

Japanische Verhältnisse in Europa?

Kapitalanlagen in einem Niedrigzinsumfeld

Präsentiert durch:

Werner Krämer, Direktor, Research
Lazard Asset Management FFM

Januar 2005

Überblick über geplatzte Finanzmarktblasen

Die Welt leidet unverändert unter den Nachwirkungen der geplatzten TMT-Blase. Die Zeit der Restrukturierung und Neuorientierung ist noch nicht vorbei.

Blase	Crash	Betroffene Region	Betroffene Assetklassen
Tulip Mania	1636-1637	Niederlande	Exotische Tulpenzwiebeln, Immobilien, Kanäle, Aktien der Dutch East India Trading company
Mississippi Scheme	1719-1720	Frankreich	Aktien der Mississippi Company, Banknoten von Banque Generale und Banque Royale
South Sea Bubble	1720	England	Aktien der South Sea Trading Company, Staatsanleihen
Treasury Bond Bubble	1792	USA	US Bonds
Waterloo Speculation	1815-1816	England	Rohstoffe und Handel mit den USA
Wildcat Bank Bubble	1837	USA	Baumwolle, Land, Silber, Banken im Wilden Westen mit Emission eigener Banknoten
Railroad Mania	1847-1857, 1873	England, USA, Kontinentaleuropa	Aktien von Eisenbahnunternehmen, Immobilien, Weizen, Baumaterialien
Precious Metal Mania	1893	Australien, USA	Gold, Silber, Goldminen, Land
Money Panic	1907	Frankreich, Italien, USA	Kaffee, Eisenbahnen, Banken
Postwar Boom and Bust	1920-1921	England, USA	Aktien, Rohstoffe, Schiffe
The Great Crash	1929	USA	Aktien
Collapse of Bretton Wood	1974-1975	USA, weltweit	Aktien, Reits, Immobilien, Tanker, Boeing 747
Black Monday Collapse	1987	USA, weltweit	Aktien, Luxusimmobilien, Gewerbeimmobilien, USD
Japan Inc.	1990	Japan	NIKKEI, Immobilien
Bond Bubble	1994	USA, weltweit	Staatsanleihen
The Great Tech Wreck	2000	USA, weltweit	Aktien, speziell TMT-Werte

Quelle: W. Bonner: Financial Reckoning Day, 2003.

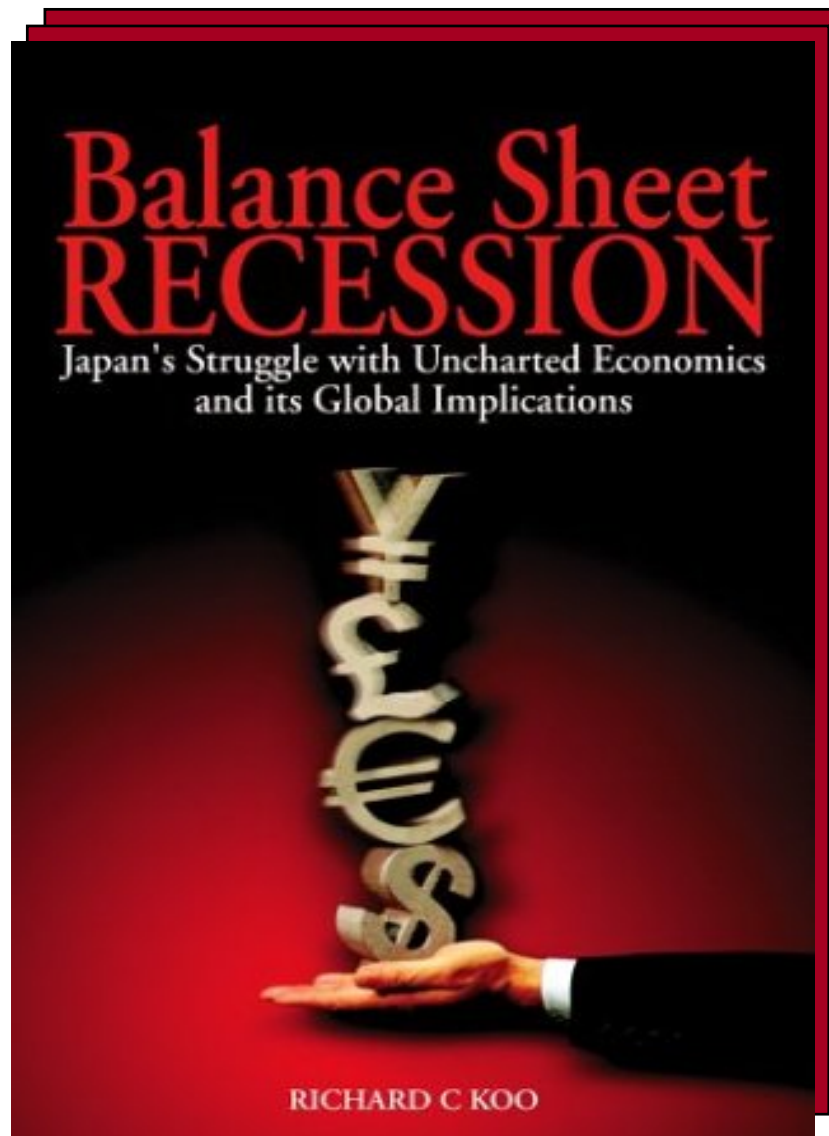
Struktur von Blasen und Crashes

Kapitalmarktblasen laufen (verblüffender Weise) in relativ strukturierten Bahnen ab. Gegenwärtig sind die Märkte mit der Bereinigung der Exzesse der TMT-Blase - insbesondere dem Kostenmanagement und dem Bewältigen des „Debt Bubble“ - beschäftigt.

Phase	Beschreibung	Kennzeichen
Phase 1	Auslösendes Ereignis	Innovation/Kondratieff Zyklus
Phase 2	Billige Liquidität	Finanzinnovation
Phase 3	Frühe Assetpreisinflation	Irrationaler Investor steigt ein
Phase 4	Extremes Trading und Spekulation	Inadäquate Überwachungsinstitutionen
Phase 5	Leichtgläubige Öffentlichkeit steigt ein	Leverage steigt an
Phase 6	Erste Probleme/Zweifel	Betrug und Bilanztricks
Phase 7	Verkaufsflut	Erste Firmen und Institutionen scheitern
Phase 8	Panikverkauf	Spezielle Chartverläufe/Irrational niedrige Bewertungen
Phase 9	Schuldeninduzierte Wachstumsdelle/Disinflation	Restrukturierung/Risikoaversion/Abbau der Exzesse
Phase 10	Erste Basis einer Erholung	Bodenbildung der Preise/Assetklassen wieder existent

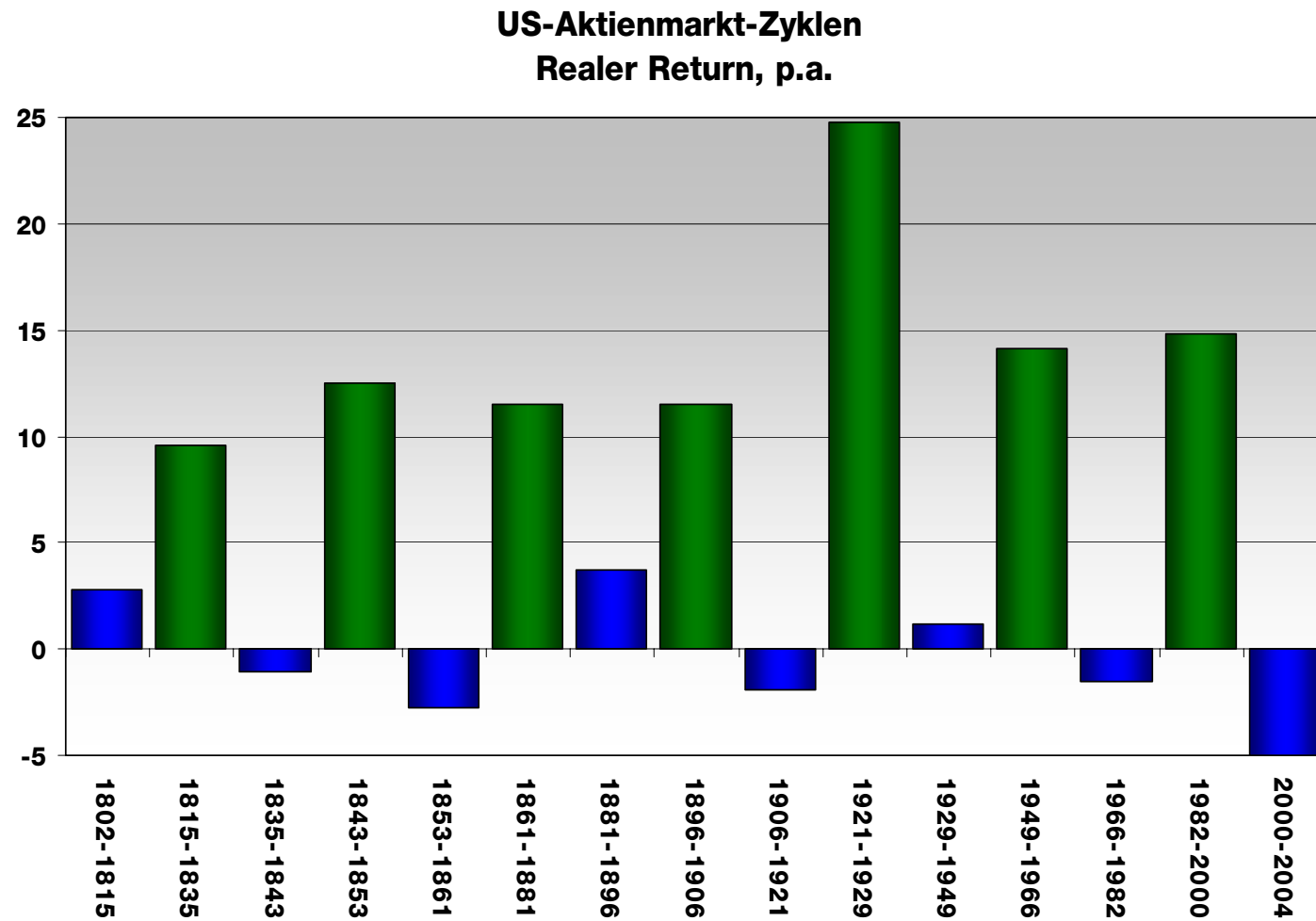
Quelle: B. Cohen: The Edge of Chaos, 1997

Im Extremfall wie in Japan kann das Platzen einer Kapitalmarktblase direkt in eine „Bilanzbereinigungsrezession“ führen. Diesem Schicksal sind die USA und Europa wegen der extrem expansiven Geldpolitik der USA bisher entgangen, aber Risiken bleiben.



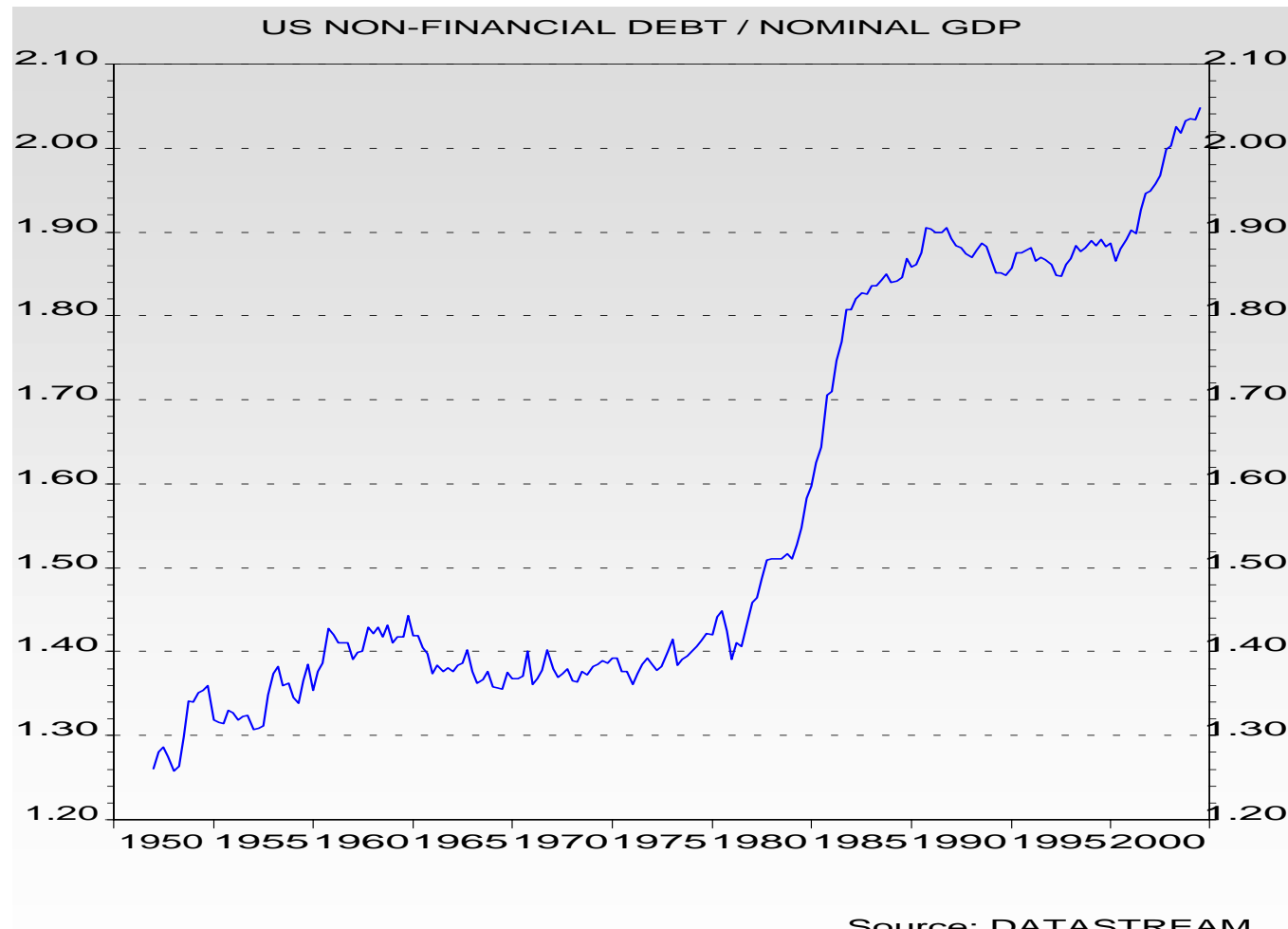
Strukturelle Baisse am Aktienmarkt?

Strukturelle Baissen dauern in der Regel 8-15 Jahre. Das spricht dafür, dass die Aktienmärkte zunächst noch schwierig bleiben.



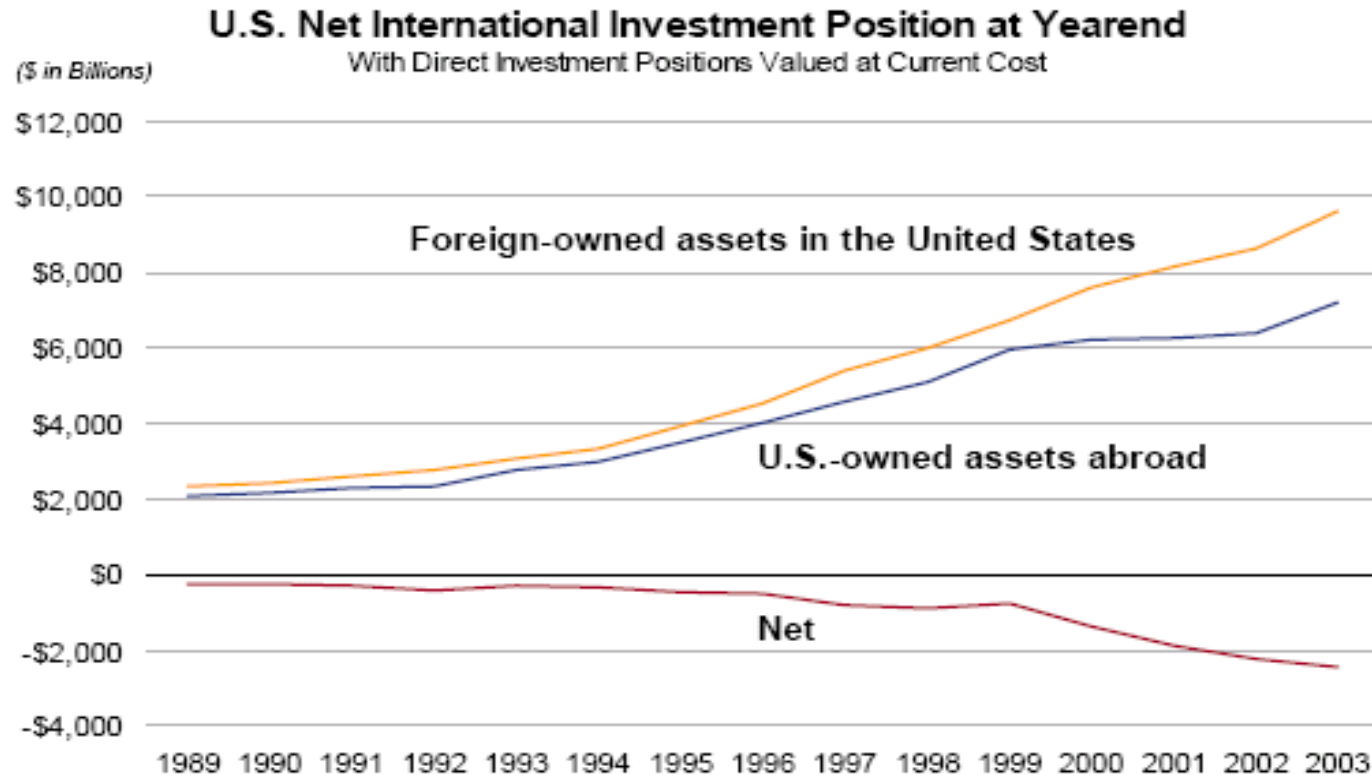
“America - The World's Biggest Hedge Fund”

Die Hauptexzesse der Aktienmarktblase, der exzessive Konsum und der „Debt Bubble“, wurden noch nicht bereinigt.



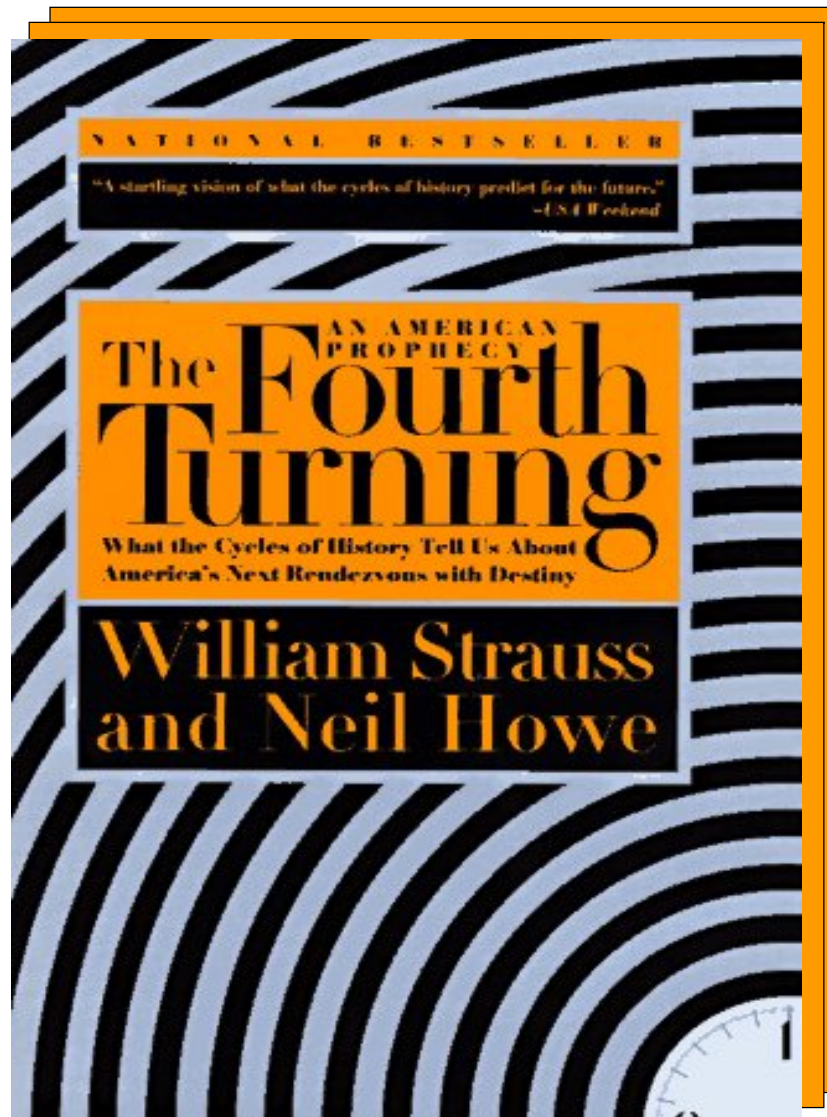
Die US-Konsumblase

Durch das Platzen der Kapitalmarktblase und die Ankunft von George W. Bush ist die US-Wirtschaft in eine extreme Schiefelage geraten. Die Amerikaner leben über ihre Verhältnisse. Das reichste Land der Welt gerät in immer größere Abhängigkeit vom Ausland.



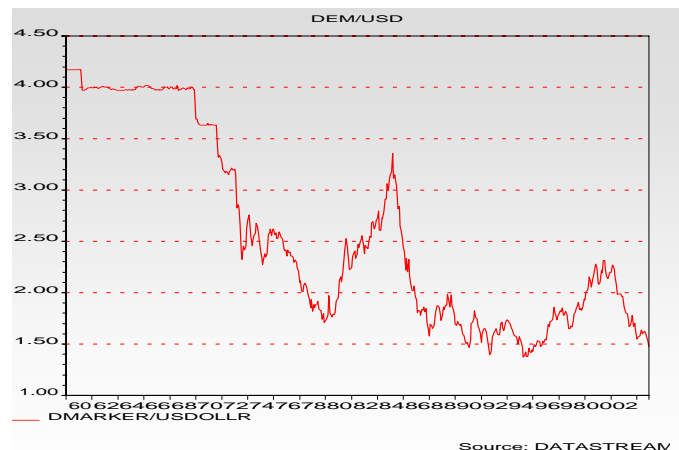
Quelle: Federal Reserve

2005: Die Schlacht um
Amerika.....



Kampf um den USD

In diesem Umfeld wird der USD zum Spielball asiatischer Investoren. Ohne die Käufe asiatischer Zentralbanken (USD-Recycling) wäre der USD wahrscheinlich schon im freien Fall.



Aufschwung mit Risiken

Weltkonjunktur 2005:
Fortsetzung der
Erholung unter Risiken.



Aufstieg des Euro in schwieriger Zeit

**Zeitenwende in für Euroland
ungünstiger Zeit!!**

Die große deutsche Strukturkrise

Deutschland hat die Chance verpasst, mit der Wiedervereinigung und dem Start der EWU eine grundlegende Restrukturierung des Systems zu begründen.

- ◆ Die Übermacht des Staates
- ◆ Wiedervereinigung
- ◆ Verschlafene Strukturreformen
- ◆ Europäische Währungsunion
- ◆ Demografie



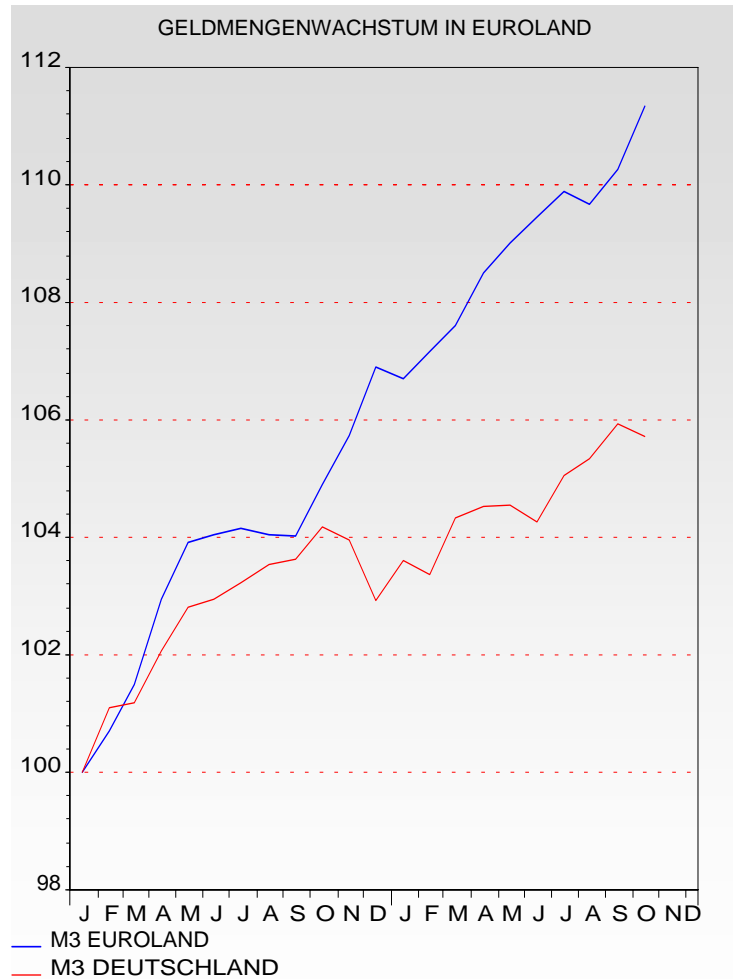
Desaster deutsches Steuersystem: Abschreckend hohe Steuersätze, nicht existente Einnahmen.



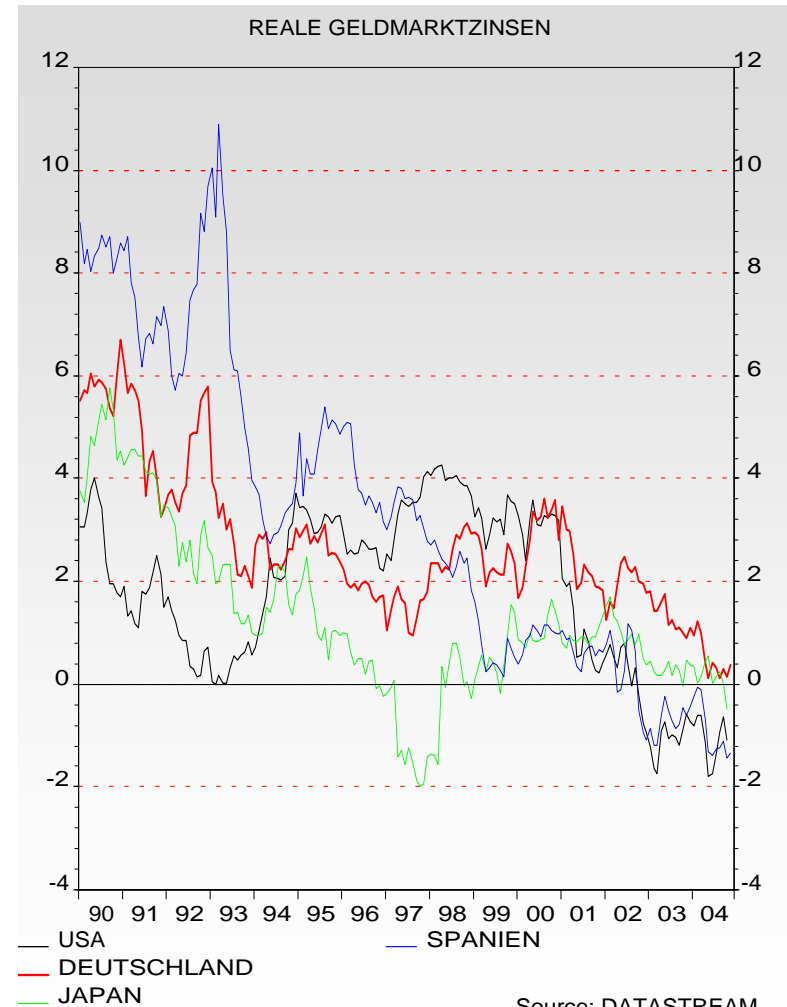
Quelle: DIE WELT

Die Folgen der EWU

Deutschland zahlt einen hohen Preis für die Europäische Währungsunion. Der Exportboom geht Hand in Hand mit einer exorbitanten Schwäche der Binnenkonjunktur, da sowohl die Geldpolitik als auch die Fiskalpolitik machtlos geworden sind.



Source: DATASTREAM



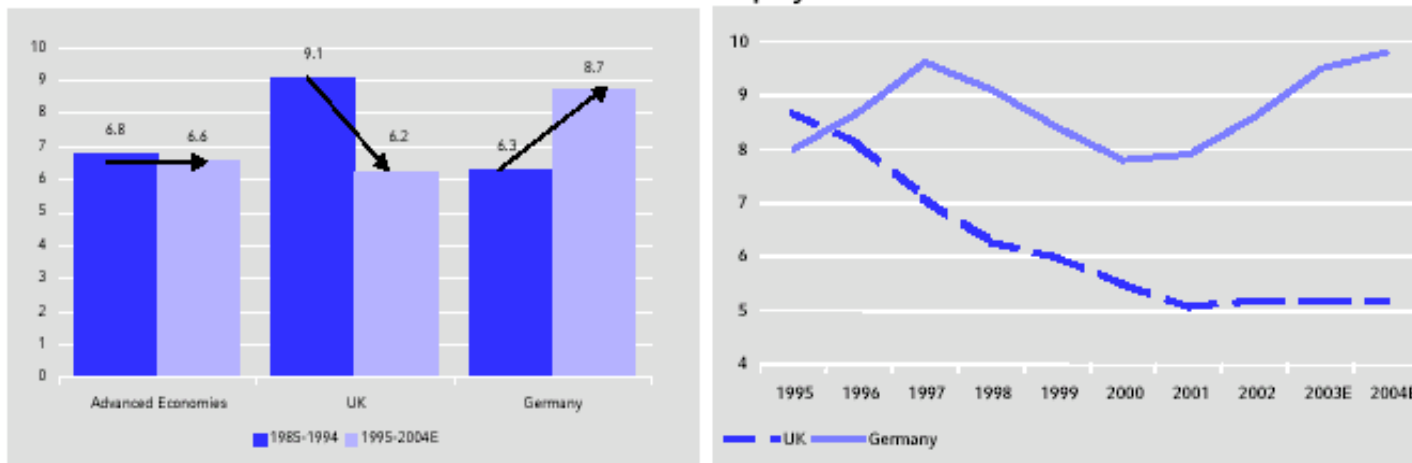
Source: DATASTREAM

Die Megaschwäche Deutschlands: Der Arbeitsmarkt

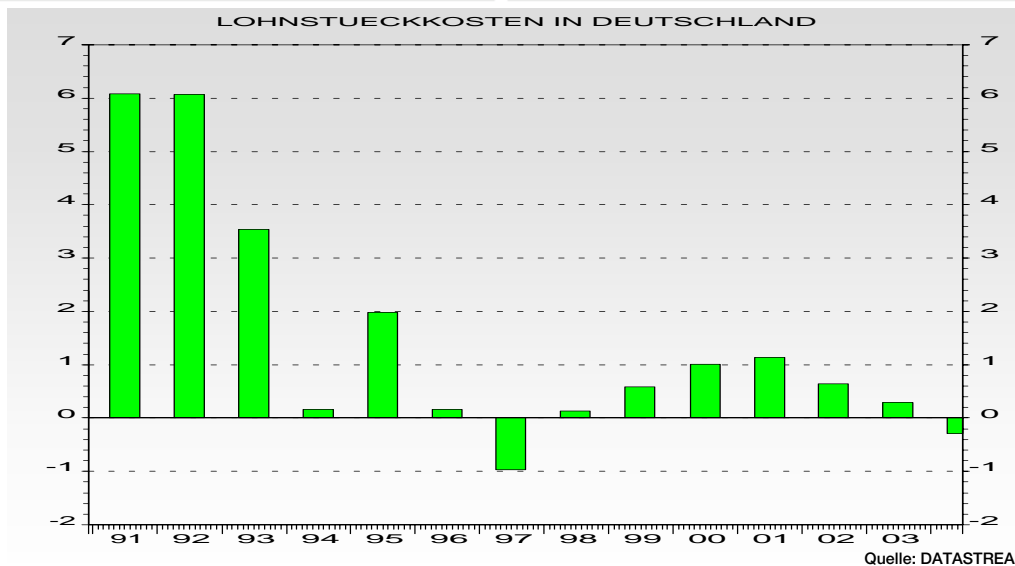
Bernard Connolly, 1996: "The rotten heart of Europe".

Wir sind gezwungen, Reformen auf der Angebotsseite zu machen, wenn wir auf der Nachfrageseite am schwächsten sind.

Success now visible on the labour market as well – unemployment rates in %



Source IWF



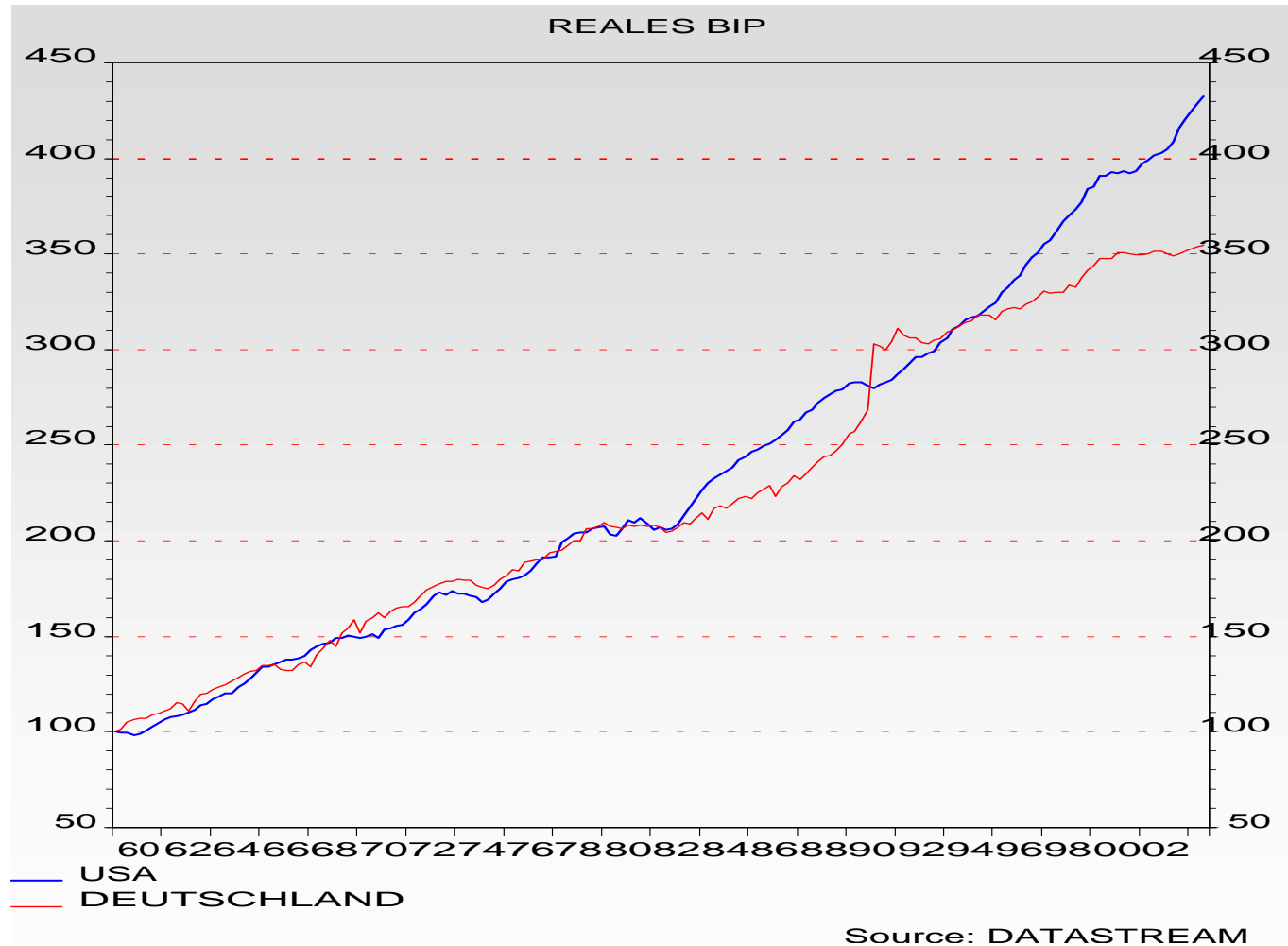
Quelle: DATASTREAM

Der Kampf der Generationen

Die zyklischen und strukturellen Probleme werden durch den herannahenden Demografiedruck verstärkt.

Deutschlands Wachstumsschwäche

Deutschland:
Stagnation und
Wachstumsschwäche



Was unterscheidet Deutschland von Japan?

Deutschland leidet unter Stagnation und Wachstumsschwäche, aber das Deflationsrisiko ist im Vergleich zu Japan sehr begrenzt.

- ◆ Kein Immobiliencrash
- ◆ Keine Bankenkrise
- ◆ Mehr Marktwirtschaft und offener Kapitalverkehr
- ◆ Kein Devisenrecycling und keine Dominanz von „Null Return“-Assetklassen
- ◆ Reformbedarf erkannt, erste Schritte eingeleitet
- ◆ Deutschland ist Teil eines größeren Währungsraumes
- ◆ Wachstumsfaktor EU-Osterweiterung

Germany on the mend

Ludwig Siegele *BERLIN*

At last, it gets serious about taking the tablets

Is Germany going the way of Japan, which spent a decade in the doldrums, or even Argentina, which was once the world's fifth-largest economy? A distant observer might get that impression, given all the bad news coming from Europe's biggest economy recently: slow growth, high unemployment, record budget deficits, mass protest rallies. Unemployment is hovering around 4.5m, the pace of reform is still too slow and, particularly in the country's eastern part, reform's losers are taking to the streets.

Quelle: THE ECONOMIST; The World in 2005

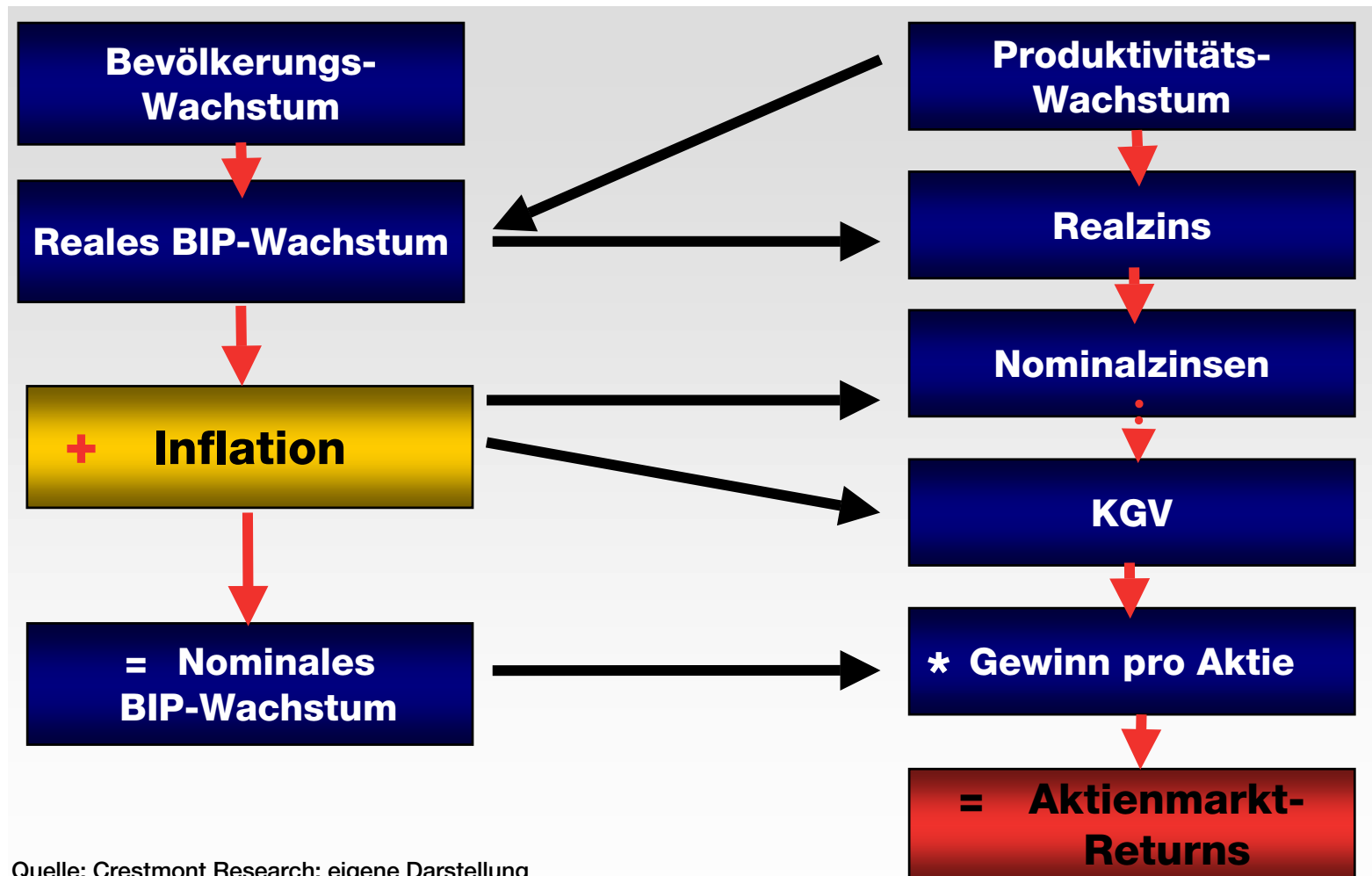
Deutschland = der
kranke Mann Europas?
Oder Deutschland vor
der Renaissance?

Kurzthesen zum Makroausblick

- ◆ Der Aufschwung schwächt sich ab aufgrund der hohen Rohstoffpreise, des restriktiveren Kurses Chinas und des Auslaufens monetärer und fiskalischer Impulse in den USA.
- ◆ Die Welt ist eine „Welt im Ungleichgewicht.“
- ◆ Der Aufschwung ist daher ein Aufschwung unter hohen Risiken, dessen Nachhaltigkeit 2005 zu beweisen ist.
- ◆ Es spricht wenig für ein Ende der Low Return-Welt.

Volkswirtschaftliche Determinanten der Wertpapiermärkte

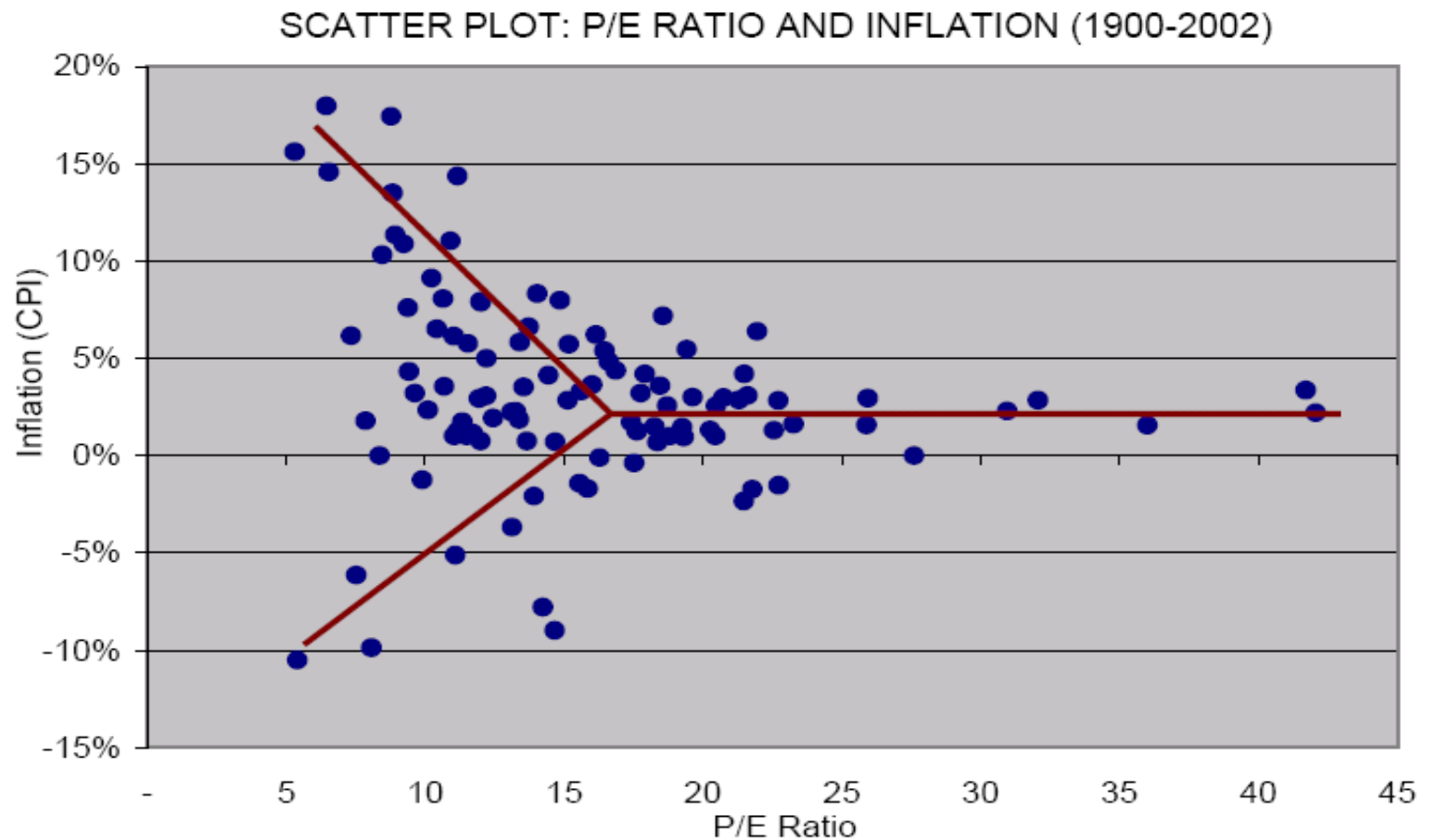
Die alles entscheidende volkswirtschaftliche Größe für die Kapitalmärkte ist die (zu erwartende) Inflation.



Quelle: Crestmont Research; eigene Darstellung

Risiko Inflation / Risiko Deflation

Risiken für die Aktienmarktbeurteilung entstehen lediglich bei Deflation oder explodierender Inflation.



The winner takes it all....

Inflationsrisiken oder
Margendruck?



BY JAMES C. COOPER & KATHLEEN MADIGAN

The Coming Battle Between Profits and Prices

Pricing power is rising, but so are costs—and that will soon squeeze margins

U.S. ECONOMY The latest signs of a stronger economy, as well as twin surprises in the October price data, have heightened worries about an inflation threat, if not right away, then sometime in 2005. But the most important trend in the realm of pricing is the developing tug of war between prices and profits. Companies are dealing with

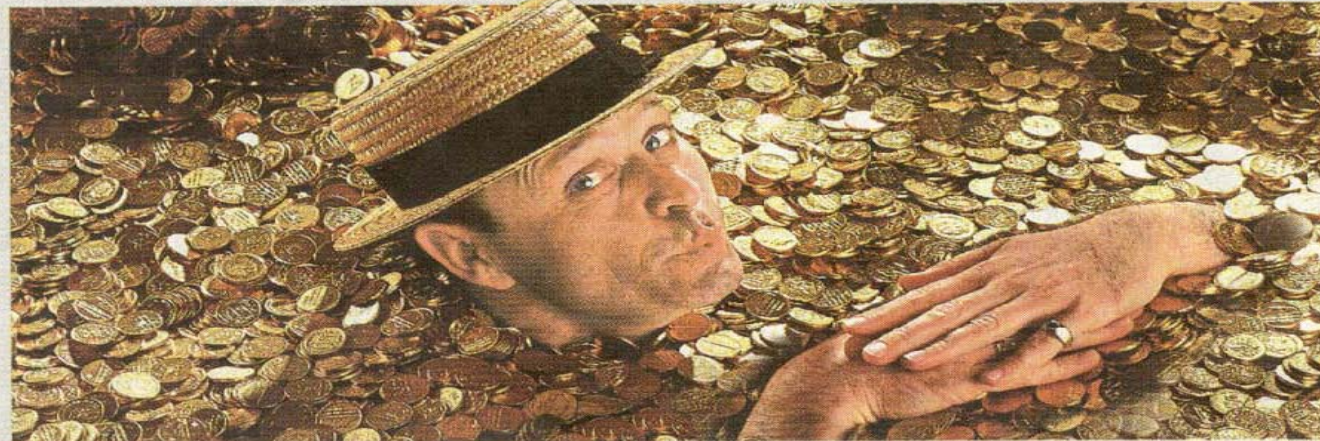
Business Outlook

Die Globalisierung dürfte die Inflationsrisiken begrenzen.



Die Unternehmensphilosophie vieler Unternehmen seit dem Platzen der Aktienblase war Deleveraging. Hiervon hat insbesondere der Markt für Unternehmensanleihen überproportional profitiert. Diese Impulse dürften langsam auslaufen.

Viele Dax-Unternehmen schwimmen wieder im Geld



Unternehmen	Nettoverschuldung Q3 2004 in Mio. Euro	Veränderung der Verschuldung gegenüber Vorjahr in %	Verschuldung gegenüber 2001 in %	Kreditrating Moodys	Kreditausblick Moodys	Ausgegebene Anleihen insgesamt	Anleihen davon in Dollar	Anteil der in Dollar denominierten Anleihen in %
Adidas-Salomon	913	-35,8	-45,7	-	-	400	0	0,0
Allianz	425154	16,6	-3,2	Aa3	stabil	54599	6497	11,9
Altana	-475*	-	-	-	-	0	0	-
BASF	1896	-50,7	-10,4	Aa3	stabil	2305	45	1,9
Bayer	6173	-16,7	-6,8	A3	stabil	6945	798	11,5
Hypo-Vereinsbank	285956	-10,6	-44,4	A3	stabil	107068	4923	4,6
BMW	24780	10,4	11,0	A1	stabil	11193	1183	10,6
Commerzbank	129083	-9,2	-46,4	A2	stabil	88724	2511	2,8
Continental	1141,1	-35,8	-56,1	Baa2	positiv	1533	33	2,1
Daimler-Chrysler	64447	4,3	-15,6	A3	stabil	44874	21363	47,6
Deutsche Bank	92498	-9,6	-38,8	Aa3	stabil	94176	33342	35,4
Deutsche Börse	-6506,6*	-	-	Aa1	stabil	500	0	0,0
Lufthansa	-801	-195,9	-	Baa2	stabil	1125	0	0,0
Deutsche Post	-5893*	-	-114,0	A1	stabil	20267	1532	7,6
Deutsche Telekom	40612	-16,7	-36,3	Baa1	stabil	41149	9274	22,5
Eon	8909	-30,2	113,4	Aa3	stabil	8883	565	6,4
Fresenius Med. Care	1980,37	-8,3	-25,8	Ba1	stabil	957	504	52,6
Henkel Vz.	2781	343,5	252,5	A2	negativ	1337	337	25,2
Infineon	-396*	-535,2	-17,8	-	-	1340	0	0,0
Linde	2875	-7,0	-24,5	A3	stabil	2387	60	2,5
MAN	422	145,3	-0,7	-	-	300	0	0,0
Metro	8546,7	3,4	119,8	Baa1	negativ	3274	0	0,0
Münchener Rück	2809	51,3	-5,4	-	negativ	4959	374	7,5
RWE	17351	-18,1	1192,0	A1	negativ	18105	221	1,2
SAP	-2834*	56,1	636,3	-	-	0	0	-
Schering	0	0,0	0,0	A2	stabil	0	0	-
Siemens	-2639*	-291,2	-165,7	Aa3	stabil	8819	749	8,5
Thyssen-Krupp	4262	-12,5	-33,5	Baa3	stabil	2132	75	3,5
Tul	2656,6	-23,1	-57,1	-	-	2160	0	0,0
Volkswagen	44174	0,4	26,6	A3	negativ	29706	1441	4,9

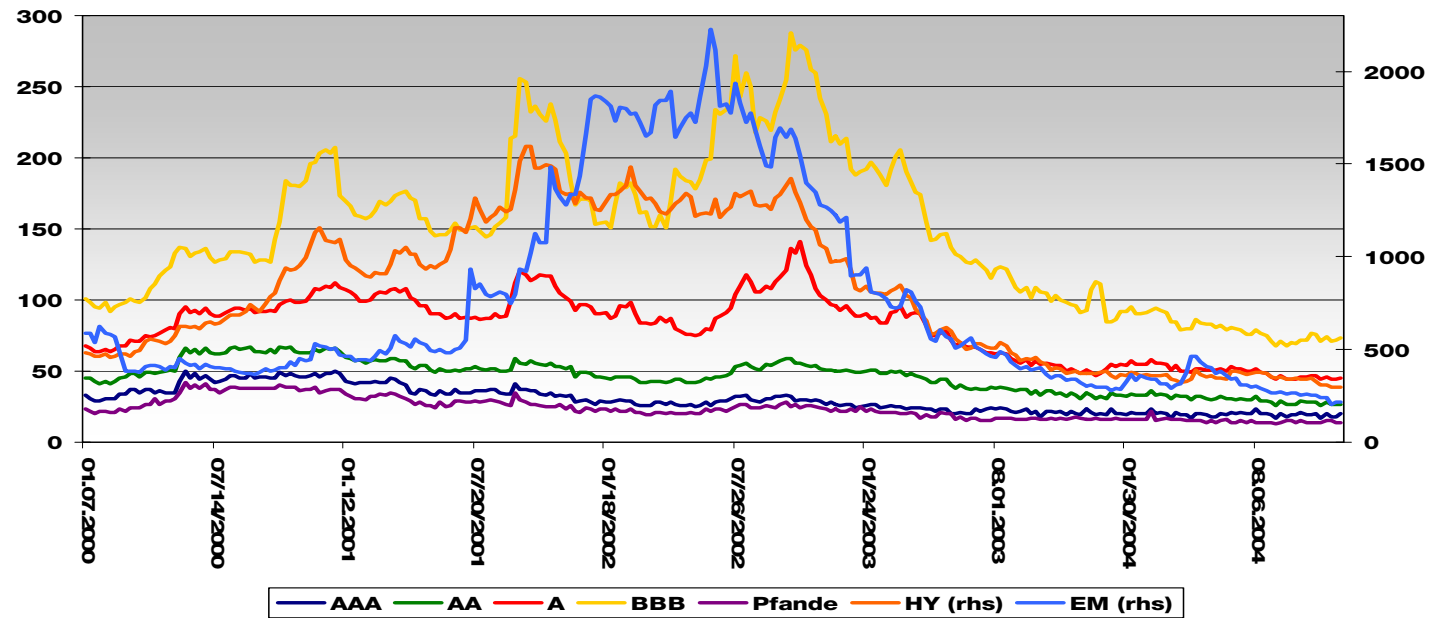
* Guthaben

Quelle: Bloomberg

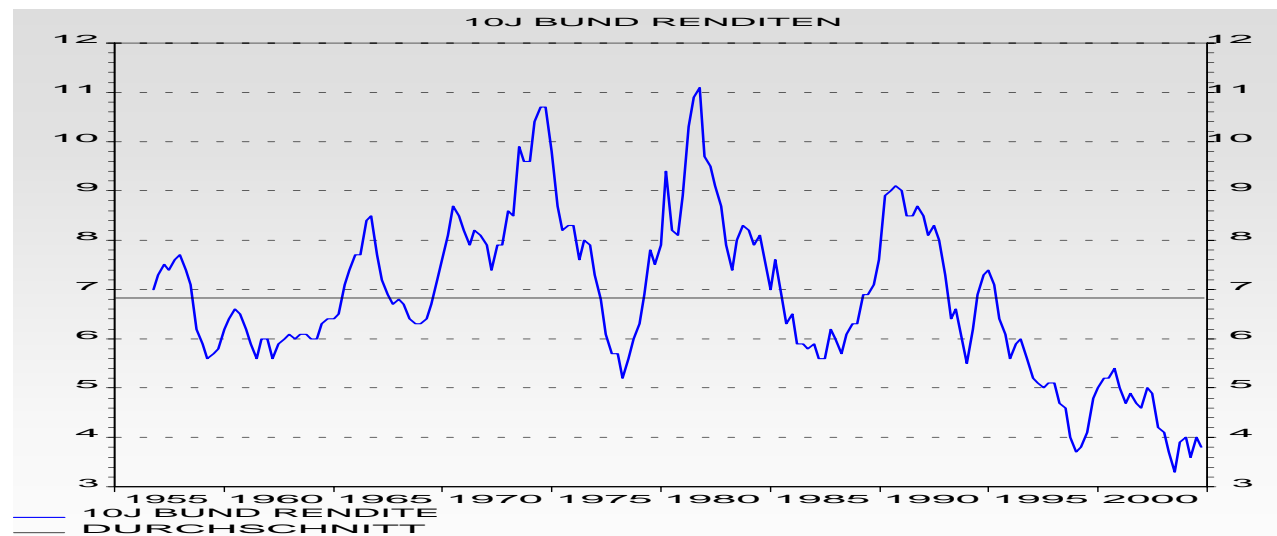
DIE WELT; 3. Dezember 2004

Angesichts des Niedrigzinsumfelds dürfte die Korrekturanfälligkeit der Rentenmärkte zunehmen. Des betrifft aufgrund der niedrigen Renditespreads auch Unternehmensanleihen, High Yields und Emerging Market Bonds, die aufgrund der hohen globalen Liquidität und der Risikobereitschaft der Anleger, die nach höherer Rendite suchen, teuer geworden sind. Wir erwarten keine strukturelle Rentenbaisse, aber Absolute Return-Ansätze werden immer interessanter.

Renditeabstände über Staatsanleihen in Euroland



10J BUND RENDITEN

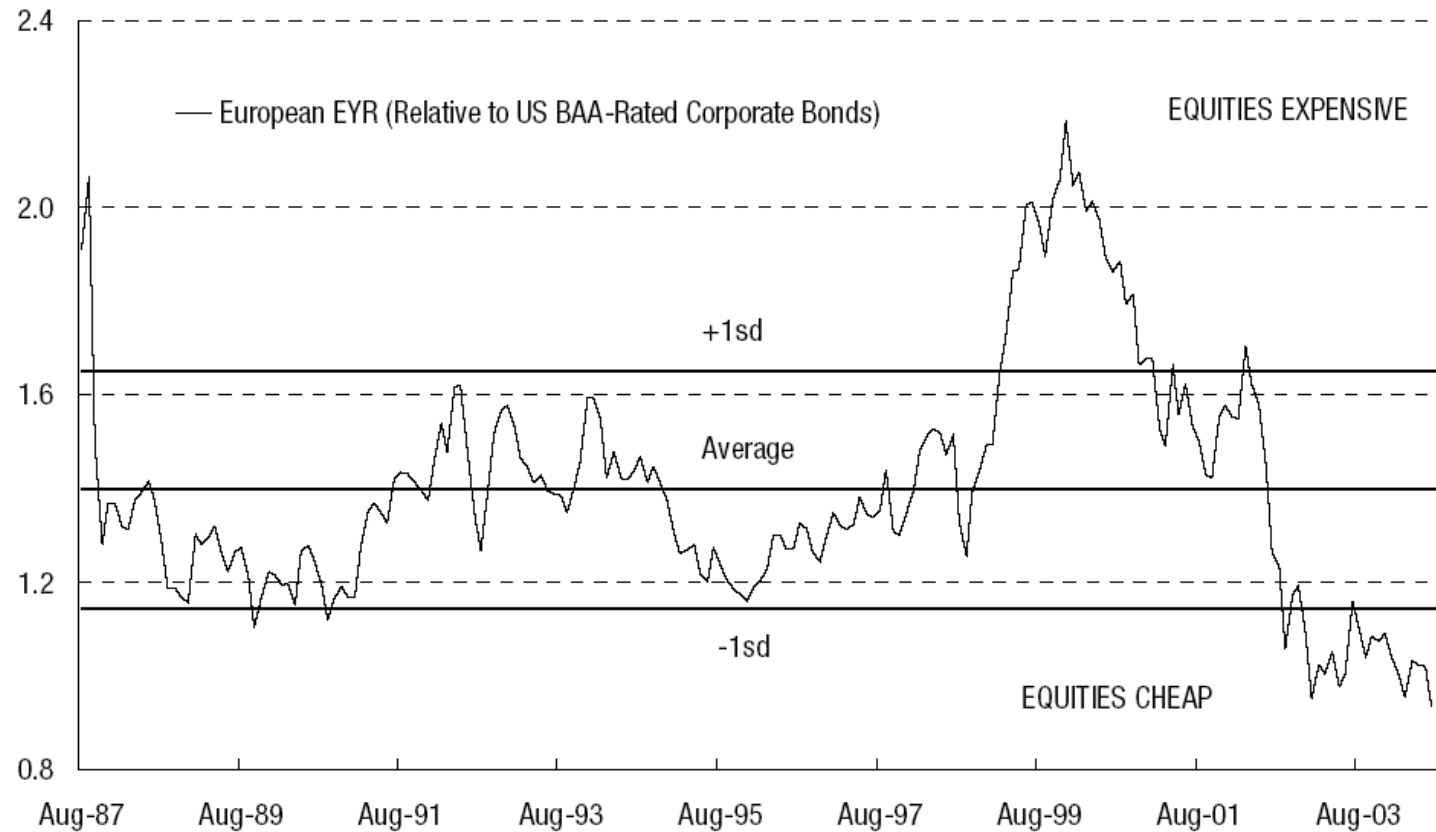


Source: DATASTREAM

Aktien sind preiswert

Aktien sind dagegen verhältnismäßig preiswert, auch wenn die Gewinnschätzungen der Analysten zu hoch sind. Da sich wegen IFRS der Fokus stärker auf die Cash Flow-Analyse verschiebt, dürften Value Titel mit ordentlichen Free Cash Flows in einer Low Return-Welt weiter Stabilität versprechen.

Gewinnrendite europäischer Aktien im Vergleich zu Unternehmensanleihen mit BAA-Rating



Stand: November 2004

Versteckte Risiken....

Das exorbitante Wachstum der Derivativemärkte deutet darauf hin, dass nicht jeder, der Derivative anwendet, weiß was er tut
(„Derivatives are weapons of mass destruction“ – Warren Buffet).

Implikationen für die strategische Asset Allocation

- ◆ Sowohl bei Aktien als auch bei Renten mittelfristig unterdurchschnittliche Erträge (Low Return-Welt), aber kein Desaster.
- ◆ Aktien bringen langfristig höhere Erträge und sind damit wichtiger Bestandteil der Asset Allocation, sofern für das höhere Risiko Risikokapital vorhanden ist.
- ◆ Ansätze aktiven Managements zur strategischen Alphagenerierung sind unerlässlich, denn wir erwarten einen Trading-Markt mit moderatem Potential.
- ◆ Bei Erweiterung auf andere Assetklassen ist dringend auf Qualität und Transparenz zu achten.
- ◆ Versteckte Risiken und versteckte Kosten werden zu einem immer größeren Thema.