

# KAPITALMARKTBRIEF

September 2006



## Nur Mut!

Im August, der mit durchwachsenen konjunkturellen Daten aufwartete, fanden sowohl die Aktien- als auch die Rentenmärkte zu beachtlicher Stärke zurück. Regional deckten sich die Kursanstiege mit den Erfahrungen der letzten zwölf Monate: Auf Industrieländerebene lagen japanische und europäische Aktien vorn, während die US-Börsen nur unterdurchschnittliche Kursanstiege verbuchen konnten. Ist an der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung zu zweifeln?

Fakt ist, dass der Konjunkturmotor in den USA noch verhältnismäßig rund läuft und seine Drehzahl nur allmählich reduziert: Einer nachlassenden Kreditnachfrage und einem sich deutlich abschwächenden Immobilienmarkt stehen anhaltend hohe Einzelhandelsumsätze bei robuster Lohnentwicklung, guter Auftragslage und rückläufigen Kerninflationen gegenüber.

Dass die japanische Wirtschaft im zweiten Quartal fast stagnierte, ist kein Grund zur Besorgnis: Vor allem der Staat reduziert zur Zeit seine Ausgaben, was zwar kurzfristig auf das Wachstum drückt, strukturell jedoch wünschenswert ist und die mittel- bis langfristigen Wachstumsaussichten verbessert. Gleichzeitig bleibt der Nachbar China ein Wachstumswunderland: Die Industrieproduktion wächst mit Vorjahresraten von rund 20 %, was selbst für asiatische Verhältnisse außerordentlich ist.

Und Europa? Ein merklicher Abfall des ZEW-Indikators deutet auf eine nahende konjunkturelle Wende hin, so weit so gut. Nach den zurückliegenden Höhen-

flügen sowohl der Stimmungsindikatoren als auch einiger „harter“ Daten (wie z. B. Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion) kommt dies jedoch nicht wirklich überraschend. Und immerhin wuchs die europäische Wirtschaft im zweiten Quartal erstmals seit 2001 schneller als die der USA.

Womit ist bei diesen Vorgaben am Kapitalmarkt zu rechnen? Dass eine konjunkturelle Beruhigung seit längerem erwartet wird, dürfte ein Grund dafür sein, dass die Aktienkurse in den letzten Jahren im Verhältnis zur guten Gewinnentwicklung nur moderat angestiegen sind. Positiv gesagt bleibt bei nur verhaltenen Erwartungen an die weitere Wirtschaftsentwicklung für große Enttäuschungen kaum Platz. Dies gilt umso mehr, da die konjunkturelle Schwäche voraussichtlich schnell vorübergehen wird. Zum Jahresende dürften die Börsenkurse der wirtschaftlichen Entwicklung vorseilen.

Die Risiken im Blick, gilt es nun vor allem Ruhe zu bewahren und aus auf den ersten Blick schwachen Wirtschaftsdaten keine voreiligen Schlüsse zu ziehen. Im wahrscheinlichsten Falle eines moderaten Zwischentiefs im globalen Konjunkturzyklus sollten Aktien weiterhin die im Vergleich zu anderen Anlageformen überlegene Rendite bieten.

Seien sie nicht sorglos, aber mutig, rät

### 28. August 2006

Aktienindizes	Stand	J/J in %
DAX	5.811	21,5
DJ Euro Stoxx 50	3.769	16,9
S&P 500	1.295	7,5
Nasdaq	2.140	0,9
Nikkei 225	15.939	28,1

Zinsen in %		- 1 Jahr	
USA	3 Monate	5,40	3,86
	2 Jahre	4,86	3,99
	10 Jahre	4,80	4,18
Euroland	3 Monate	3,26	2,13
	2 Jahre	3,52	2,19
	10 Jahre	3,87	3,19
Japan	3 Monate	0,43	0,09
	2 Jahre	0,65	0,15
	10 Jahre	1,80	1,42

Währungen		- 1 Jahr
USD/EUR	1,276	1,227

Rohstoffe		- 1 Jahr
Öl (Brent, USD/Barrel)	72,2	65,8

## Kapitalmarktbarometer

Rentenfonds Aktienfonds

### Neues vom dit

Osteuropa erfreut sich als Anlageregion zunehmender Beliebtheit. In den neuen „Analysen & Trends“ ([www.dit.de](http://www.dit.de), Märkte) geben die Volkswirte der Länderrisikoanalyse der Dresdner Bank Einblicke in die wirtschaftliche Entwicklung bei einigen der wichtigsten Länder.

### Impressum

Deutscher Investment Trust  
Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main  
Kapitalmarktanalyse  
Hans-Jörg Naumer (hjn),  
Kai Stefani (ks)

# KAPITALMARKTBRIEF

September 2006

Das erneute starke Abfallen des ZEW-Konjunkturindicators ist vor allem Ausdruck der schwachen Erwartungen vieler Analysten und Marktakteure an die Konjunktur. Und das trotz einer erneut vorwiegend positiven Berichtssaison – in den USA lagen gut 70% der Unternehmensergebnisse über den Erwartungen der Analysten. Zudem stützen letzte US-Konjunkturdaten die These einer moderaten Abschwächung der größten Volkswirtschaft der Welt. Die US-Notenbank dürfte sich nicht scheuen, bei Anzeichen einer umfassenden konjunkturellen Schwäche die Zinszügel wieder zu lockern. Aktien sollten übergewichtet bleiben.

## Märkte im Detail:

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

### Aktien Deutschland



- Ein erneut deutlicher Abfall des ZEW-Konjunkturindex relativiert sich vor dem Hintergrund eines nur moderat gesunkenen Ifo-Index und der historischen Erfahrung, dass die Ausschläge des ZEW-Index oft übertrieben stark ausfielen.
- Gleichwohl dürfte die konjunkturelle Dynamik im weiteren Jahresverlauf nachlassen, was sich schon in der Struktur des BIP-Wachstums des zweiten Quartals andeutete. Die Konsumnachfrage fiel hier überraschend schwach aus.
- Der trübe Wachstumsausblick relativiert sich jedoch vor dem Hintergrund der umsatzstarken Auslandsaktivitäten der großen Aktienunternehmen und meist günstig bewerteten Aktien.

### Aktien Europa



- Erstmals seit Mitte 2001 wuchs das BIP der EWU im Vorquartalsvergleich stärker als das der USA.
- Gleichzeitig entwickelte sich der Arbeitsmarkt überraschend positiv, was für die Entwicklung der Binnennachfrage hoffen lässt.
- Gleichwohl deuten ein auf hohem Niveau stagnierender Einkaufsmanagerindex und die schwachen deutschen Vorgaben darauf hin, dass der konjunkturelle Höhepunkt nahe ist, wenn nicht gar schon überschritten wurde.
- Die vergleichsweise gute Bewertung europäischer Aktien bei stabilen Wachstumsaussichten spricht weiter für eine Übergewichtung.

### Aktien USA



- Die US-Konjunktur dürfte sich zwar im zweiten Halbjahr weiter abschwächen, bisher spiegelt sich diese Schwäche allerdings noch nicht eindeutig in allen Konjunkturindikatoren wider.
- Vor allem der Konsum gab sich bis zuletzt robust und das trotz kaum noch steigender Preise für Wohnimmobilien und eines starken Anstiegs zum Verkauf stehender Einfamilienhäuser.
- Bei der US-Zentralbank setzte sich die Überzeugung durch, dass die Anhebungen der letzten Jahre bereits ausreichend konjunkturelle Spuren hinterlassen. Daher wurde auf einen weiteren Zinsschritt verzichtet, mit dem Hinweis, nun gelte es die weitere konjunkturelle Entwicklung zu beobachten.

### Aktien Japan



- Vor allem rückläufige staatliche Investitionen und ein Abbau der Lagerhaltung sorgten für ein überraschend schwaches Wachstum des japanischen BIP im zweiten Quartal (0,2% Q/Q).
- Die Vorgaben für die kommenden Jahre bleiben gut: Der Arbeitsmarkt signalisiert mit einem Verhältnis von 108 offenen Stellen auf 100 Bewerber – das günstigste Verhältnis seit rund 14 Jahren – weiter Stärke. Und der Immobilienmarkt belebt sich zunehmend (mit in den Metropolregionen kräftig steigenden Preisen und einer wachsenden Kreditnachfrage).

### Aktien Emerging Markets



- In einem Umfeld weltwirtschaftlicher Abkühlung gilt es vor allem auf Schwellenländer zu setzen, die: über gute Fundamentaldaten (vor allem Haushalts- und Leistungsbilanzdaten) verfügen, im besonderen Maße von einer zunehmenden Einbindung in den globalen Produktionsprozess profitieren (z. B. China und Indien) und/oder als Rohstofflieferanten über knappe Güter verfügen, die weiter stark nachgefragt werden (z. B. Russland und teilweise Brasilien).
- Da negative Konjunktur- und Inflationsdaten in den Industrieländern trotz der mittelfristig guten Aussichten dieser Länder für zwischenzeitliche Nervosität sorgen könnten, erscheint lediglich eine neutrale Gewichtung von Emerging Market-Aktien angebracht.

## Märkte im Detail:

### Branchen

Tech- und Konsumwerte führen die Performance-Rangliste im August an, obgleich gerade hier Gewinnentwicklung und -ausblick meist enttäuschend ausfielen. Kurserholungen nach dem Motto „buy on bad news“ halten erfahrungsgemäß jedoch nicht lange an. Vielmehr sollte es lohnend sein bei Sektoren Schwerpunkte zu setzen, deren Gewinnentwicklung durch langfristige Trends gestützt wird und deren Umsätze sich relativ unabhängig von einer Abschwächung der Konsumnachfrage entwickeln. Stabile Gewinnaussichten bei attraktiven Bewertungen machen echte Schnäppchen aus!

---

### Gesundheit



- Der Pharmasektor wird als traditionell defensiver Sektor im aktuellen Umfeld zunehmend interessant.
- Vor allem die großen Unternehmen des Gesundheitssektors profitierten zuletzt von einer Umschichtung von Nebenwerten zu den sogenannten Blue Chips und leichten Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen.
- Der Biotech-Bereich hat nach einer ausgeprägten Schwächephase zu Beginn des Jahres in den letzten Monaten Boden gefunden. Die Aussichten für eine merkliche Erholung der Kurse hängt allerdings von eventuellen positiven Überraschungen bei neuen Produktentwicklungen und Zulassungen ab.

---

### Energie



- Obwohl die Produktionszahlen vieler Energieunternehmen zuletzt enttäuschten, profitierten die Unternehmen der Branche von anhaltend hohen Ölpreisen. Die Gewinnrevisionen fielen erneut positiv aus.
- Da den aktuellen Schätzungen ebenso Annahmen über deutlich sinkende Ölpreise (durchschnittlich 40–45 US-Dollar) zugrunde liegen, ist auch in den kommenden Quartalen von weiteren Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen auszugehen.
- Der seit Monaten zu beobachtende Abwärtstrend der Gaspreise dürfte zum Winteranfang sein Ende finden.

---

### Renten Euroraum



- Die Aussicht auf moderat steigende Leitzinsen bei gleichzeitig voraussichtlich bald schwächeren Konjunkturdaten führte im Euro-Währungsraum zu einer merklichen Verringerung des Zinsabstands zwischen kurzem und langem Ende.
- Der ganz langlaufende Bereich (30 Jahre und mehr) erscheint bei aktuell sehr geringen Renditeaufschlägen gegenüber den Zehnjahresrenditen kaum noch attraktiv.
- Lohnend dürfte eine Schwerpunktsetzung am ganz kurzen Ende und bei 10-jährigen Anleihen sein.

---

### Renten International



- Die US-Anleihemärkte nahmen die konjunkturelle Schwäche der US-Konjunktur vorweg.
- Die US-Zinsstrukturkurve invertierte sich bei merklich sinkenden Zinsen am langen Ende trotz nicht mehr weiter steigender Leitzinsen zunehmend.
- US-Anleihen erscheinen bei dem derzeitigen Zinsniveau kaum noch attraktiv, zumal die Risiken einer Abwertung des US-Dollars unverändert hoch sind.

---

### Renten Emerging Markets



- Angesichts eines vergleichsweise ruhigen Primärmarkts – das Volumen der Bruttoneuemissionen liegt bislang rund 25% unter dem des Vorjahres – setzte sich die positive Kursentwicklung von Schwellenlandanleihen weiter fort.
- Allerdings waren die Handelsumsätze zuletzt relativ niedrig und das Risiko eines Rückschlags bei aktuell nur noch sehr niedrigen Risikoaufschlägen erscheint vergleichsweise hoch.

---

### Unternehmensanleihen



- Vor allem hochverzinsliche Anleihen profitierten zuletzt von der Suche nach höheren Renditen. Dieser Trend dürfte jedoch bald zum Erliegen kommen.
- Potenzielle Downgrades der Risikobewertungen externer Ratingagenturen konzentrieren sich vor allem im Bereich bereits schlechter Bewertungen.
- Insgesamt erscheinen die Risikoaufschläge im Unternehmensanleihemarkt unangemessen niedrig.

---

### Währungen

Bei abnehmender Zinsdifferenz am langen Ende hat sich an unserer Einschätzung des USD/EUR-Wechselkurses nichts geändert. Die Abwertungsrisiken des US-Dollars erscheinen unverändert hoch.