - solange die richtigen Lehren gezogen werden und der Wettbewerbsmechanismus gilt.

Verschlossene Türen für das japanische Gespenst wünscht

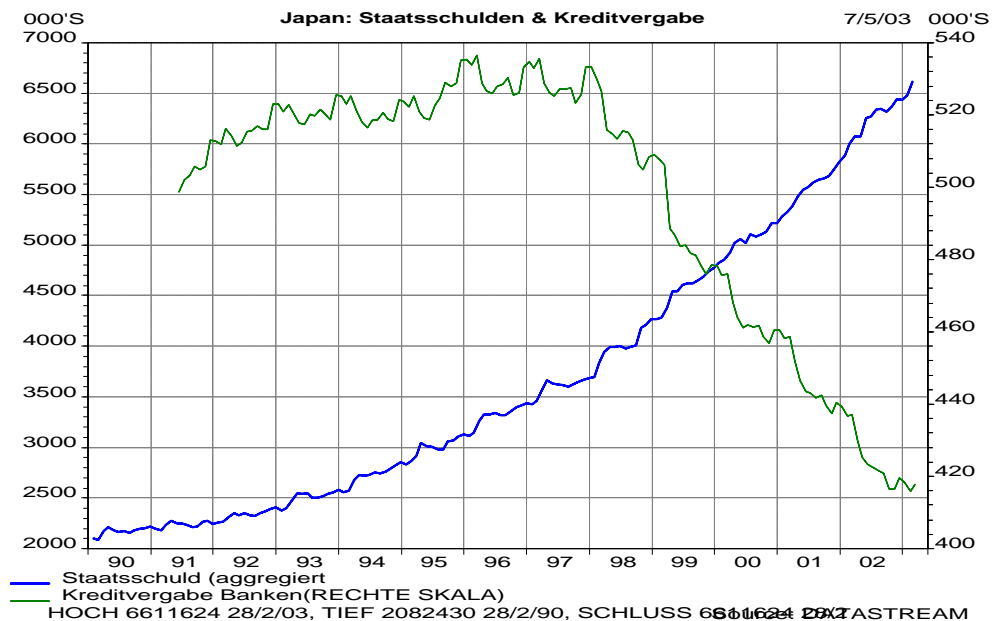
Hans-Jörg Naumer  
 Dynamic Investment Trends

## Aktienmärkte: Erinnerungen an die Zukunft?

MSCI Japan und USA  
 jeweils 3 Jahre vor und 3 Jahre nach dem Platzen der Blase.  
 Rebasiert auf den Startzeitpunkt des Crashes.



## Die Staatsschuld steigt, die Kreditvergabe schrumpft.



# Bärenmarktrallye oder Bullenrun?

Der April - ein Monat wie kaum ein anderer an den Kapitalmärkten. Mit dem schnellen Ende des Irak-Krieges starteten die Bullen durch. Es kam zu einem Aufsehen erregenden Durchstarten.

Unterstützend wirkten die Unternehmensgewinne. Der Großteil der „Earnings Season“ liegt hinter uns. Die Gewinne für das erste Quartal wurden i.d.R. „inline“ mit den Erwartungen oder besser erwartet verkündet. Dabei gaben die US-Aktienmärkte den Takt an, konnten sich im Performance-Ranking aber nicht bis an die Spitze durchschlagen. Vielmehr gingen die lateinamerikanischen und osteuropäischen Börsen, gefolgt von den Industriestaaten Europas, in Führung. Der DAX kämpfte mit der 3.000-Marke.

Geradezu unspektakulär das Bild am Rentenmarkt. Während sich die Zinsphantasien mit Blick auf das Federal Reserve Board und die EZB etwas verflüchtigten, schwankten die Renditen am langen Ende orientierungslos im Windschatten der Aktienmärkte. Insgesamt blieb der in Teilmärkten wie den Unternehmensanleihen zu beobachtende Risikoappetit der Anleger nicht nur erhalten, sondern sprang auf weitere Segmente des Marktes über (vgl. unser Editorial „Gesplante Risikoaversion“ in der Aprilausgabe dieser Publikation).

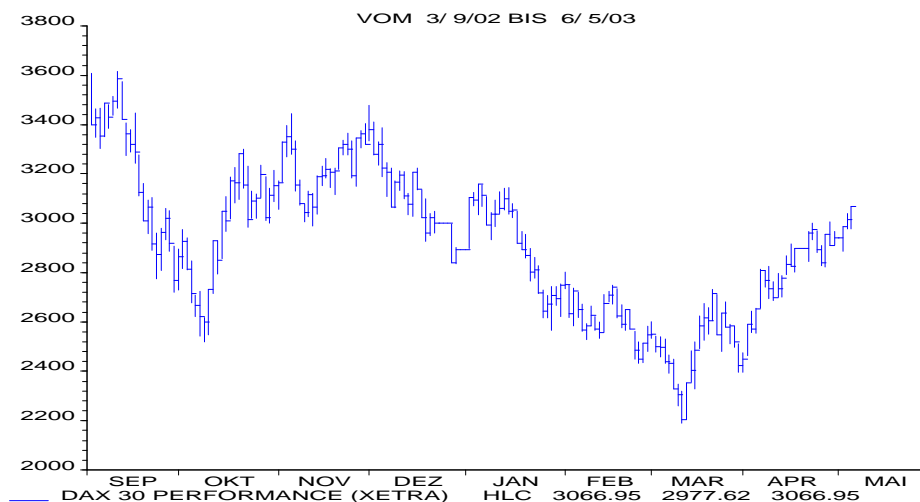
**Risikoappetit auf Aktien  
übergesprungen.**

Auf der Branchenseite holten zunächst die vorher so abgestraften Finanzwerte auf und lieferten sich ein Kopf-an-Kopf-Rennen mit den Telekom- und IT-Werten. Insgesamt zeigt sich bei der Branchenwelt das erwartete Bild einer Rotation hin zu den so genannten High-Beta-Stocks, d.h. überwiegend den zyklischen Werten.

## Starke Aufwärtsbewegung im April.

Schaubild 1.

DAX-30 Performance,  
Intraday.



Source: DATASTREAM

## Leitplanken für den nächsten Streckenabschnitt.

Der nächste Streckenabschnitt dürfte gerade, wenn auch nicht frei von Schlaglöchern verlaufen:

- Die **Markttechnik** hat sich verbessert. Wichtige Widerstandslinien wurden genommen. Die Breite des Aufschwungs hat zugenommen, wie die Advanced-Decline-Linie, welche die Anzahl der gestiegenen mit der Anzahl der gefallen Werte saldiert, zeigt.
- Die **Risikoindikatoren** haben sich beruhigt: Die Volatilität ist merklich gesunken, die Renditeaufschläge von Swapzinsen und Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen haben sich weiter eingeeengt, der Ölpreis hat ein neues Jahrestief erreicht. Selbst die an den Märkten genauestens verfolgte Lungenkrankheit SARS scheint sich nur in den Kursen asiatischer Märkte bemerkbar zu machen.
- Die **Finanzwerte** haben sich gefangen, was der negativen Spirale einer Kreditklemme entgegenwirkt und den Boden nach unten absichert.

Konjunkturerwartungen auf dem Boden der Realität angekommen.

- Bei den **Bewertungen** liegen nicht nur die Kurs-Gewinn-Verhältnisse weiterhin unter ihren langfristigen Durchschnitten, auch die Dividendenrenditen bleiben hoch. Im Falle Europas liegen sie fast in Höhe der Renditen von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit.
- Wichtig in diesem Zusammenhang die **Gewinne**: Zwar sind in Europa die Gewinnrevisionen noch nicht zum Stillstand gekommen, aber am wichtigsten Markt, den USA, haben sie die Nulllinie fast erreicht.
- Die **Konjunkturerwartungen** haben sich zwar weiter eingetrübt, wie die Anpassung der Wachstumserwartungen z.B. vom IWF und dem Frühjahrgutachten belegten, sind dafür aber im Bereich des Realistischen angekommen. Beim „Consensus“ lässt sich zwischenzeitlich kaum noch von übertriebenen Wachstumshoffnungen sprechen.

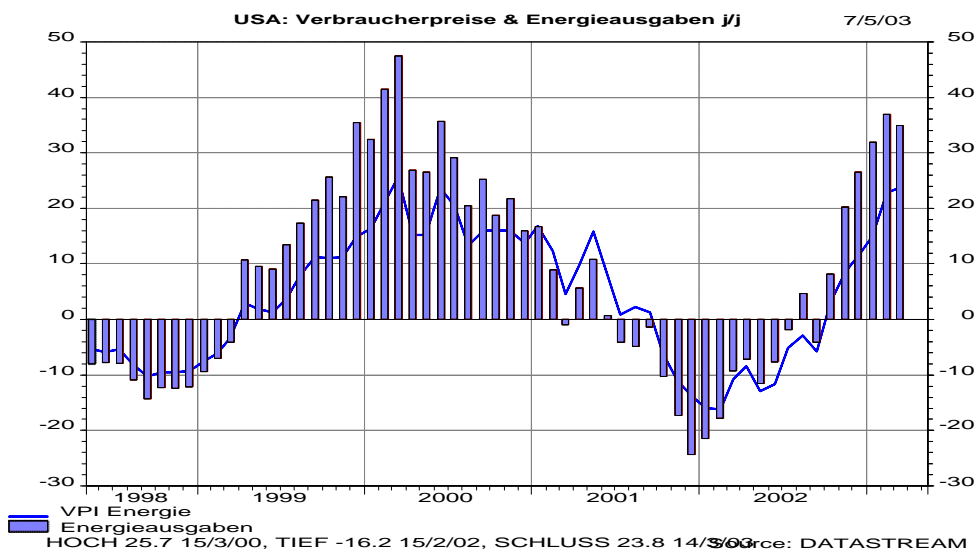
Also:

## Bullenrun- oder Bärenmarktrallye?

Die Antwort ist bei der weiteren Konjunktur-entwicklung zu suchen. Geht es am Ende doch weiter abwärts als erwartet? Die von dieser Seite kommenden Signale sind uneindeutig. Zwar zeigen eine Reihe von Sentiment-indikatoren bei den Konsumenten eine Verbesse-

## USA: Energieausgaben - Ölpreis entlastet.

Schaubild 2.



---

**Hält die Stimmung, was sie verspricht?**

rung der Stimmung an, dabei kann es sich aber auch nur um ein emotionales Durchatmen nach Ende des Irak-Krieges handeln. Tatsächlich zeigen Industrieproduktion oder Einkaufsmanagerindex in den USA ein

---

**„Konjunkturrealismus“ führt zur Übergewichtung Europas.**

anderes Bild. Auch der alte Kontinent hat sich noch nicht gefangen. Strukturell bedingte Wachstumsfesseln auf dieser Seite des Atlantiks, bekannte Wachstumsungleichgewichte (kreditfinanzierte Konsumausgaben, Leistungsbilanzdefizit) auf der anderen Seite. Schlaglöcher bleiben nicht aus. Verständlich, dass da auch die Ausblicke der Unternehmen vorsichtig und wenn, dann nur zögerlich gegeben werden. Begünstigend wirkt allerdings der Ölpreis. Der niedrigere Ölpreis bedeutet ein Plus an Kaufkraft gerade für die Privaten. Gut auch für die Anleihemärkte: Das US-Budgetdefizit muss weniger stark ausgedehnt werden.

## Summa Oeconomica.

### Taktische Asset Allocation.

- Die Überlegungen zur Gesamtallokation des Portfolios setzen zunächst am Ende des Irak-Krieges an, mit dem ein großer Unsicherheitsfaktor entfallen ist. Bewertungen, Technik und Gewinne führen zu einem freundlicheren Bild, das keine Untergewichtung der Aktien gegenüber Renten rechtfertigt. Für eine sofortige Übergewichtung der Aktienseite ist es aber, noch in Anbetracht der Konjunktur, zu früh. Empfehlung: Auf „neutral“ stellen und bei temporären Kursrückschlägen zukaufen.

---

**Kursrückschläge nutzen.**

### Aktien.

- In konjunkturell noch unruhigen Zeiten macht eine Verstärkung der Diversifikation bei den Aktien unverändert Sinn, gerne auch mit einem „Value-Tilt“, was u.a. den dit-Allianz Value Global (ISIN DE0008471467) nahelegt.

- Der neue „Konjunkturrealismus“ legt auf regionaler Seite einer Übergewichtung Europas nahe. Dort sind die Gewinnrevisionen zwar noch nicht zum Abschluss gekommen, aber der Wachstumspfad verspricht, anders als in den USA, eher positive Überraschungen. Auch sind die Bewertungen noch deutlich attraktiver. Ein Blick auf den dit-Vermögensbildung Europa (ISIN DE0008481813) lohnt.
- Bei den USA empfiehlt sich eine neutrale Gewichtung. Der Aufholbedarf der Kurse ist hier nicht mehr ganz so groß.

### Branchen.

- Da die Frage „Bärenmarktrallye“ oder „Bullenrun“ noch nicht abschließend beantwortet ist, empfiehlt sich das Eingehen eines breit angelegten Sektorexposures für längerfristige Investoren unverändert noch nicht.
- Im „Meinungsportfolio“ sollte allerdings die bisher defensive Ausrichtung etwas zurückgenommen werden, was u.a. über eine neutrale Gewichtung der „neuen Versorger“, der Telekommunikationswerte, erreicht wird. Die bisherige Übergewichtung hat sich ausgezahlt und wird glattgestellt.
- Die Pharmawerte dagegen bleiben Übergewichtet (Allianz Pharma & Biotechnologie ISIN DE0006337835).
- Auf zyklischer Seite kommen die Finanzwerte hinzu (dit-Finanzwerte DE0008481896). Sie profitieren noch von dem freundlichen Marktumfeld, den niedrigen KGVs und Dividendenrenditen.

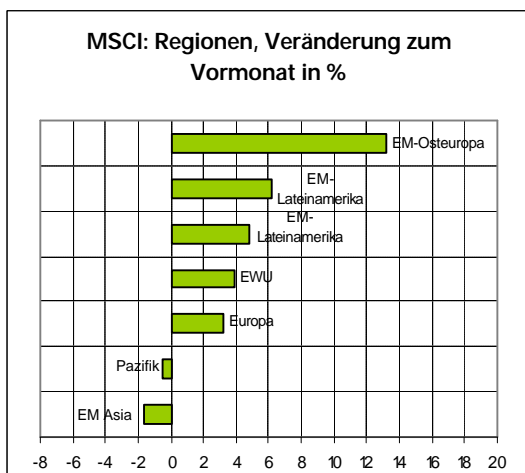
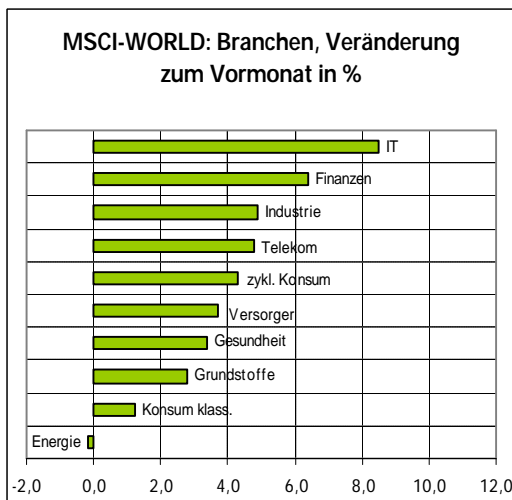
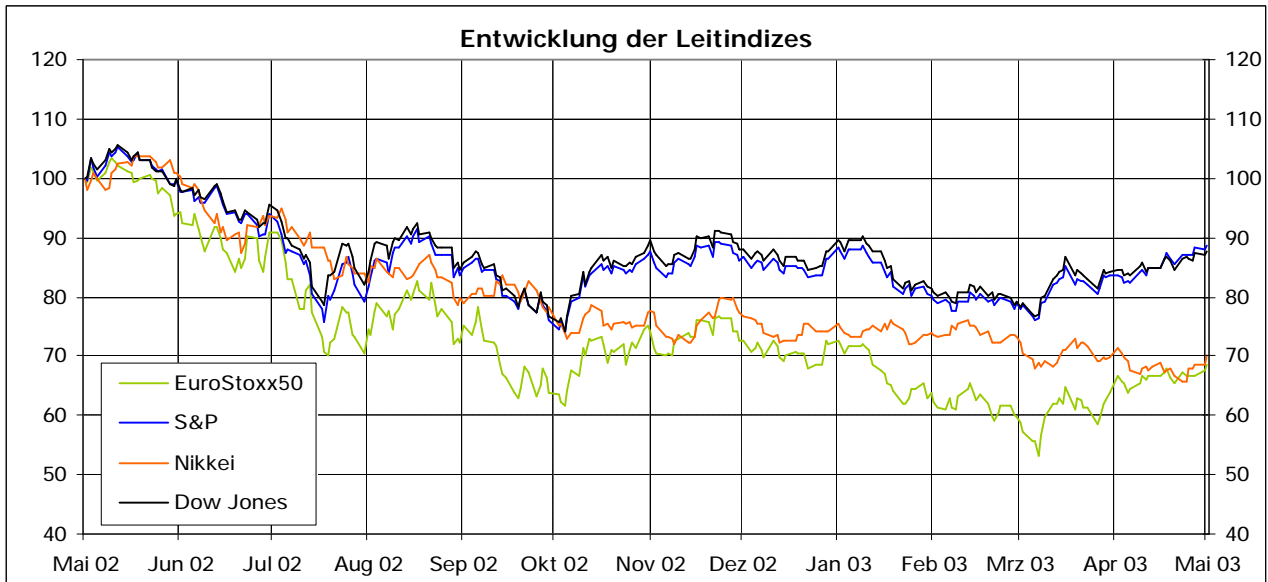
### Renten.

- Der Euro zeigt sich sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Yen nach wie vor von seiner starken Seite.
- Bei unverändert höheren Renditen über alle Laufzeitensegmente im Euroraum gilt die alte Empfehlung: Innerhalb der G3-Währungen lohnt es nicht, ein Währungsexposure einzugehen.
- Beim Laufzeitenspektrum europäischer Staatsanleihen wird weiterhin die Mitte gestärkt. Die langen Laufzeiten bleiben Residualgrößen des Aktienmarktes. Da sich dieser wieder in freundlicherem Terrain bewegt, sind leichte Renditeanstiege zu erwarten.

hjn



# Facts & Figures.



		Veränderung in %		
<b>Aktienindizes</b>	06.05.2003	-1M	-3M	-1J
DAX 30	3.067	9,2	19,4	-37,1
TECDAX	404	11,0	16,8	-48,5
EURO STOXX 50	2.390	3,2	12,0	-30,8
DOW JONES IND.	8.588	3,5	9,2	-12,7
S&P COMPOSITE	934	6,2	12,6	-11,0
NASDAQ COMP.	1.524	9,7	18,8	-3,2
NIKKEI COMP.	8.110	-1,7	-4,0	-28,3
MSCI-WORLD	656	4,5	10,0	-17,4
<b>Zinsen</b>				
	06.05.2003	-1M	-3M	-1J
USA, 3M	1,29	1,28	1,35	1,92
2J	1,52	1,54	1,66	3,16
10J	3,89	3,95	3,95	5,08
EWU, 3M	2,48	2,52	2,79	3,42
2J	2,41	2,48	2,56	4,10
10J	4,12	4,23	4,11	5,23
Japan, 3M	0,08	0,08	0,10	0,09
2J	0,05	0,06	0,04	0,05
10J	0,60	0,70	0,85	1,37
<b>Währungen</b>				
	06.05.2003	-1M	-3M	-1J
USD/Euro	1,134	1,072	1,081	0,914
Yen/EUR	133,9	128,7	129,6	116,3
Yen/USD	117,6	119,9	119,9	127,2
<b>Rohstoffe</b>				
	06.05.2003	-1M	-3M	-1J
Öl (Brent, \$/Barrel)	23,6	25,4	31,5	25,8
Gold (\$/Feinunze)	342,9	324,8	375,0	310,9