

*Investment
Perspektive*

III/2002

Trend-Monitor
Deflation
Der US-Supershopper
Immobilienmarkt
Plattformen und Standards
New Economy
Unmoral

©2002. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Trend-Monitor

- ◆ Der ökonomische Trend der Disinflation (zurückgehende Inflationszahlen) droht in eine Deflation zu münden. Das Beispiel Japan zeigt die verheerenden Folgen einer länger andauernden Deflation. Die unterschiedlichen deflationären Ursachen und die vor allem in der Geldpolitik gänzlich unterschiedliche Situation lassen zumindest für die USA eine Deflation unwahrscheinlich erscheinen.
- ◆ In der positiven Entwicklung der US-Realeinkommen liegt die Hauptursache für die erstaunliche Widerstandsfähigkeit des privaten US-Konsums in konjunkturell widrigen Zeiten. Zur Vermeidung eines erneuten Abgleitens in die Rezession ist ein besonderes Augenmerk auf die Gefährdungen des Konsums zu richten.
- ◆ Die US-Immobilienblase war bisher für den privaten US-Konsum die entscheidende Unterstützung. Ein Platzen dieser letzten Übertreibungsblase hätte einschneidende Konsequenzen für die gesamte Weltwirtschaft.
- ◆ Plattformen und Standards werden bei der Übertragung multimedialer Visionen in den harten Alltag eine entscheidende Rolle für die praktische Anwendung und die schnelle Verbreitung neuer Technologien haben.
- ◆ Die viel beschworene „New Economy“ lebt in deren Technologien, die auch in Zukunft hohe Produktivitätsgewinne erbringen können, weiter.
- ◆ Der gesellschaftliche Trend zur Unmoral, verkörpert durch die Protagonisten der US-Bilanzskandale (Enron, Tyco, etc.) spiegelt sich nicht nur in so genannten „Laster-Fonds“ an den Kapitalmärkten wider.

Trend-Monitor

Im aktuellen Trend-Monitor stellen wir Ihnen wieder gesellschaftliche und technologische Trends vor, die von unseren Partnern in der Trend-Forschung identifiziert wurden und die in unseren Prozess zur Generierung von Investmentideen für unser Trend-Fonds-Konzept eingehen.

Einer der Schwerpunkte dieser Ausgabe stellt Trends bzw. Entwicklungen dar, die einen wesentlichen Anteil an dem recht untypischen Erscheinungsbild der derzeitigen wirtschaftlichen Abschwächungsphase hatten und noch haben. Zunächst geht es ausführlich um die bereits im vorangegangenen Trend-Monitor angerissene Gefahr der Deflation. Die Gefahr des Übergangs des sehr erfolgreichen Prozesses der Disinflation in eine Deflation wurde von manchen Zeitgenossen als Menetekel einer andauernden und schwerwiegenden globalen Rezession mit noch nicht absehbaren Folgen apostrophiert. Ein Blick hinter die Kulissen dieses Schlagwortes soll dazu beitragen, ein Gegengewicht zu der oftmals unsachgemäßen Diskussion um Deflation und deren Folgen zu bilden.

Zwei weitere Einflussfaktoren insbesondere auf die US-Wirtschaft sind der stabile private Verbrauch der US-Konsumenten sowie die Immobilienblase als eine der letzten spekulativen Übertreibungen an den Kapitalmärkten. Die Kombination aus niedrigen Zinsen, steigenden Immobilienpreisen und leicht umzustrukturierenden Immobilienkrediten für Private unterstützte den privaten Verbrauch in den USA, der wiederum eine entscheidende Stütze für die Konjunktur darstellte und letzten Endes dafür verantwortlich zeichnete, dass es bei einer „Mini-Rezession“ blieb. Die Analyse der Vergangenheit wird zu einer Trendbestimmung für die Zukunft, wenn man sich vergegenwärtigt, dass die Erhaltung des Wachstums des privaten Verbrauchs im Zentrum der Bemühungen stehen muss, der US-Konjunktur wieder auf die Beine zu verhelfen. Hier stellt sich die Frage, welche Faktoren in die Bresche springen müssen, wenn sich die Immobilienblase zwar nicht mit einem lauten Platzen, so aber doch vielleicht

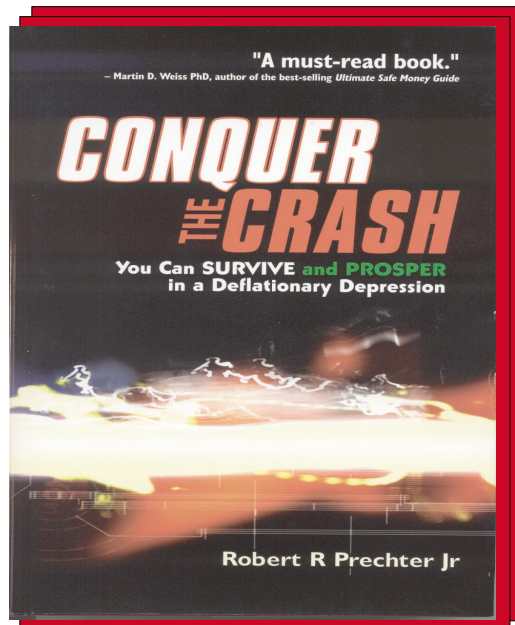
mit einer sukzessiven Kontraktion wieder auflösen sollte. Die Analyse, welche Unternehmen zu den Gewinnern und Verlierern dieser Entwicklung gehören werden, gibt Hinweise für potenzielle Kauf- bzw. Verkaufskandidaten innerhalb des Trend-Fonds-Konzepts.

In einem mehr technologisch orientierten Teil stellen wir Ihnen den immer wieder aktuellen Trend „Plattformen und Standards“ vor, der in einer konsolidierenden Multimedia-Welt wachsende Bedeutung hat. Statt immer neuer Features steht vielmehr die Interoperabilität der einzelnen Multimedia-Komponenten im Vordergrund, was nur über gewisse Standards funktionieren kann. Ein Rückblick auf die „Überreste“ der New Economy schließt sich an und führt zu der Feststellung, dass die der New Economy zu Grunde liegende Innovationsfreude zu starken Verbesserungen in der Produktivität vieler Branchen führen kann und wird. Ein Blick auf den gesellschaftlichen Trend zur Unmoral, der sich direkt in Investmentprodukten widerspiegelt, rundet die vorliegende Ausgabe des Trend-Monitor ab.

Deflation – Unheimliche Begegnung der dritten Art

Bereits in der Investment Perspektive II/2002 haben wir das Thema Deflation als Trend aufgegriffen. Unsere Trend-Forscher haben festgestellt, dass über Deflationsrisiken in den letzten Monaten nicht nur in Fachkreisen immer mehr diskutiert wird, sondern dass diese Thematik über Veröffentlichungen in der Tagespresse auch immer klarer ins Blickfeld der Öffentlichkeit rückt.¹ Damit ist das Risiko, dass eine „Self-Fulfilling Prophecy“ in Gang gesetzt wird, deutlich gestiegen.² Dies ist insbesondere deshalb von entscheidender Bedeutung, weil für ein Wirtschaftssystem, das wie das heutige in gigantischer Weise von hoher Verschuldung aller Wirtschaftseinheiten getrieben ist, eine schwere Deflation das ultimative Altraumszenario darstellt.

Abbildung 1:
Deflation als Self-Fulfilling Prophecy?



Wir wollen in dieser Übersicht etwas stärker in die Tiefe gehen, was die Ursachen von Deflation angeht, um einzuschätzen, wie real die Gefahr zur Zeit ist. In einem späteren Beitrag wird es darum gehen, zu verstehen, welche Konsequenzen für die Kapitalanlagen in einer deflationären Umgebung zu ziehen sind.

Um ein klareres Verständnis für das Risiko „Deflation“ zu bekommen, wollen wir uns die eigentliche Bedeutung von Deflation klarer machen. Dabei muss man im Prinzip zwischen Disinflation, einem Rückgang der Preissteigerungsraten, und Deflation, einem absoluten Rückgang der Preise, unterscheiden. Was unsere Ursachenanalyse angeht, kann man dabei aber beide Begriffe gleich behandeln, denn es handelt sich bei beiden um den gleichen Prozess, nur um unterschiedlich fortgeschrittene Stadien des Prozesses.

Unter Deflation versteht man also den absoluten Rückgang des generellen Preisniveaus in einer Volkswirtschaft, meist bezogen auf alle Güter und Dienstleistungen, die vom Durchschnittskonsumenten gekauft werden, gemessen über den Konsumentenpreisindex. Im tieferen Sinn bedeutet dies einen Anstieg der Kaufkraft einer Geldeinheit. Deflation resultiert daher letztlich aus Verschiebungen von Geldangebot und Geldnachfrage einer Volkswirt-

schaft, also Veränderungen der sogenannten Geldrelation.³ Je nachdem, auf welche Weise die deflationären Impulse von der Geldangebots- oder der Geldnachfrageseite kommen, kann man (idealtypisch) vier Arten von Deflation unterscheiden, die heute weltweit zusammenwirken:⁴

- ◆ Wachstumsdeflation
- ◆ Kassenhaltungsdeflation
- ◆ Kreditdeflation
- ◆ Konfiskationsdeflation

Unter **Wachstumsdeflation** versteht man den Typus allgemeinen Preisrückgangs, der durch Produktivitätsgewinne erreicht wird und damit von der Geldnachfrageseite herrührt. Wenn Produktivitätssteigerungen und ein Investitionsboom die Effizienz des Wirtschaftssystems verbessern, werden die Unternehmen in einem freiheitlichen System durch den Wettbewerb getrieben, mehr Produkte anzubieten. Die dadurch implizit steigende Nachfrage nach Geld führt bei gegebenem Geldangebot zu einer Steigerung des Wertes des Geldes in dem Sinne, dass die Konsumenten weniger Geld für eine Produkteinheit bezahlen müssen. Diese Art der Wachstumsdeflation war im 19. Jahrhundert normal und auch ein Kernpunkt des disinflationären Prozesses der 80er und 90er Jahre des 20. Jahrhunderts. Die Produktivitätseffekte der New Economy waren ebenso mitverantwortlich für den Rückgang der Inflationsraten in den letzten beiden Dekaden des 20. Jahrhunderts wie der durch die Globalisierung und den Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben sich verschärfende Wettbewerb.⁵ Diese positiv zu beurteilende Art der Deflation wird erst dann gefährlich, wenn andere deflatorische Impulse dazukommen.

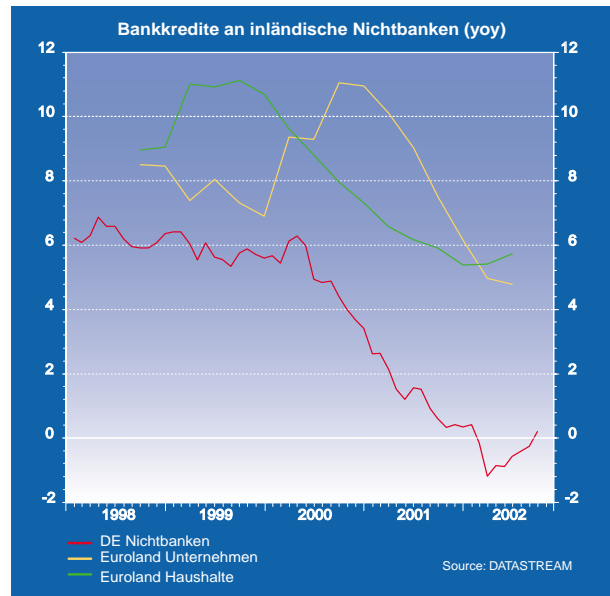
Die **Kassenhaltungsdeflation** wird ebenfalls durch die Geldnachfrageseite verursacht. Damit ist gemeint, dass der Wille der Konsumenten und Investoren, über längere Zeitperioden Kasse zu halten, in starkem Maße ansteigt. Im Extremfall ist mit Kassenhaltungsdeflation der inzwischen klassisch zu nennende Japan-Effekt gemeint, der dadurch verursacht wird, dass die Menschen von großer Zukunftsangst gelähmt sind und unter schweren Schocks leiden und sie daher nur noch absolut risikolose Assets, Geld nämlich, halten wollen. Die Geldnachfrage steigt sozusagen ins Unendliche. Diese Situationen entstehen beispielsweise in

schweren Rezessionen, bei Naturkatastrophen, angesichts großer Kriegsgefahren oder wie im Falle Japans nach dem Schock des Verlustes des Glaubens an die eigene ökonomische Unbesiegbarkeit. Bei gegebenem Geldangebot und massiv steigender Geldnachfrage steigt der Wert des Assets Geld, was mit anderen Worten zu einem allgemeinen Preisverfall führt. Ökonomen sprechen von einer Liquiditätsfalle, womit speziell gemeint ist, dass die Zentralbanken in diesen Phasen mit ihrer Geldpolitik nahezu machtlos sind, denn Steigerungen des Geldangebots und sinkende Zinsen führen nicht zu Investitionen oder Konsum, sondern nur zu erhöhter Kassenhaltung ohne gesamtwirtschaftliche Effekte.

Der dritte Deflationstypus, die **Kreditdeflation**, wird von der Geldangebotsseite verursacht. Nach einem langen Boom und rasanter Kreditexpansion kam es nach dem Platzen von Blasen in der Vergangenheit mehrmals zu schweren Banken Krisen, die den ökonomischen Prozess der Geldschöpfung behinderten, so dass es den Zentralbanken nicht mehr möglich war, über das Bankensystem die geplante Geldmenge zur Verfügung zu stellen. Ziel der Zentralbank ist es, durch das Zur-Verfügung-Stellen von Zentralbankgeld die Banken in die Lage zu versetzen, Kredite zu vergeben und so, in der Funktion eines Multiplikators für die Nichtbanken, Geld zu schaffen; dies funktioniert aber nur, wenn ein gesundes Bankensystem vorhanden ist. Beispiel für eine Kreditdeflation ist Japan, wo es so viele faule Kredite im System gibt, dass die normale Funktionalität des Bankensystems nicht mehr gegeben ist. Dadurch, dass die japanischen Banken exorbitante Probleme mit bestehenden Krediten haben, sind sie nicht mehr bereit oder fähig, neue Kredite zur Verfügung zu stellen und hemmen so die Versorgung der Nichtbanken mit Liquidität. Besonders offensichtlich war dieser Deflationstyp in der Vergangenheit natürlich bei Bankenruns, wenn die Wirtschaftssubjekte wegen kompletten Vertrauensverlusts ihre Bankbeziehungen beendeten und zu reiner Bargeldwirtschaft zurückkehrten (in jüngster Zeit Russland und Argentinien). Auch in diesem Fall können die Banken ihre Rolle als Finanzintermediär nicht mehr erfüllen. Das sinkende Geldangebot führte bei gegebener Geldnachfrage zu einem steigenden Wert des Geldes, also zu fallenden Preisen. Dass insbesondere die deutschen Banken zur Zeit ihre Inter-

mediationsrolle nicht sehr gut ausüben können und damit deflationäre Impulse aussenden, zeigt Abbildung 2.

Abbildung 2:
Schwaches Kreditwachstum in Europa



Der vierte Deflationstypus ist der der **Konfiskationsdeflation**. Diese liegt dann vor, wenn die Wirtschaftssubjekte von der Politik oder der Bürokratie ihrer Geldhaltung beraubt werden, beispielsweise wenn die Bankkonten eingefroren werden, wodurch das Geldangebot schockartig fällt, was den Wert des Geldes dramatisch steigert, also deflatorisch wirkt. Diese Art der Maßnahme wird von den Autoritäten gelegentlich ergriffen, um eine Kreditdeflation zu stoppen, wodurch allerdings lediglich eine Deflation durch eine andere ersetzt wird. Konfiskationsdeflation trat in vielen Emerging Markets in den letzten beiden Jahrzehnten schon fast endemisch auf, so in Brasilien, Russland, Ecuador und zuletzt in Argentinien.

Diese Übersicht über die Deflationsursachen liefert einige Hinweise darauf, wie groß – global gesehen – heute das Risiko einer schweren Deflation ist. Zweifellos herrschen in vielen Wirtschaftsräumen die Ansätze einer Wachstumsdeflation vor. Die Effekte von Globalisierung, technischem Fortschritt und wachsendem Wettbewerb sind auch nach dem Platzen der New Economy Blase noch immer massiv. Der Druck auf die Preise und Gewinnmargen der Unternehmen dürfte anhalten, verstärkt nach

dem WTO-Eintritt Chinas und wachsendem Bemühen, weitere Wirtschaftsräume wie Indien, Osteuropa oder Russland stärker in die Weltwirtschaft zu integrieren. Bisher hat dies zu scharf fallenden Inflationsraten geführt, aber nicht zu einer kompletten Deflation. (Einschränkend kann man aber sagen, dass nach Beginn des Kampfes gegen den Terror klar geworden ist, dass große Teile der Friedensdividende, die auch ihren Teil zur Wachstumsdeflation beiträgt, vermutlich nicht vereinnahmt werden können, denn das „Ende der Geschichte“ ist keineswegs erreicht. Teile der Globalisierung sind also stärker in Frage gestellt, als man es vor dem 11. September 2001 vermutet hätte.)

Die Angst vor einer schwereren Deflation ist erst deshalb stärker gewachsen, weil auch die drei anderen Deflationstypen in den letzten Monaten stärker in den Vordergrund getreten sind, so dass der bisher positive Prozess fallender Inflationsraten (Disinflation) droht, zu einem wirklichen Deflationsproblem zu werden. Die globale Angst, angesichts wachsender Risikoaversion der Investoren und Konsumenten zum zweiten Japan zu werden, ist angesichts der großen Unsicherheiten nach dem Platzen der Aktienblase und angesichts der Gefahren des Krieges gegen den Terror der Amerikaner nicht ganz unbegründet. Der Wunsch, Kasse zu halten, ist in allen großen Volkswirtschaften gestiegen. Dazu kommt, dass die Bankensysteme zuletzt in schweren Turbulenzen waren und steigende Kreditspreads von Unternehmensanleihen sowie die fallenden Emissionsvolumina in Teilen der Märkte darauf hin deuten, dass auch die Intermediation der Kapitalmärkte angesichts der großen Verunsicherung der Kapitalanleger schwieriger geworden ist. Deflatorische Impulse kommen auch aus den Emerging Markets in Asien und Südamerika angesichts der bilderbuchartigen Konfiskationsdeflation in Argentinien und den Krisen in Brasilien und Venezuela.

Insgesamt unterscheidet sich die globale Lage heute vor allem durch einen Aspekt von der Lage in vergangenen Deflationskrisen – die Politik der US-Zentralbank. Sie hat – im Gegensatz z. B. zur Zentralbank Japans Anfang der 90er Jahre – sehr aggressiv und proaktiv agiert und alles getan, um die Fehler der Japaner zu vermeiden. Sie wird bei Anzeichen von Deflation wohl auch weiterhin die Leit-

zinsen aggressiv senken und so eine wirkliche Deflation in den USA vermeiden können, zumal sie durch eine sehr expansive Fiskalpolitik unterstützt wird.

Wesentlich kritischer sieht dagegen die Situation in Europa aus. Insbesondere in Deutschland, aber auch in anderen Teilen Europas, sind klare Anzeichen einer Güterpreisdeflation auszumachen, die lediglich durch eine Inflation der Dienstleistungspreise im Zuge der Euroumstellung überdeckt wird (und ob Inflation bei den Dienstleistungspreisen positiv ist, darüber kann man durchaus streiten). Aber zweifellos ist das Zinsniveau der EZB für die großen Länder Eurolands, insbesondere für Deutschland, zu hoch, vermutlich auch der reale Wechselkurs bei Start der EWU. Dies verstärkt die Rezession der Binnenkonjunktur ebenso wie das enge Korsett des Stabilitätspakts, das einer expansiven Fiskalpolitik keinen Spielraum lässt (es rächen sich die Fehler der Vergangenheit). Die Steuererhöhungen der neuen deutschen Regierung erinnern durchaus an die Fehler Japans Anfang der 90er Jahre, die die deflatorische Abwärtsspirale in Japan verstärkt hatten. Vor diesem Hintergrund können die USA vermutlich mit Recht behaupten „Wir sind nicht Japan“, bei Deutschland kann man sich nicht mehr so sicher sein.⁶

Abbildung 3: Vorbild Japan?



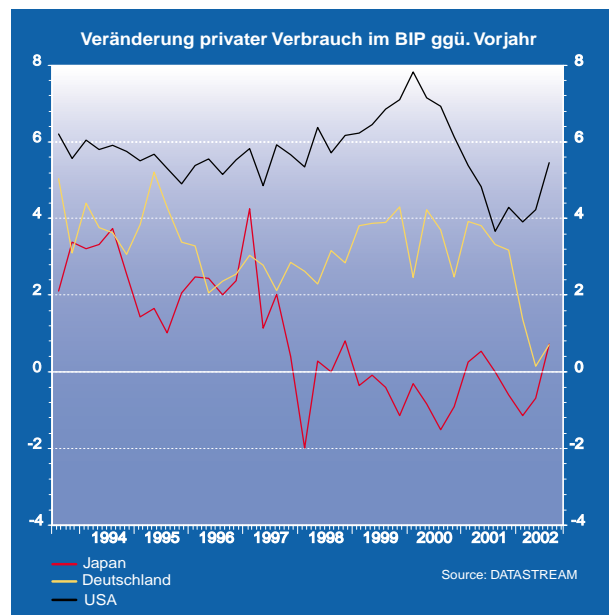
Das Thema „Deflation“ wird uns noch länger beschäftigen, auch wenn das Risiko einer wirklichen schweren, globalen Deflation eher begrenzt ist. Da der Vergleich zwischen den USA nach dem Platzen der New Economy Blase und Japan nach dem Platzen der Immobilienblase viele verblüffende Parallelen zeigt, schaut man ängstlich nach allen Ungleichgewichten, die in den USA bestehen könnten. Diese Ängste ziehen die Aufmerksamkeit magisch auf den privaten Verbrauch in den USA. Unsere Trendforscher haben das Thema „Der Amerikanische Supershopper“ als einen der großen Trends im 2. Halbjahr 2002 identifiziert.

Der US-Supershopper – A Never-Ending Story

Abbildung 4 zeigt die entscheidende Rolle des privaten Konsums in den USA für die Weltkonjunktur. Da nach dem Platzen der New Economy Blase die Unternehmensinvestitionen weltweit zusammengebrochen sind, Lager immer mehr reduziert werden und außer den USA kaum ein Land Spielraum für eine expansive Fiskalpolitik hat, ist der private Verbrauch der sichere Hafen der Weltkonjunktur.

In Europa (speziell Deutschland) und Japan sind vom privaten Verbrauch in der gegenwärtig depressiven Stimmung keine Impulse zu erwarten. Der private Verbrauch in den USA erweist sich dagegen seit Jahren als extrem resistent gegen Krisen aller Art und stellt die letzte Bastion der Weltwirtschaft zur Verteidigung gegen Rezession und Deflation dar. Und das hilft der ganzen Welt, denn mit dem starken Dollar ist auch ein gigantischer Importboom verbunden, der vielen kriselnden Ländern eine lebensnotwendige Stütze reicht. Kein Wunder, dass sich nicht nur die Aufmerksamkeit der Analysten, sondern auch die der breiten Öffentlichkeit immer mehr auf die Geheimnisse des privaten Verbrauchs in den USA konzentriert.⁷

Abbildung 4:
Der private Verbrauch in den USA ist unerschüttert



Wie kommt es, dass die Amerikaner trotz aller Krisenstimmung ihren privaten Verbrauch (2/3 des US-BIPs) bisher kaum eingeschränkt haben? Dies liegt in erster Linie daran, dass die meisten Amerikaner noch immer einen Job haben und die Arbeitslosenquote trotz der Konjunkturschwäche niedrig geblieben ist. Dazu kommen die niedrige Inflationsrate, die Steuersenkungen der Bush-Regierung, die steigende Produktivität und die niedrigen Zinsen, alles Faktoren, die dazu beigetragen haben, dass sich die Reallöhne gut entwickelt haben. Insgesamt sind die persönlichen verfügbaren Realeinkommen im ersten Halbjahr 2002 um 9,1% gestiegen. Dies war das stärkste Wachstum seit zwei Dekaden. Selbst in ungewissen Zeiten sind dies gute Argumente, sich beim Konsum nicht unbedingt einzuschränken. Damit kann das Hauptrisiko für den privaten Verbrauch nur von einer ganz anderen Ecke kommen, dem sogenannten Vermögenseffekt. Dies führt uns zum dritten großen volkswirtschaftlichen Trend, der Diskussion um den US-Immobilienmarkt.

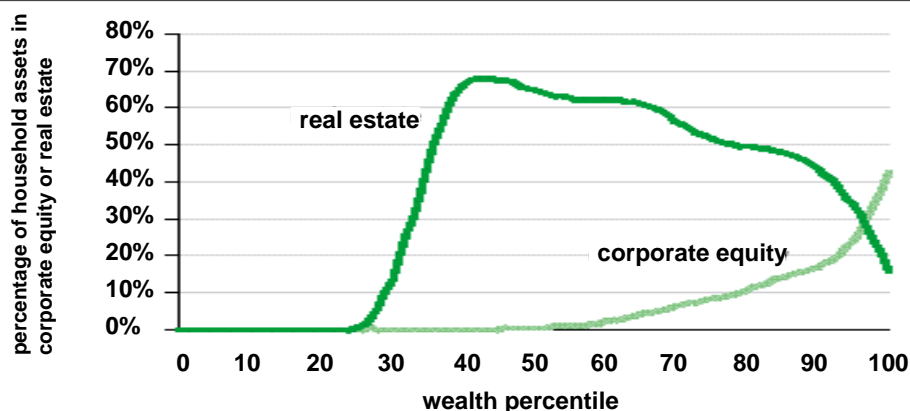
Immobilienmarkt - Das Geisterhaus?

Wie sieht es mit dem viel diskutierten Vermögens-effekt der gefallen Aktienmärkte aus? Hier ist festzuhalten, dass die Folgen für das Vermögen der breiten Masse der Bevölkerung bisher eher gering waren. Der amerikanische Bankenverband schätzt, dass die Aktienkursverluste den Konsum gerade mal um 1% gedämpft haben, nicht gerade gigantisch. Entscheidender ist, dass der Vermögensverlust der Aktien durch den Vermögensgewinn der Immobilien deutlich überkompensiert wird. Dies ist für den Konsumenten der entscheidende Faktor, denn nur die 10% reichsten Amerikaner haben mehr Vermögen in Aktien als in Immobilien gebunden.⁸ Abbildung 5 zeigt, dass das Schwergewicht des Vermögens der privaten Haushalte in Immobilien gebunden ist, und dass der Großteil der Bevölkerung Aktienkursverluste wohl nur über die Pensionspläne (401k) erleidet. Diese Verluste werden aber wahrscheinlich als reine Buchverluste empfunden werden, wenn man nicht gerade direkt vor der Rente steht. (Wichtiger sind die Aktienmarktverluste für die Großunternehmen (insbesondere in den USA), da ihre nach dem Defined Benefit System aufgebauten Pensionskassen jetzt stark unterfinanziert sind, so dass sie Finanzmittel nachschießen müssen und somit ihre Gewinne schmälern bzw. an Potenzial für Investitionen verlieren).

Dies macht deutlich, warum die Diskussion um die Frage, ob die starke Expansion des US-Immobilienmarktes als Blase zu interpretieren ist, eine so große Rolle für die weltwirtschaftlichen Prognosen der nächsten Quartale spielt.⁹ Die Weltkonjunktur hängt am privaten Verbrauch in den USA; dieser wiederum wird vom expandierenden Immobilienmarkt entscheidend gestützt. Ein Platzen einer möglichen Immobilienblase könnte der entscheidende Faktor sein, der den Amerikanern und damit der Weltwirtschaft japanische Verhältnisse bringt. Kein Wunder, dass Alan Greenspan mit allen Mitteln versucht, die Zinsen niedrig zu halten, um die Immobilienfinanzierungen nicht zu gefährden. Fallende Zinsen führten in den USA in den letzten Jahren nämlich zu einem boomenden Markt der Ablösung alter Hypotheken gegen neue Kredite auf einem niedrigeren Zinsniveau und zum Ersatz teurer Konsumkredite durch billige Hypothekenkredite. Zudem konnten durch den steigenden Wert der Immobilien immer größere Kreditvolumina besichert werden. Dieser Refinanzierungsboom (vgl. Abbildung 6) bedeutet für den Konsumenten einen gewaltigen Liquiditätsschub mit dem Ergebnis, dass die Zinsbelastung der Konsumenten trotz steigender Schulden nicht steigt. Dies hilft dem Verbraucher, seinen Ausgabeboom aufrecht zu erhalten. Alan Greenspan wird wohl alles tun, um den US-Immobilienmarkt und damit den amerikanischen Supershopper am Leben zu halten.

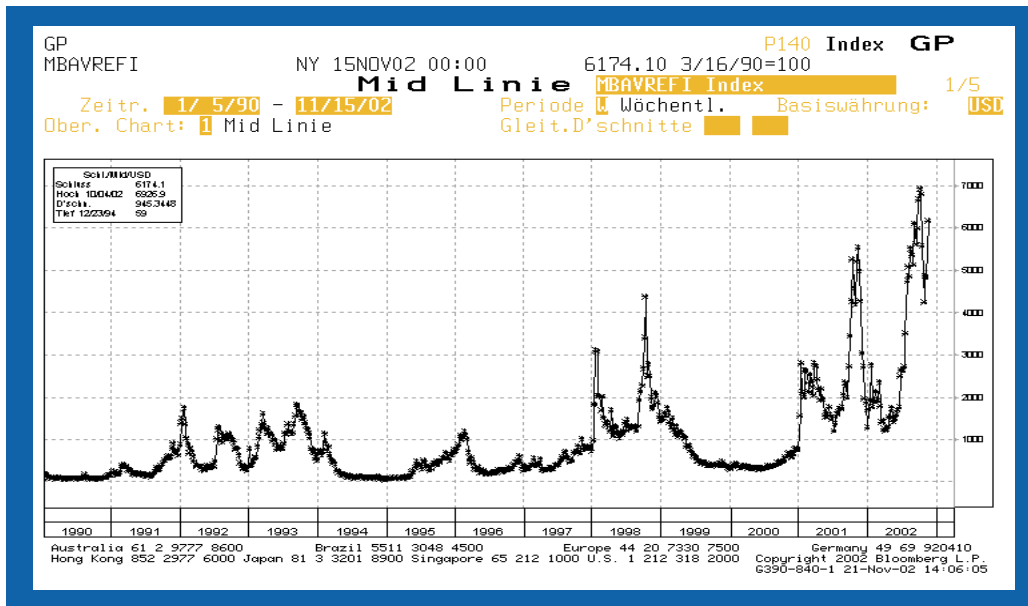
Abbildung 5: Vermögensverteilung der US-Haushalte

Since real estate is the most important component of wealth for most families ...



Source: Chart from Tracy, Joseph, Henry Schneider, and Sewin Chan, "Are Stocks Overtaking Real Estate in Household Portfolios?" *Current Issues in Economics and Finance* (Apr 1999), shown with 1998 data.

Abbildung 6: Index der Hypothekenrefinanzierungsvolumina in den USA



Plattformen und Standards - es kann nur einen geben!

Im Trend-Monitor II/02 hatten wir verschiedene Technologien vorgestellt, die den rasant steigenden Bedarf an Daten-Speicherung und -Transfer befriedigen sollen (iSCSI, WiFi). Das exponentielle Wachstum an Daten kann aber nur dann verarbeitet werden, wenn unterschiedliche Systeme zur Datenverarbeitung miteinander kommunizieren können, ohne dass dies in ein babylonisches Sprachgewirr ausartet, sprich: gemeinsame Standards müssen entwickelt, akzeptiert und implementiert werden. Natürlich gibt es auch in diesem Bereich Wettbewerb, und nicht alle Innovationen können ohne größeren Aufwand einem nationalen (DIN) oder internationalen (ISO) Standardisierungsprozess unterworfen werden oder sogar gesetzlich zum Standard erklärt werden (Einführung des unverbleiten Benzins).

Wettbewerb entsteht dagegen, wenn verschiedene Systeme miteinander um einen noch nicht festgelegten Standard wetteifern. In den letzten Jahrzehnten gab es verschiedene Wettbewerbe um technologische Standards, die jeweils nur ein führendes System hervorbrachten. Im Falle des Videorekorders setzte sich das VHS-System gegen seine Wettbewerber Video 2000 (u.a. Grundig) und Betamax (Sony) durch. Zwar brachte dieser Standardisierungs-wettbewerb keinen einzelnen Hersteller als eindeu-

tigen Sieger hervor, aber mindestens zwei Verlierer, nämlich die Hersteller der unterlegenen Systeme. Ganz abgesehen von den Endkunden, die auf das „falsche Pferd“ gesetzt hatten und früher oder später einen weiteren Videorekorder kaufen mussten.

Standards können in den heutigen Produkten auf zumindest zwei Ebenen auftreten:

- Auf der Komponentenebene ist es durchaus möglich, dass einzelne Unternehmen eine quasi marktbeherrschende Stellung einnehmen können. Hier ist zunächst an die Chipbranche zu denken, da das Zusammenspiel eines Chips oder Chipsatzes mit den übrigen Komponenten elektronischer Produkte standardisiert werden muss. So wird von entscheidender Bedeutung sein, welcher Standard sich für die Handys der nächsten Generation durchsetzen kann.
- Auf der Systemebene werden diejenigen Unternehmen benachteiligt sein, die in der Prä-Standard-Phase auf die falsche Technologie gesetzt haben. Ein aktuelles Beispiel ist der WiFi-Standard zum schnellen, drahtlosen Zugang ins Internet. Derzeit wird die Reichweite von WiFi ständig verbessert; nach ursprünglich angedachten Entfernungen im Hundert-Meter-Bereich werden in der Entwicklung bereits Entfernungen von über 50 km realisiert. Ein flächendeckendes Netz von WiFi-Stationen zumindest in

den Ballungsgebieten könnte dem UMTS-Mobilfunk-Standard erhebliche Konkurrenz machen, da WiFi von der Übertragungsgeschwindigkeit problemlos mithalten kann und gegenüber UMTS deutlich billiger ist. Die Telekommunikationsfirmen, die mit Milliarden-Aufwand UMTS-Lizenzen erworben und in die Infrastruktur investiert haben, könnten sich in diesem Systemstreit als große Verlierer erweisen.

Aus Investmentgesichtspunkten ist vor allem die Phase interessant, in der noch um einen gemeinsamen Standard im Wettbewerb gestritten wird. Die Investmententscheidungen fallen in den beiden skizzierten Ebenen jedoch unterschiedlich aus. Bei Ebene a) (Komponentenebene) können einzelne Unternehmen unmittelbar von dem (neuen) Standard profitieren und sind daher Kaufkandidaten. So lange die Marktführerschaft nur bei Komponenten besteht, ist die Gefahr vergleichsweise gering, wettbewerbsrechtliche Einschränkungen befürchten zu müssen. Die Preismacht dagegen ist für einen solchen Marktführer sehr vielversprechend, was über höhere zu erwartende Gewinne eine hohe Attraktivität für ein Investment darstellt. Auf der Ebene b) (Systemebene) ist es wichtiger, nicht in die Protagonisten der Verlierer-Standards zu investieren, da sich deren Investitionen nicht mehr amortisieren. Ob der neue Standard dagegen wirklich Gewinne bringen wird, ist auf der Systemebene vielfach noch nicht abzusehen.

Langwierige Streitigkeiten auf der Systemebene können nur Verlierer hervorbringen, verhindern sie doch eine Marktdurchdringung einer neuen Technologie und somit eine rasche Amortisation bisheriger Investitionen. Ein Beispiel ist die Musikindustrie, die das Internet als eigenständigen Vertriebskanal lange Zeit nicht erkannt hat oder vielleicht nicht erkennen wollte. Hinzu kam noch der Streit um etwaige Kopiersperren oder sonstige Schutzvorrichtungen, um eine unzulässige Weitergabe von Musik(dateien) zu unterbinden. Allerdings war die Nachfrage nach Musik aus dem Internet so groß, dass (illegale?) Musiktäuschbörsen wie Napster, Kazaa, Gnutella oder eDonkey entstanden, wo Musikdateien zwischen Benutzern dieser Tauschbörsen transferiert werden ... und das, ohne einen Cent an die Musikindustrie oder die Künstler (in Deutschland über die GEMA) zu bezahlen. Schnelle Internetzugänge beschleunigten die Entwicklung. Der


Erfolg war so überwältigend, dass Napster per Gerichtsbeschluss verboten werden musste. Der Erfolg der Musiktäuschbörsen in Zahlen: an einem durchschnittlichen Nachmittag halten bei Kazaa ca. drei Millionen Benutzer an die 500 Millionen Musikdateien zum Download bereit.¹⁰

Auf der anderen Seite wird seit Jahren ein rückläufiger CD-Verkauf in der Größenordnung von 10% pro Jahr beklagt.¹¹ Erst in jüngster Zeit bieten die einzelnen Musikunternehmen eher halbherzig anmutende Versuche an, gegen Entgelt Musikstücke aus dem Internet zu laden oder zumindest für eine bestimmte Zeit hören zu können.



New Economy lebt!

Ein wesentliches Merkmal der viel beschworenen „New Economy“, welche dank Internet und weltweiter Vernetzung ein neues Zeitalter des Wirtschaftens mit extremen Wachstumsraten und hoher zukünftiger Profitabilität postulierte, war eine hohe Produktivitätssteigerung dank eines massiven Einsatzes von Automatisierung und neuen Technologien. Wenn auch die überbordenden Visionen multimedialer Welten zum Teil wenig Realitätsbezug aufwiesen, so bleibt doch die technologische Entwicklung als Basis dieser Visionen vorhanden. Wird diese zur Optimierung von Produktionsprozessen eingesetzt, so ergeben sich beachtliche Produktivitätssteigerungen, die den Unternehmensgewinnen zu Gute kommen. Trotz der Entwicklungen der letzten zehn Jahre gibt es nach wie vor riesige Potenziale, die durch die Weiterentwicklung der Technologie immer besser genutzt oder die durch neuartige Technologie überhaupt erst nutzbar gemacht werden können. Sind die technologischen Grundlagen erst einmal gelegt, ist es nur noch ein vergleichsweise kleiner Schritt zur Hebung dieser Potenziale.

Der Schwerpunkt der produktivitätssteigernden Technologien liegt logischerweise bei den elektronischen Technologien rund um Computer und Internet. War es lange Zeit die Erhebung und Generierung von Daten, welche die Hauptaufgabe der Entwickler, Programmierer und Anwender war (diese Aufgabe wurde angesichts immer größerer und nach wie vor stark steigender Datenmengen mit Bravour gelöst!), geht es jetzt immer mehr um deren Verarbeitung im weitesten Sinne; hierunter sind die Speicherung, der Transfer und die Verwendung durch den Nutzer zu nennen. Der letztgenannte Punkt steht im Fokus der „Data Visualization“. Durch die sinnvolle Visualisierung von Daten soll deren intellektuelle Verarbeitung durch den Anwender erleichtert werden. Hierbei greift man auf das Prinzip zurück, dass die Wahrnehmung des Menschen stark optisch ausgerichtet ist und mit Bildern und Darstellungen vieles intuitiv erfasst werden kann. Eine Zahl dagegen muss erst einmal interpretiert werden, da ein Zahlenwert alleine nichts aussagt: ist 0,231 gut oder schlecht, groß oder klein? Der Vergleich mit anderen Zahlen erfordert zunächst ein wenig Nachdenken, was Zeit in Anspruch nimmt. Kann dagegen die in der Zahl gespeicherte Information intuitiv mit einem Bild aufgenommen werden, verkürzt sich diese Zeit dramatisch und erhöht auch die Aufnahmekapazität des Gehirns. Die Visualisierung bzw. assoziative Zuordnung von Bildern zu abstrakten Begriffen ist auch eine Grundtechnik für Gedächtniskünstler und als Lernmethode anerkannt und empfohlen.¹² Auch der Erfolg von Microsoft Windows bzw. des Apple Macintosh als Vorbild für die Windows-Benutzeroberfläche bei PCs beruht auf der Tatsache, dass die Bedeutung von sinnvollen Symbolen für den Menschen wesentlich einfacher aufzunehmen und vor allem schneller umzusetzen ist als ein Begriff, der diese Bedeutung umschreibt. Ein einfaches Symbol  macht intuitiv klar, dass sich hier das elektronisch archivierte Telefonbuch befindet; steht dagegen der Begriff „Telefonbuch“ in einer Liste von anderen Begriffen, wird der Zugriff auf das Telefonbuch länger dauern, da die Umsetzung des Begriffs in die eigentliche Bedeutung dem Gehirn mehr Anstrengung abverlangt als ein einfaches Bild.

Ein identisches Prinzip wird bei der neuesten Generation von Robotern verwendet. Bestanden diese früher vor allem aus drei wesentlichen Steuerkomponenten (Wahrnehmung über Sensoren / Sensorik,

Ausübung von Tätigkeiten / Motorik, Koordination / „Intellekt“), wird heute zunehmend auf die zentrale Steuerung (Koordination) verzichtet. Um diesen Vorgang mit der menschlichen Anatomie zu vergleichen: das Großhirn wird ausgeschaltet. Statt dessen wird versucht, Sensorik und Motorik so miteinander zu verknüpfen, dass die Aktionen des Roboters keine bewusste Reaktionen, sondern Reflexe sind, also eine unmittelbare, automatisierte Reaktion. So entsteht zwar kein „lernendes“ Bewusstsein, doch können diese Roboter für spezielle Aufgaben programmiert werden, die diese auch schnell und zuverlässig erfüllen. So werden in den USA kleine Roboter in Kliniken zum Medikamententransport zwischen der zentralen Krankenhausapotheke und den einzelnen Fachabteilungen eingesetzt. Sie können erkennen und entsprechend reagieren, wenn ihnen etwas den Weg versperrt. Vor allem sind sie aber geduldige Warter auf den allgegenwärtigen Aufzugtransport ... und wer schon einmal in einem Krankenhaus zur besten Besuchszeit vor den Aufzügen stand und wartete, kann sich vorstellen, wie eine solche Automatisierungsmaßnahme die Produktivität des Krankenhauspersonals deutlich erhöhen kann.

Verbesserte und vor allem schnellere Datenübertragungsmöglichkeiten machen auch vor der Militärtechnologie nicht halt. Spätestens seit der US-Intervention in Afghanistan ist der breiten Öffentlichkeit der Nutzen von so genannten „Drohnen“, unbemannten Aufklärungsflugzeugen, bewusst geworden. Dank des weltweiten GPS-Netzes zur Orientierung mittels Satelliten-Navigation können diese Flugkörper entweder auf einem vorher programmierten Kurs oder aber mittels Fernsteuerung vom Boden aus operieren. Die ersten Versuche, Drohnen zu bewaffnen und im Kampf beispielsweise gegen Radarstellungen einzusetzen, waren ebenfalls erfolgreich. Bereits im Projektstatus sind unbemannte, aber voll kriegstaugliche Kampfflugzeuge, die allerdings ferngesteuert werden müssen.

Die aufgeführten Beispiele zeigen, dass die New Economy nicht tot, sondern sehr lebendig ist. Die Vorteile der Automation – die Ausführung vergleichsweise einfacher, wenig komplexer Tätigkeiten in gleichbleibender Qualität rund um die Uhr – werden auf immer mehr Bereiche übertragen. Die Bestrebungen, eine „künstliche Intelligenz“ zu erzeugen, werden erst einmal zurück in die Forschungs-

labors getragen. Die Möglichkeiten der Automation, verbunden mit den neuen Technologien für Datenspeicherung und schnellen Informations- und Datentransfer, lassen noch für viele Bereiche den Einsatz von spezialisierten Robotern offen. Insofern wird auch weiterhin mit hohen Produktivitätszuwächsen zu rechnen sein.

Die direkten Profiteure dieses Trends sind vielfältig; sie reichen von Herstellern von Automatisierungstechniken über Roboterentwickler bis hin zur Rüstungsindustrie. So konnte Boeing die Umsatzeinbrüche im Zivilbereich mit Aufträgen im Rüstungsbereich (z. B. auf GPS basierenden Bombensteuerungen¹³) im Vorfeld eines möglichen Irakkrieges zumindest zum Teil kompensieren. Eine weitere Verbesserung kann sich über das Projekt X-45 ergeben: aus dem Wettbewerb um das zukünftige Standard-Kampfflugzeug „Joint Strike Fighter (JSF)“ der USA ging Boeing als Verlierer hervor. Auf der Basis des abgelehnten JSF-Prototypen X-32 (geschätzte Entwicklungskosten: 1 Mrd. US-\$) wird nun ein unbemanntes Kampfflugzeug entwickelt, das kleiner und vor allem billiger (ein Drittel des Preises für ein bemanntes Kampfflugzeug) bei vergleichbarer Kapazität sein soll. Der Trend zu UAVs (unmanned aerial vehicles) könnte dazu führen, dass Boeing doch noch als „zweiter Sieger“ aus dem erwähnten Wettbewerb hervorgeht: das Pentagon überlegt bereits, das JSF-Programm zu kürzen und parallel die X-45 anzuschaffen.

Ein unmoralisches Angebot

Ein wesentlicher Trend im Anlagegeschäft der Neunziger Jahre war der Trend zu „ethischen“, sozialverträglichen oder nachhaltigen Investments, wobei das Interesse an diesem Thema die tatsächliche Nachfrage bei weitem überstieg. So war der Anteil sozial-ökologischer Fonds am gesamten Publikumsfondsgeschäft mit 0,7% überraschend gering, wobei die Frage der Definition von ethischen Investments eine wesentliche Rolle bei solchen Umfragen spielt.¹⁴ Vielen Anlegern ist allerdings bewusst geworden, dass eine Anlage in nachhaltig wirtschaftenden Unternehmen zwar nicht vom Boom der auslaufenden Neunziger Jahre profitiert, aber auch nicht den Absturz des beginnenden 21. Jahrhunderts miterlebt hätte. Es wird also unterstellt, dass nachhaltiges Wirtschaften nicht im Widerspruch stehen muss zu

ordentlichen, vor allem recht stetigen Erträgen. Ein ethisches Investment sollte also langfristig eine gute, wenn auch nicht überragende Performance ohne zu große Schwankungen liefern.

Auf den entgegengesetzten Trend setzen einige Fondsgesellschaften, die so genannte „Laster-Fonds“ aufgelegt haben. Entgegen dem ersten Anschein haben diese Anlageinstrumente nicht primär mit dem Transportgewerbe zu tun, sondern investieren bevorzugt in Unternehmen, die gerade nicht einem ethischen Investment zugeordnet werden können. Hierzu gehören Unternehmen aus den Sektoren Tabak, Alkohol, Glücksspiel, Erotik und Rüstung. Diese Investments seien ein gutes Geschäft, „weil sie nicht von der Konjunktur abhängen, sondern von der menschlichen Natur“, so Dan Ahrens, Fondsmanager eines „Laster-Fonds“.¹⁵



Diese Investmentidee ist nicht unbedingt neu, gibt es doch bereits einige Fonds, die ein ähnliches Anlageuniversum haben. Zum Teil kann man diese Fonds als direkte Antwort auf die ethischen Investments beurteilen, also als eine Art Gegengewicht. Andererseits spiegeln die Laster-Fonds einen generellen gesellschaftlichen Trend wider, der zwischenzeitlich in den Exzessen der Börsenkurse Ende der Neunziger Jahre sichtbar wurde, unterschwellig aber weiter arbeitet und sich seinen Weg durch die Wohlstandsgesellschaften frisst: die ansteckende Gier („infectious greed“), die schon der Präsident der US-Notenbank Alan Greenspan als Wurzel allen Übels in Bezug auf die US-amerikanischen Bilanzskandale anprangerte.¹⁶ Diese Gier wiederum ist eine Reaktion auf einen langfristigen gesellschaftlichen Trend: die sukzessive Aushöhlung der Mittelschicht und die damit verbundene Polarisierung in Arm und Reich. Anzeichen dafür finden wir in unserer Gesellschaft überall: einerseits gibt es einige Berufsbilder, die hervorragende Verdienste ermöglichen, andererseits gibt es die große Menge an Berufen, die nur unterdurchschnittlich entlohnt werden. Die dringend nötige private Altersvorsorge setzt

quasi voraus, zu den Besserverdienenden zu gehören, um entsprechende Beiträge leisten zu können. An der Spitze der Vermögenden wiederum stehen Einzelpersonen oder Familien, die über für viele Menschen unvorstellbare Geldmittel verfügen. Die ManagerMagazin-Liste der 100 reichsten Deutschen beginnt bei Platz 100 mit einem geschätzten Vermögen per 31. Dezember 2001 von 600 Millionen Euro und reicht in der Spitze bis zu 14,6 Mrd. Euro.¹⁷ Hinzu kommen noch diejenigen, die es als dynamische Jungunternehmer in vergleichsweise kurzer Zeit geschafft haben, mittels der Börse und mit teilweise nicht sauberen Mitteln Millionen zu machen ... und auch wieder zu verlieren. Die „Helden der New Economy“ im Besonderen wie auch die Reichen ganz allgemein wurden und werden als erstrebenswertes Ideal angepriesen. Das vereinfachte Motto: Du musst reich werden, ganz egal wie. Dieses Motto führt zwangsläufig dazu, dass die Moral auf der Strecke bleibt. Beispiele von Unternehmen, die sich auf Kosten ihres Unternehmens und ihrer Mitarbeiter ungerechtfertigt bereichert haben sollen, gibt es zur Genüge: Dennis Koslowski von Tyco, Bernie Ebbers von Worldcom, die Rigas-Familie von Adelphia, Kenneth Lay von Enron ... die Liste der Top-Manager, die offensichtlich mit krimineller Energie Unternehmensgelder zur persönlichen Bereicherung verwendet oder durch nicht zulässige Insider-Wertpapiergeschäfte hohe Aktienkursgewinne eingefahren haben, ließe sich beliebig fortsetzen.¹⁸

Interessant ist die öffentliche Reaktion auf die aufgedeckten Skandale: man erhält den Eindruck, dass diese Abzocker nur für ihre Dummheit verachtet werden, erwischt worden zu sein. Trotz allem sind sie und ihr vielfach schillernder Lebensstil Vorbild: sie waren clever genug, aus eigener Kraft in die Liga der Super-Reichen aufzusteigen. Solche „Vorbilder“ sind natürlich kein guter Nährboden für Moral. Im Gegenteil: auch im Kleinen lässt – sicherlich auch mangels guter Vorbilder – die Moral in vielen Dingen sehr zu wünschen übrig. Es ist ebenfalls eine Auswirkung dieses generellen Trends, dass die Zahlungsmoral in Deutschland so schlecht wie noch nie ist.¹⁹ Die Beispiele ließen sich beliebig fortsetzen: Top-Universitäten, die ihre Datenbestände gegenseitig ausspionieren, gefälschte Unternehmensmeldungen, Unwahrheiten im Bundestagswahlkampf,

Korruptionsanfälligkeit, politische Skandale um Spendengelder ... Unmoral ist ein mittlerweile weit verbreiteter Trend, der zunehmend öffentlich wird.

Neben der Möglichkeit, in die bereits erwähnten „Laster-Fonds“ zu investieren, kann der Trend zur Unmoral durch Direktinvestitionen in die genannten Branchen genutzt werden. Je mehr die Moral auf der Strecke bleibt, desto leichter fällt der Umgang mit z. B. Rüstungsaktien und desto höher wird die potenzielle Nachfrage. Die hohe Volatilität in diesen Branchen – beispielsweise bei Tabak, bedingt durch die hohen Schadenersatzforderungen²⁰ – muss allerdings berücksichtigt werden. Auf Grund der Bereitschaft zur Verfälschung von Unternehmenszahlen könnte der Trend zur Unmoral auch zur generellen Erhöhung der Volatilität an den Aktienmärkten beitragen, weil Bilanz- und Gewinnmanipulationen zunächst zu höheren Gewinnen, dann aber zu markanten Korrekturen führen wird. Insofern ist es fraglich, ob der beschriebene Trend auf Grund der allgemein höheren Volatilität zu einer Belastung oder, ein entsprechendes Investment in die „Laster“-Branchen vorausgesetzt, zu einer Bereicherung für ein Wertpapierdepot werden kann.

Verfasser: Christoph Kadner / Werner Krämer
Tel.: 069 / 50 60 6 - 143

Literaturverzeichnis

¹ The deflation danger: Of debt, deflation and denial, *The Economist*, 12. Oktober 2002; B. Powell, We're Not Turning Japanese, *Fortune*, 30. September 2002.

² R. R. Prechter, Conquer the Crash - You Can Survive and Prosper in a Deflationary Depression, 2002; J. Bradford DeLong, Why We should Fear Deflation, Brookings Panel on Economic Activity, März 1999.

³ L. von Mises, *Human Action: A Treatise on Economics*, 1998, S. 408.

⁴ J. T. Salerno, An Austrian Taxonomy of Deflation, The Mises Institute, Februar 2002; J. Wanninski, The Deflation Monster, www.gilder.com/AmericanSpectatorArticles/Deflation.com

⁵ W. Krämer, Die Kapitalmärkte nach dem Platzen der Blase und im Zeichen des Krieges gegen den Terror, Lazard Asset Management, Standpunkt März 2002.

⁶ G. Hacche / R. Prior Wandesforde, Germany: next stop deflation?, *HSBC World Economic Watch*, Oktober 2002.

⁷ J. Kahn, The never-ending spending spree, *Fortune*, 30. September 2002.

⁸ J. Tracy / H. Schneider / S. Chan, Are Stocks Overtaking Real Estate in Household Portfolios, in: *Current Issues in Economics and Finance*, April 1999.

⁹ M. Faber, The South Sea Bubble, The Mississippi Scheme, Paper Money, and Gold, www.strategicinvestment.com, 2002; *The Wallstreet Journal Europe*, A Housing Bubble?, 7.8.2002; J. Hatzius, Housing and the US Consumer: Mortgaging the Economy's Future, *Goldman Sachs Global Economics Paper 83*, Oktober 2002.

¹⁰ *It. Associated Press*; u.a. nachzulesen unter <http://de.news.yahoo.com/021005/281/2zs2z.html>

¹¹ „Die Musikindustrie hat im ersten Halbjahr einen Umsatzrückgang von weltweit 9,2 Prozent verzeichnet. Wie die Internationale Vereinigung der Phonographischen Industrie (IFPI) mitteilte, ging der Verkauf von CD-Alben um sieben, von Singles um 17 und von Musikkassetten um 31 Prozent zurück. In den USA und Japan, in denen zusammen mehr als die Hälfte der weltweit verkauften Tonträger umgesetzt werden, betrug der Rückgang 6,8 beziehungsweise 14,2 Prozent. Der positive Trend in Frankreich hielt unterdessen an: Der Umsatz stieg um 5,2 Prozent und damit wurde Deutschland

vom vierten Platz der größten Musikmärkte verdrängt. Für die globale Misere macht die Vereinigung die Wirtschaftskrise, aber auch weiterhin das digitale Kopieren von CDs und im Internet erhältliche kostenlose Musik verantwortlich. Hinzu komme die Konkurrenz mit anderen Produkten der Freizeitindustrie wie der DVD-Video, Handys und Computerspielen.“

Von: <http://de.news.yahoo.com/020424/12/2qlms.html>, Nachricht vom 16.10.02; Mitteilung der IFPI vom 10. Oktober 2002, siehe auch <http://www.ifpi.org>.

¹² Siehe hierzu beispielsweise www.mnemotechnik.de

¹³ *TIME-Magazin* vom 21. Oktober 2001, auch unter <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,1101021021-364387-1,00.html>

¹⁴ Silke Stremlau, Ethische Investment in Deutschland - eine empirische Marktanalyse, Institut für Markt - Umwelt - Gesellschaft an der Universität Hannover 2002, S. 4

¹⁵ zitiert in: *SPIEGEL ONLINE*, 11. Oktober 2002, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,217671,00.html>

¹⁶ siehe z.B. *Washington Times* vom 16. Juli 2002, <http://www.washtimes.com/upi-breaking/20020716-014613-6015r.htm>

¹⁷ <http://www.manager-magazin.de/koeöpfe/reichste/0,2828,183520,00.html>

¹⁸ eine Übersicht über den Stand der Ermittlungen bei den US-Managern per Mitte Oktober findet sich bei *SPIEGEL ONLINE*:

<http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,218399,00.html>

¹⁹ dies beklagte der Bundesverband der Deutschen Inkasso-Unternehmen auf der Basis seiner Frühjahrsumfrage (lt. *T-Online*, <http://branchen.t-online-business.de/busi/them/bran/hand/aktu/ar/CP/arzahlungsmoral1005.html>)

²⁰ kürzlich wurde Philip Morris zu einer Schadenersatzklage von 28 Milliarden US-Dollar verurteilt. Eine humorige Auflistung, was die Klägerin mit dem Geld anfangen könnte, findet sich unter <http://www.handelsblatt.com/hbiwwwangebot/fn/relhbi/sfn/buildhbi/cn/GoArt!200011,203978,576590/S H/0/depot/0/index.html>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29