

“Die Renten sind sicher”

Sweet Dreams are made of this

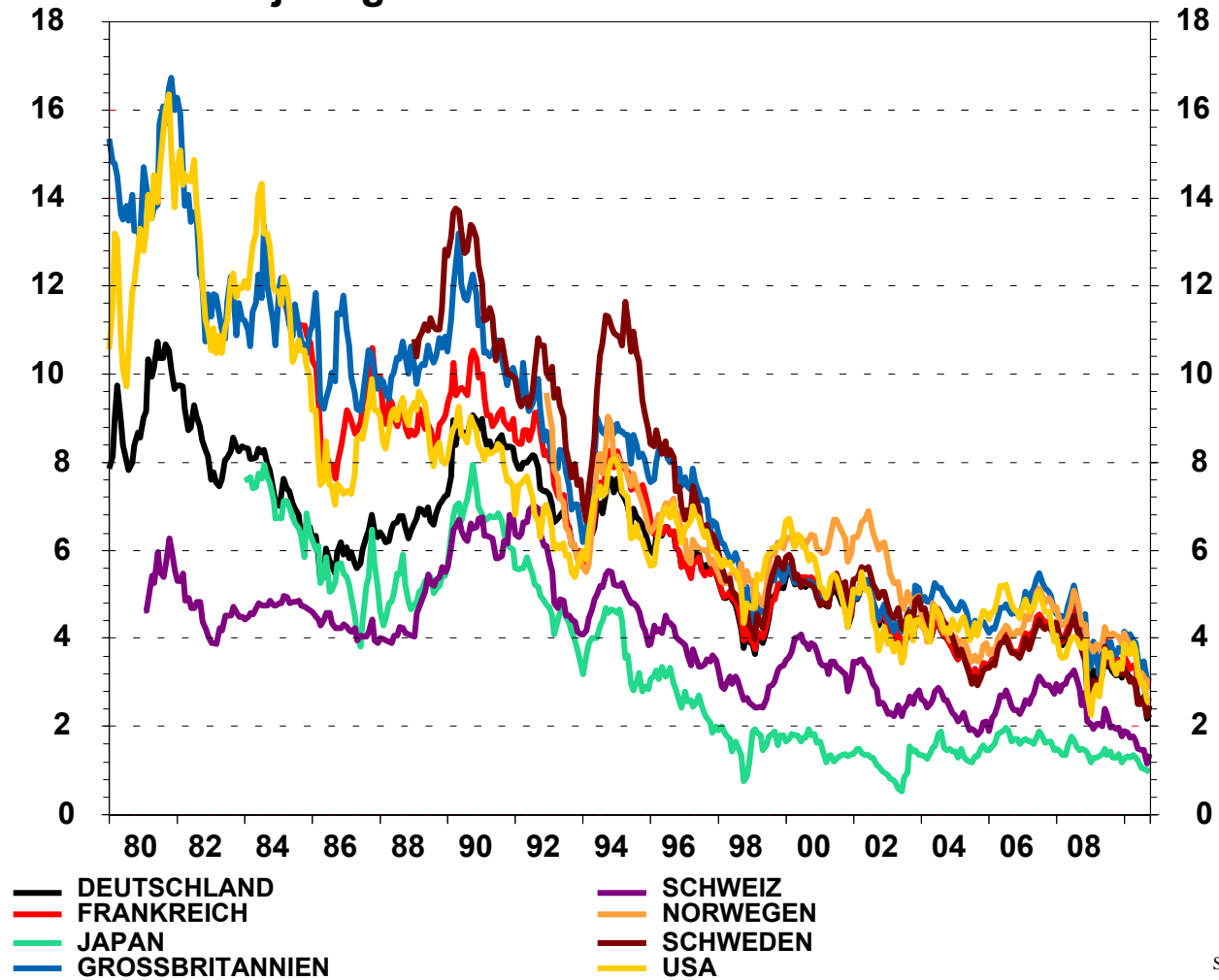
Investment-Forum 2010

Markus van de Weyer, Managing Director
Lazard Asset Management LLC (New York)

November 2010

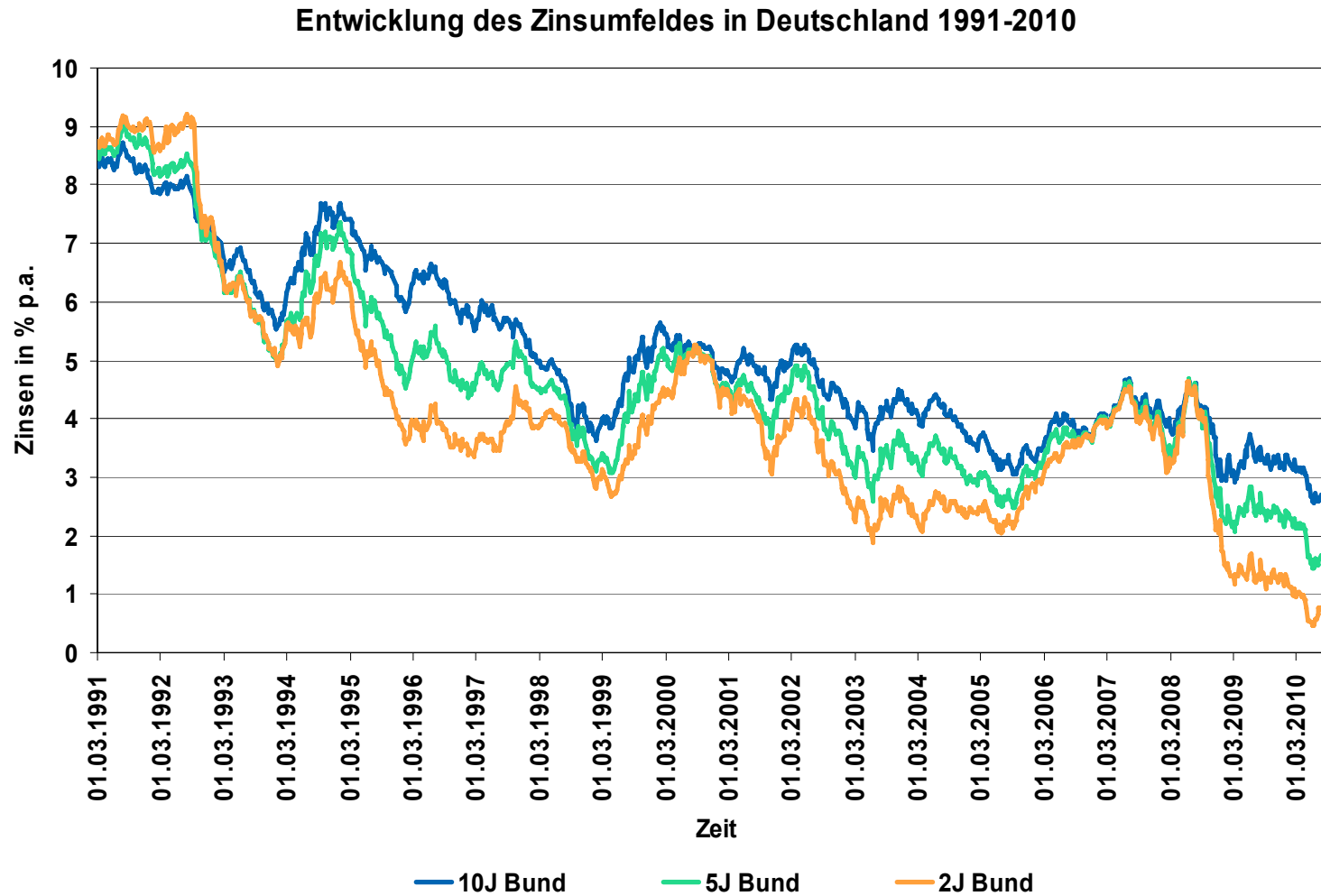
Rentenhausse ohne Ende

10-jährige Renditen von Staatsanleihen

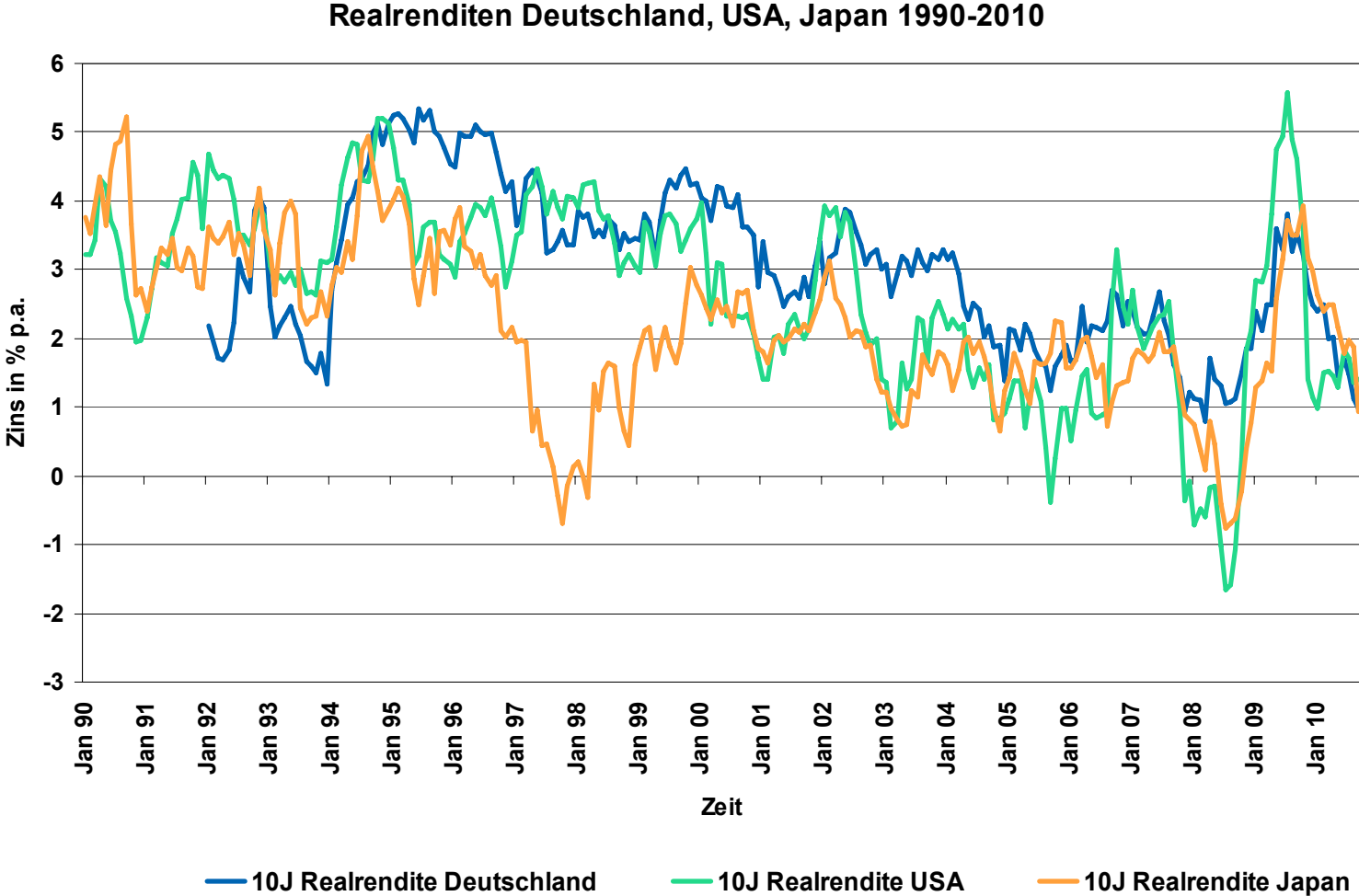


Source: DATASTREAM

Sinkende Nominalrenditen – kein Krisenphänomen



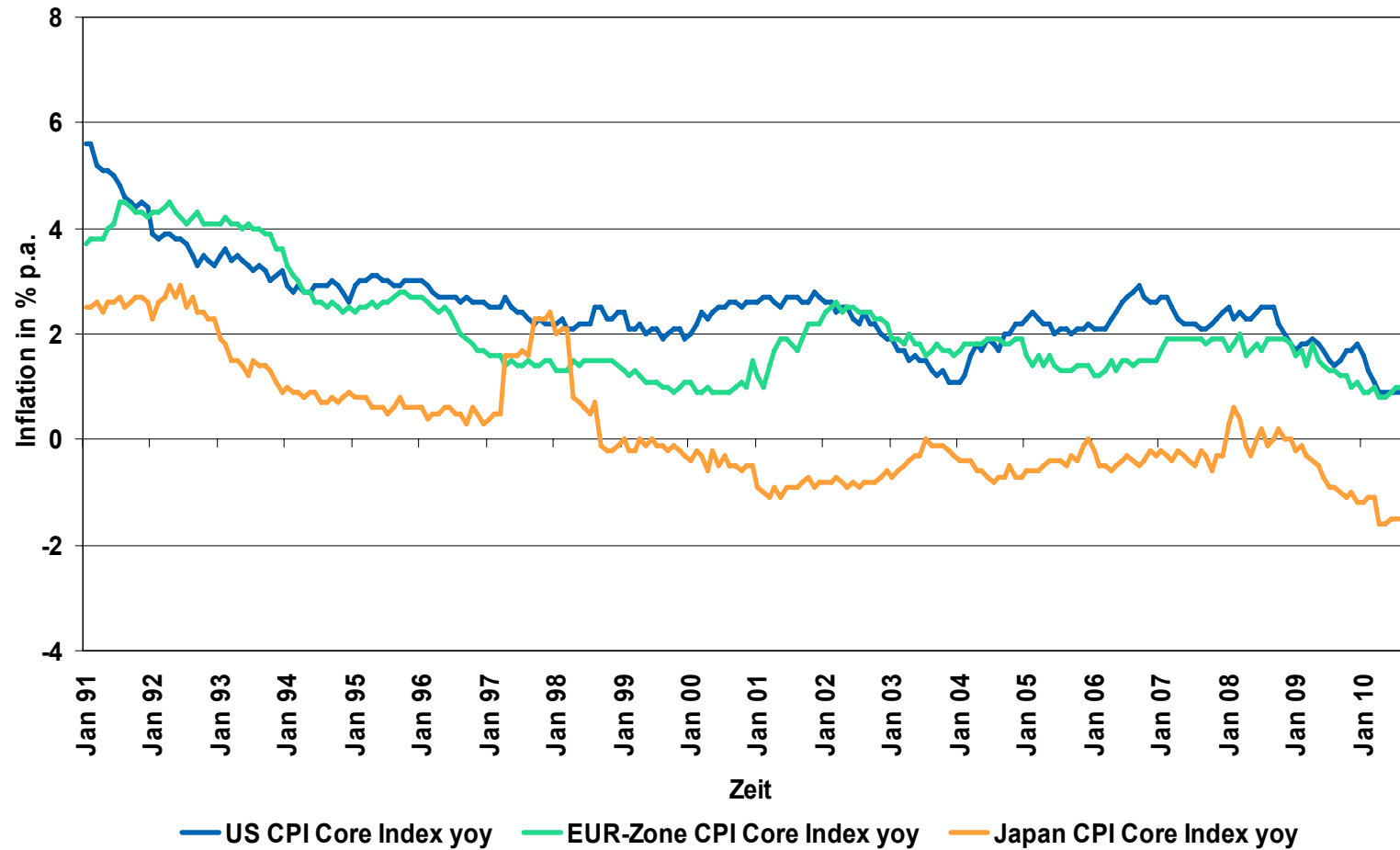
Vergleich der Realrenditen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Kerninflation – noch kein Aufkeimen in Sicht

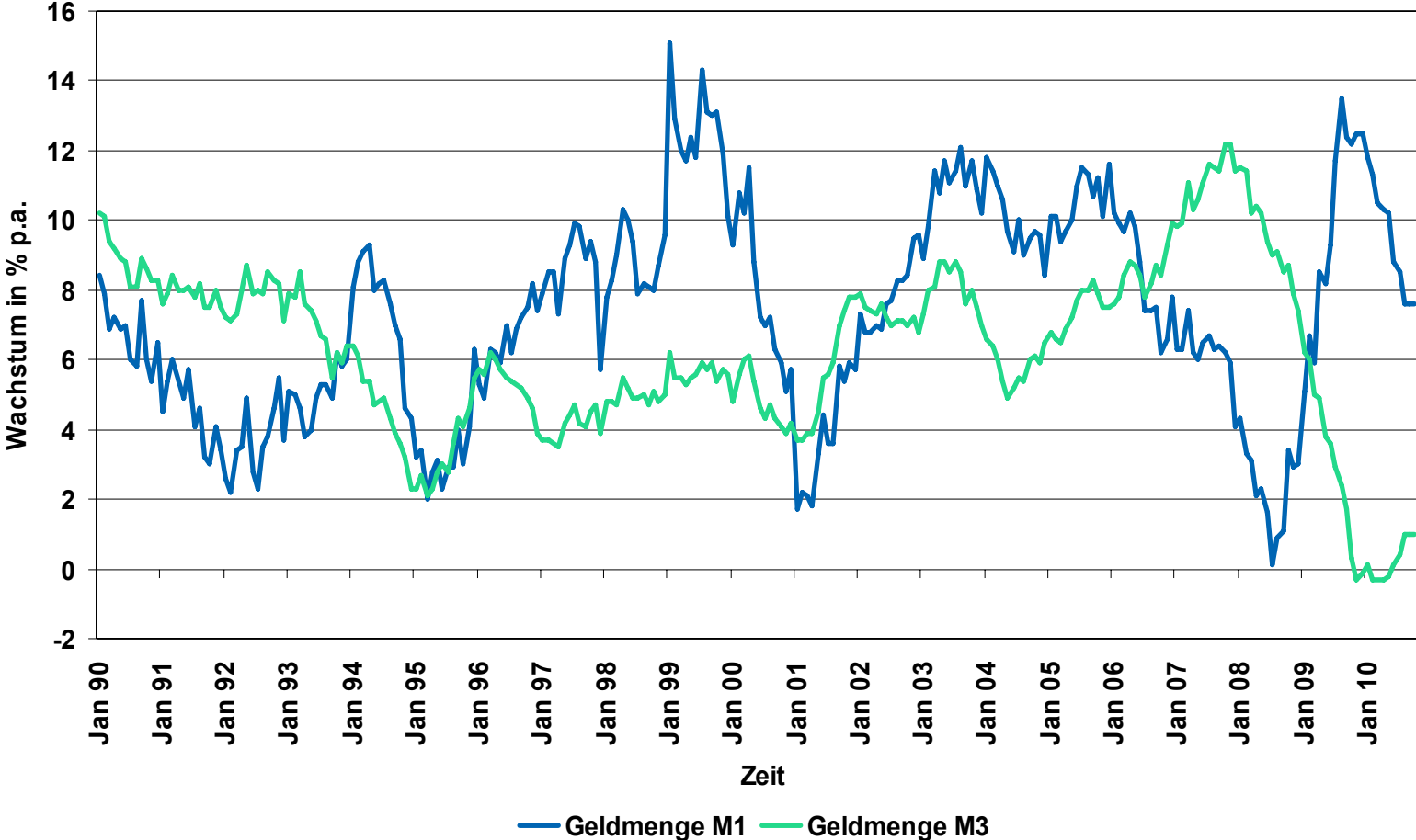
Inflationsvergleich Europa, USA, UK (1991-2010)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

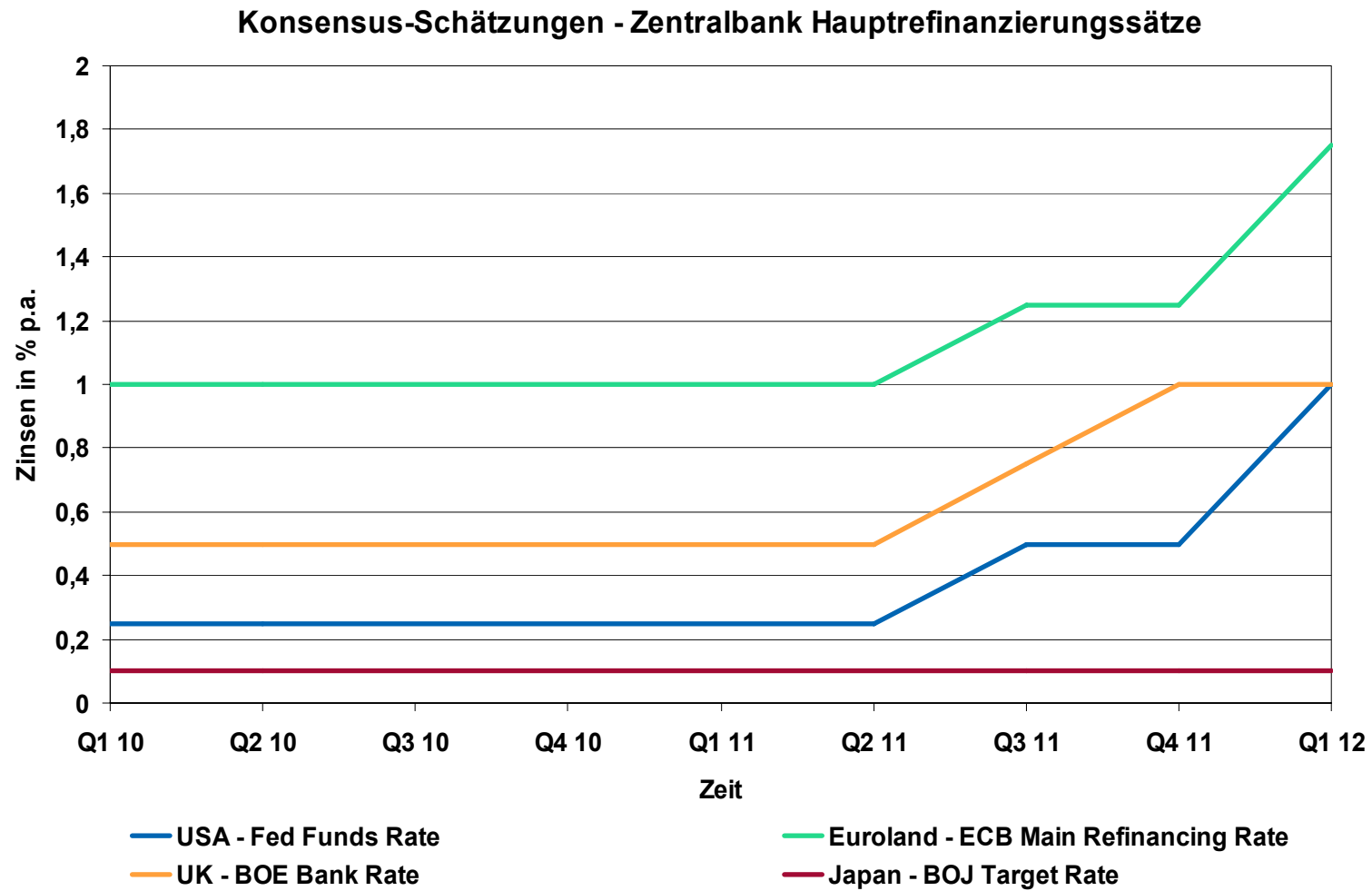
Zentralbankpolitik – Vergleich der Geldmengenaggregate

EZB Geldmengenwachstum - Aggregate M1 und M3



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Erwartungen zur Zentralbankpolitik



Quelle: Bloomberg Consensus Estimates

(Bewertungspanel bestehend aus ca. 40 internationalen Banken, Research Häusern und Forschungsinstitutionen)

Sind wir in einer Renten-Blase?

Charakteristika bei Kapitalmarktblasen

	richtig	teils richtig	falsch
• Auslöser ist ein exogener Schock	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Billiges Geld/ überexpansive Geldpolitik befeuern die Hausse	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Versagen der Überwachungsbehörden	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Bubble angetrieben von Gewinn gier, Panik und Irrationalität	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Basis ist irrationales Verhalten der Menschen in der Masse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Grotteske Überbewertung von Anlageklassen zum fundamentalen Wert	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Typische Chart-Informationen („Weihnachtsbäumchen“)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Im Crash gehen 75% - 99% des Kursanstiegs verloren	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
• Sehr lange Zeit bis zur Rückkehr zum alten Hoch bzw. Einstand	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Bonds ≠ Bubble

Staatsanleihen sind sicher!

- (Staats-) Anleihen sind kein primär spekulatives Instrument und als eine der ältesten Anlageklassen über viele Konjunkturzyklen und Krisen hinweg vertraut.
- Anleihen zahlen am Ende der Laufzeit das investierte Kapital zu Par zurück und generieren über die Laufzeit stetige, in Höhe und Frequenz konstante Kupon-Zahlungen.*
- Bezüglich des Ausfallrisikos sind Anleihen als Fremdkapital dem Eigenkapital übergeordnet – Wertuntergrenze einer Anleihe ist darüber hinaus die zu erwartende Recovery.
- Für Anleihen, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden, spielt das Zinsänderungsrisiko keine Rolle.**
- (Staats-) Anleihen weisen je nach Emittent starke Bewertungsunterschiede (Spreads) auf – die Differenzierungsfunktion des Marktes ist intakt.
- Premium Bonds (über Par) realisieren bei einer Haltedauer bis zur Endfälligkeit einen Kursverlust – unabhängig vom Zinsniveau.
- Bei steigendem Zinsniveau erleiden Anleihen einen Bewertungsverlust – bei gut diversifizierten Bond-Portfolios wird dieser Verlust jedoch durch den Wiederanlageeffekt der regelmäßigen Cash-Flows gemindert.

* bezogen auf standardisierte Fixed-Rate Kupon Bonds und unter Vernachlässigung des Kreditausfallrisikos

** unbeachtet des Wiederanlagerisikos

Jedes Zinsumfeld hat seine Herausforderungen

Niedrige Zinsen

- Institutionelle Investoren mit Garantiezins-verpflichtung haben teilweise Probleme, den Rechnungszins zu erwirtschaften
- In Kombination mit (nicht rezessiven) normalen Inflationsraten treten oftmals negative Realrenditen auf
- Investoren werden gezwungen, höhere Risiken einzugehen um eine angestrebte Rendite zu erreichen
- Überschussliquidität kann zu volkswirtschaftlicher Fehlallokation führen

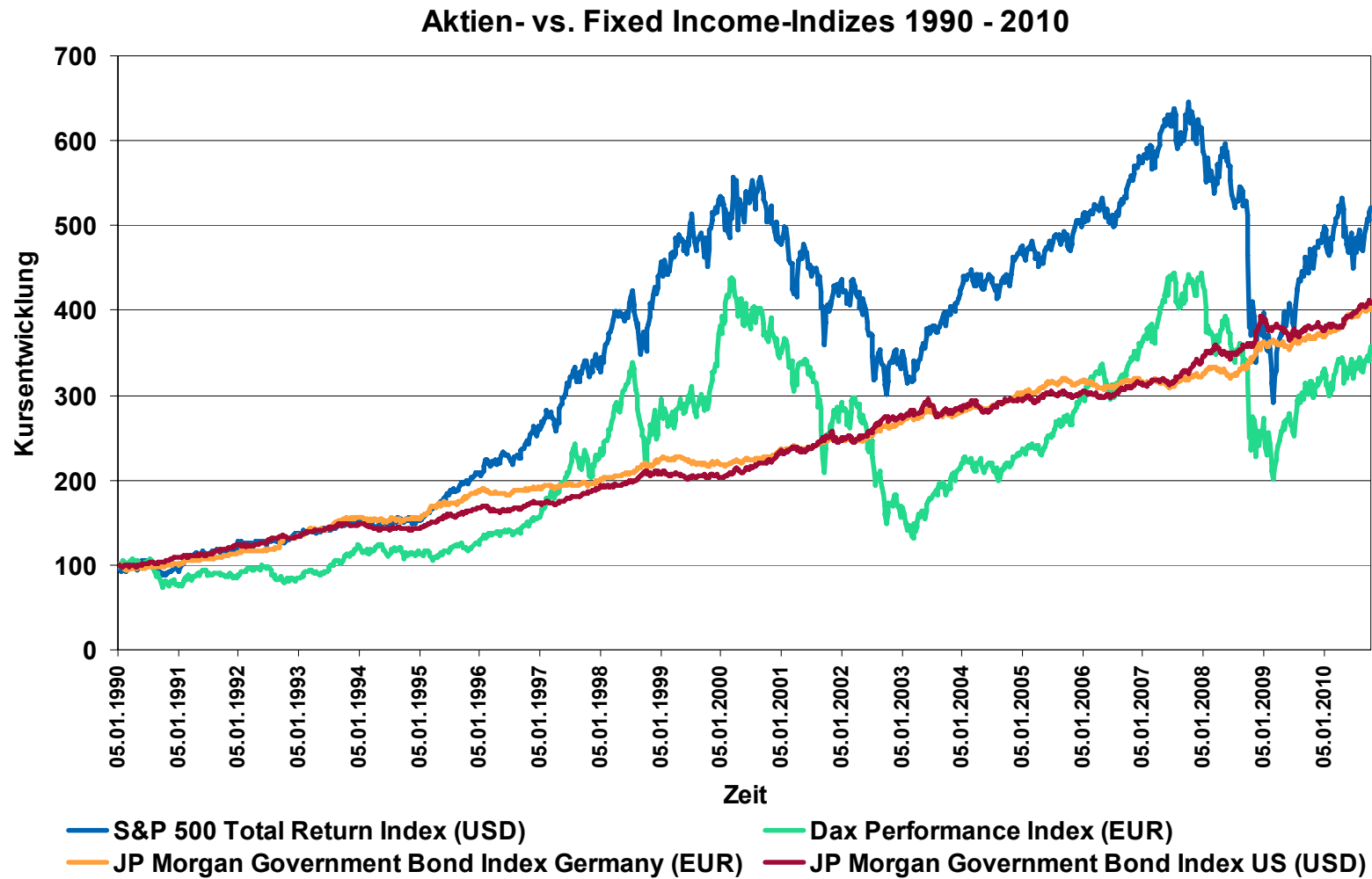
Hohe Zinsen

- Umfeld hoher Zinsen verteuert die Refinanzierung für Unternehmen, Individuen und staatl. Institutionen und wirkt unmittelbar negativ auf Investitionen (zukünftiges Wachstum)
- Vergleichsweise hohe Zinsen sind attraktiv für ausländisches Kapital. Kapitalzuflüsse führen c.p. zu steigenden Wechselkursen, die wiederum den Export und schließlich das Wachstum schwächen
- Hohe Zinsen wirken konsumdämpfend (Sparrate steigt)

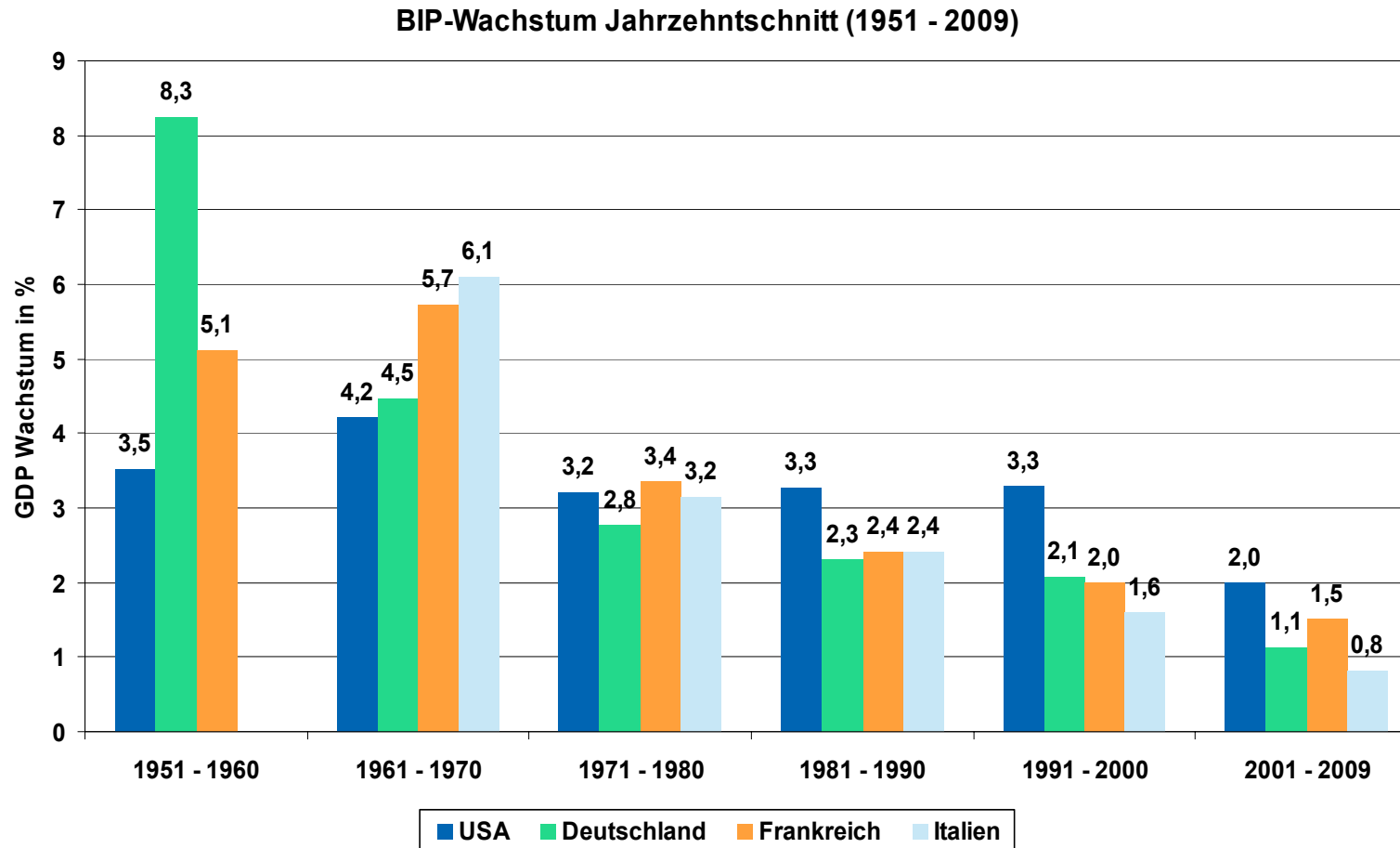
Japan – lernen, wie man es nicht machen sollte

- Inflation lässt sich einfacher bekämpfen als Deflation – das Instrumentarium der Zentralbanken ist defensiv wirksamer als offensiv.
- Aufkeimende Inflation mit dem „Zinshammer“ zu bekämpfen ist riskant und kann sich rächen (Deflationsdekade in Japan).
- Moderate Inflation rückt zunehmend in den Zielfokus moderner Geldpolitik – die US Notenbank (FED) beschäftigt sich damit, ein explizites Inflationsziel zu formulieren.

Aktien schlagen Renten... - ab und zu



Sinkende Wirtschaftsdynamik im OECD-Raum



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Corporate Bonds vs. Aktien

01/01/2000 - 18/10/2010	Return (10y)	Return (p.a.)	Vola	Vola (p.a.)
Merrill Lynch EMU Corporate Index	69.84%	5.44%	0.16%	2.49%
Merrill Lynch Global HY, Euro. Issuers/ Currencies Index	115.98%	8.00%	0.41%	6.45%
Citigroup EMU GBI All Maturities EUR Index	71.59%	5.54%	0.22%	3.50%
DJ Euro Stoxx 50 Return Index	-21.16%	-2.35%	1.57%	24.78%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

- Bonds bieten i. d. R. regelmäßige, stabile Cash Flows, die in Höhe und Terminierung konstant und verlässlich prognostizierbar sind.
- Corporate Bonds und High Yield sind unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten die besseren Alternativen für eine Beimischung zu Staatsanleihen/ Covered Bond Portfolios.
- Die Bedeutung der Refinanzierung über den Kapitalmarkt nimmt für Unternehmen in Kontinentaleuropa stetig zu.
- Unternehmensanleihen sind in der Kapitalstruktur als Fremdkapital über Aktien angesiedelt.* Bezüglich Ausfallrisiken bieten Unternehmensanleihen somit mehr Sicherheit als Aktien.
- Unternehmensanleihen haben i. d. R. eine prädefinierte Laufzeit und einen fixen Rückzahlungsbetrag.

* Nachrangkapital nicht einbezogen.

Auf einen Blick

- Rückläufige Renditen bei Staatsanleihen sind kein Krisenphänomen, sondern eine seit mehreren Dekaden zu beobachtende Entwicklung.
- Niedrige (Kern-) Inflationsraten lassen weiterhin Spielraum für geldpolitische Unterstützungsprogramme – Deflationsängste sind derzeit präsenter als Inflationsdruck.
- Realrenditen bewegen sich auf durchschnittlichen Niveaus und sind keinesfalls in der Nähe historischer Tiefststände.
- Die Markterwartungen zu möglichen Zinserhöhungen der Zentralbanken sind für 2011 verhalten – einzelne Häuser (z. B. Bank of America Merrill Lynch) prognostizieren den ersten Zinsschritt der FED sogar erst 2013.
- Der Rentenmarkt erfüllt nicht die Kriterien einer typischen Kapitalmarktblase.
- Unternehmensanleihen sind unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten eine vorteilhafte Beimischung zu Staatsanleihen-Portfolios.

Disclaimer

Diese Präsentation wurde von Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Frankfurt am Main (im folgenden „LAM“) erstellt und herausgegeben. Sie ist ausschließlich zur Weitergabe an institutionelle Anleger, nicht jedoch an Privatanleger bestimmt.

Der Präsentation liegen Daten bzw. Informationen zu Grunde, welche LAM für verlässlich hält. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten übernimmt LAM jedoch keine Gewähr. Die Präsentation ist weder ein Angebot, noch eine Aufforderung, noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Derivaten, etc. und sollte weder in ihrer Gesamtheit noch in Auszügen als Informationsgrundlage in Verbindung mit einem Vertragsabschluss verwendet werden. Sie dient ausschließlich der unverbindlichen Information. Die Geeignetheit in der Präsentation genannter Produkte muss jeder Anleger auf Basis eigener Analysen gegebenenfalls unter Hinzuziehung qualifizierter Berater klären. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch ohne Vorankündigung und ohne Mitteilung ändern.

Angaben zu vergangener Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die zukünftige Wertentwicklung. Statistische Angaben haben nur für den jeweils genannten Zeitraum Aussagekraft; eine Projektion auf andere künftige oder vergangene Zeiträume ist nicht zulässig.

Diese Präsentation oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis von LAM weder reproduziert, noch weitergegeben werden. LAM ist in keiner Hinsicht dafür verantwortlich, falls Dritte eine Weitergabe vornehmen oder veranlassen.

Stand: Oktober 2010