

# *Standpunkt*

März 2002

Die Kapitalmärkte nach dem  
Platzen der Blase und im Zeichen  
des Krieges gegen den Terror

©2002. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 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.

## Die Kapitalmärkte nach dem Platzen der Blase und im Zeichen des Krieges gegen den Terror

- ◆ Die 90er Jahre erlebten einen der größten Bullenmärkte des 20. Jahrhunderts.
- ◆ Die Grundlage der Hausse bildete ein neues wirtschaftliches Paradigma: Der Rückzug des Staates aus der Wirtschaft, Privatisierung und Deregulierung, kurz eine liberale Wirtschaftsverfassung.
- ◆ Das Entstehen der TMT-Blase war auch Folge von Fehleinschätzungen der amerikanischen Zentralbank.
- ◆ Es stellt sich die Frage, ob sich in Folge des “Platzens der Blase” und des “Krieges gegen den Terror” ein neues Paradigma herausbildet, das “Sicherheit” höher und “Freiheit” niedriger bewertet.
- ◆ Eine Wiederkehr des Bullenmarktes der 90er Jahre erscheint unwahrscheinlich, wenn sich eine weniger offene Wirtschaftspolitik durchsetzt.

# Die Kapitalmärkte nach dem Platzen der Blase und im Zeichen des Krieges gegen den Terror

Die 90er Jahre waren an den Kapitalmärkten durch einen der größten Bullenmärkte des 20. Jahrhunderts charakterisiert. Am Rentenmarkt fielen die Renditen auf in der Vergangenheit nicht für möglich gehaltene Niveaus, und die Aktienmärkte eilten weltweit (mit Ausnahme von Japan) von Hausse zu Hausse. Das war kein Zufall, sondern Folge der geänderten fundamentalen Bedingungen, die die Weltpolitik und die Weltwirtschaft in den 90er Jahren kennzeichneten. Was war die Grundlage für diese Hausse, und was hat von diesem Paradigma der 90er Jahre auch heute noch Gültigkeit? Wird die Hausse wiederkehren?

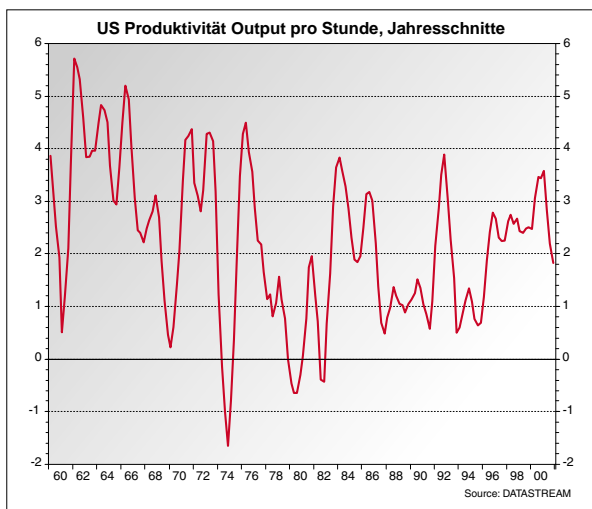
## Die 90er Jahre: Neubeginn für Amerika

Gegen Ende der 80er Jahre fühlte sich Amerika am Boden. Japan war auf dem Höhepunkt des ökonomischen Erfolgs, Amerika hatte immer mehr an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt, das Produktivitätswachstum war nicht mehr nennenswert, und die kommunistische Bedrohung war immanent.

Mit der neuen Dekade setzte (unverhofft) ein kompletter Neubeginn ein. Der japanische Staatskorporatismus erwies sich nach dem Platzen der Blase am japanischen Aktien- und Immobilienmarkt als Irrweg, der Kommunismus brach zusammen, der eiserne Vorhang verschwand, und der westliche Kapitalismus blieb als einzig verbleibende stabile Wirtschaftsform übrig. Francis Fukuyama schrieb in einem Buch (etwas voreilig) vom Ende der Geschichte. Amerika machte sich entschlossen daran, die zweite Chance zu nutzen, und die Friedensdividende einzufahren, indem es sich selbst erneuerte. Die 90er Jahre wurden zur Dekade Amerikas und des Kapitalismus amerikanischer Prägung. Es entstand - ausgehend von Amerika, aber übergreifend auf die ganze Welt - das neue Paradigma der Wirtschaftspolitik: die Erneuerung marktwirtschaftlicher Ideen auf globaler Ebene.

Was sind die Kennzeichen dieses neuen Paradigmas? Die Renaissance der Marktwirtschaft in den 90er Jahren ist insbesondere geprägt vom Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben. Privatisierung und Deregulierung sind die Stichworte. Daniel Yergin und Joseph Stanislaw sprechen in ihrem Buch "The Commanding Heights" von "The battle between government and the marketplace that is remaking the modern world". Es geht um den Triumph kompetitiver und offener Märkte (linke Kritiker sprechen vom "Jurassic Park"-Modell der Wirtschaftsordnung). Teilaspekte dieses Paradigmas sind die Globalisierung und die Übertragung eines liberalen Wirtschaftskonzepts auf die ganze Welt, weil Marktwirtschaften erst auf globaler Ebene höchste Effizienz erreichen können. Die Bedeutung der Finanzmärkte wuchs in den 90er Jahren stetig an, nicht nur als Finanzierungsinstrument, sondern auch als Druckmittel auf Unternehmen, Länder und Staaten, die sich an das neue Paradigma ungenügend anpassten. Die New Economy und die Internet-Revolution sind Unterasspekte der neuen Entwicklung. Der Erfolg des Internets ist nur in einer offenen Gesellschaft möglich und fördert diese Offenheit gleichermaßen. Die Produktivitätssteigerungen in den USA, die von der Mitte der 80er bis Mitte der 90er Jahre um 1% lagen, stiegen ab der zweiten Hälfte der 90er Jahre wieder über 2%. Auch wenn die Niveaus der 60er Jahre unerreichbar bleiben, sprechen viele (ebenfalls etwas voreilig) von einem "Goldenen Zeitalter", als wären diese Prozesse unumkehrbar (vgl. Abbildung 1).

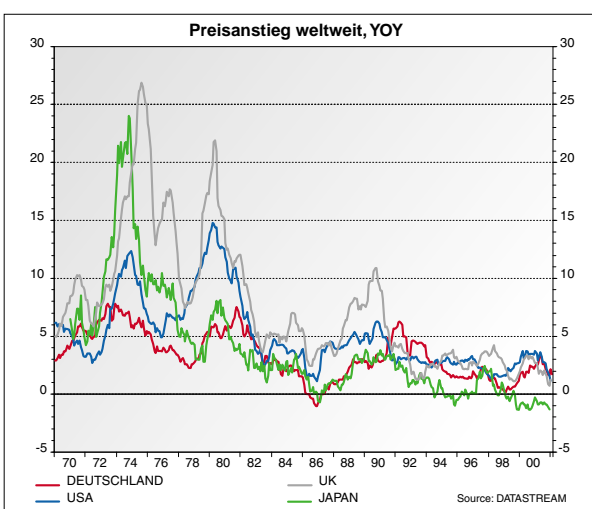
Abbildung 1



## Die Finanzmärkte in den 90er Jahren

Der Rückzug des Staates aus der Wirtschaft, die Globalisierung, die Förderung kompetitiver Märkte und die damit einhergehenden Produktivitätsschübe führten in den meisten Ländern zu historisch niedrigen Inflationsraten. "The Death of Inflation" schien erreicht. Japan war das erste Land, in dem der disinflationäre Prozess sogar in eine Deflation überging. Mangels der Fähigkeit der Unternehmen, steigende Kosten über die Preise zu überwälzen, nutzten sie ihr Produktivitätspotential aus, um überlebensfähige Margen verdienen zu können. Gerade in den USA und Großbritannien, Ländern, in denen man in den 70er Jahren zweistellige Inflationsraten (dies galt für UK sogar noch Ende der 80er Jahre) zu verzeichnen hatte, bedeutete die niedrige Inflation der 90er Jahre einen Eintritt in eine neue Welt (vgl. Abbildung 2).

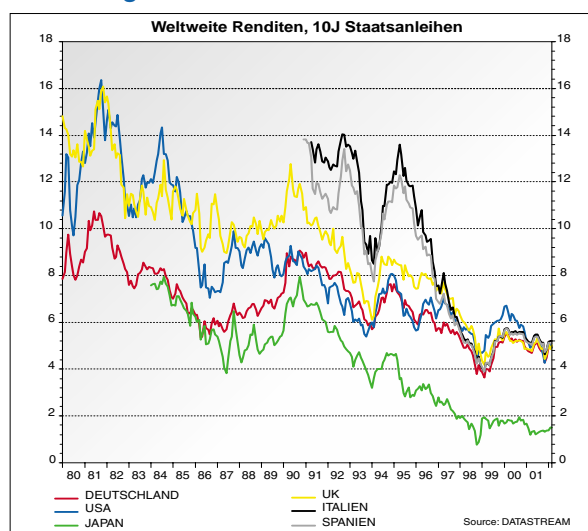
Abbildung 2



Der US-Zentralbankpräsident Alan Greenspan wurde als Magier gefeiert, als Vater des amerikanischen Booms. Auch die Laissez-Faire-Politik des damaligen US-Präsidenten Bill Clinton (entgegen dem eigenen Anspruch) war wichtiger Teil dieser liberalen Wirtschaftspolitik der 90er Jahre.

Der langfristige Rückgang der Inflationsraten führte in den 90er Jahren zu einer Hausse an den Rentenmärkten. Die (Nominal-)Renditen von Staatsanleihen fielen weltweit auf Niveaus, die man in den 70er oder 80er Jahren noch für völlig unmöglich gehalten hätte (vgl. Abbildung 3). Dazu trugen aber nicht nur fallende Inflationsraten bei, sondern auch der Rückgang der Budgetdefizite in den USA und Europa (Folge der Friedensdividende, sinkender Verteidigungsausgaben und der Vorbereitungen auf die europäische Währungsunion).

Abbildung 3

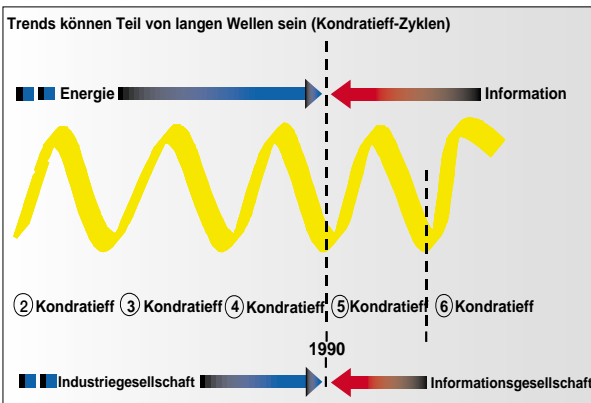


Die fallenden Zinsen trieben die Aktienmärkte nach oben, denn die Anlagealternative Aktie wird bei sehr niedrigen Zinsniveaus attraktiver. Bullisch für die Aktien war aber auch die Stimmung großer Offenheit in Wirtschaft, Politik und Gesellschaft, die expandierenden Märkte, die Globalisierung, der Rückzug des Staates und die wachsende Bedeutung der Privatwirtschaft.

Es herrschte also eine Idealkonstellation für den dynamischen Unternehmer, der im Schumpeterschen Sinne seine Innovationskraft nutzt, um in Zeiten großer Umbrüche (Internet, Telekommunikation) durch seinen Gestaltungsdrang den Wandel in Wirtschaft und Gesellschaft voranzubringen.

In den 90er Jahren gab es also einen neuen Kondratieffzyklus, einen innovativen Megatrend, der die Welt verändert hat (zum Thema Kondratieffzyklus vgl. auch Investment Perspektive 4. Quartal 2000, Trend Fonds). Der Megatrend "Informationszeitalter" wurde zur treibenden Kraft einer Jahrhundert-hausse an den Aktienmärkten (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4:



Es galten "New Rules for the New Economy". Getrieben von der Aktienhausse entwickelte sich selbst in Kontinentaleuropa schrittweise eine Aktienkultur.

In der zweiten Hälfte der 90er Jahre war vor diesem Hintergrund eine parallele Hausse an Aktien- und Rentenmärkten zu verzeichnen. Fallende Zinsen, steigende Unternehmensgewinne und die Akzeptanz höherer Bewertungen (KGV-Expansion) waren die Grundlage expandierender Aktienmärkte. Einzelne Aktienmarktsegmente erlebten einen historisch einmaligen Kursanstieg (TMT-Hausse), aber selbst der breite Markt war durch ungewöhnliche Jahre gekennzeichnet.

Die größte Hausse erlebte Amerika, das Land, das die Triebfeder des neuen Paradigmas offener Märkte war. Europa hat unterperformat, weil es das neue Paradigma nicht so konsequent umsetzte, wie es die Amerikaner taten (vgl. Abbildungen 5 und 6).

Abbildung 5:

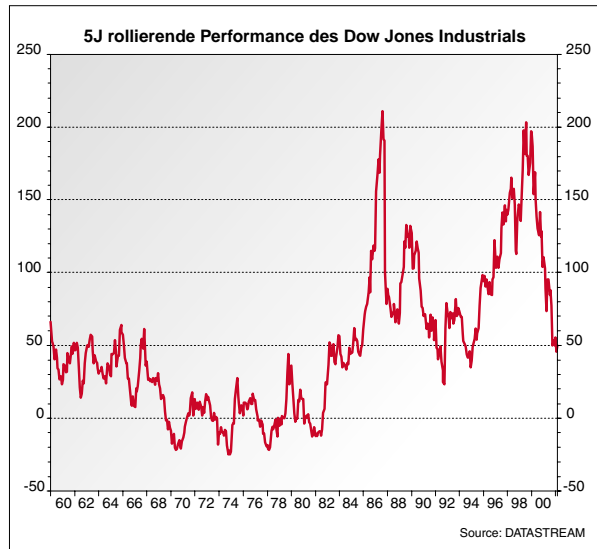


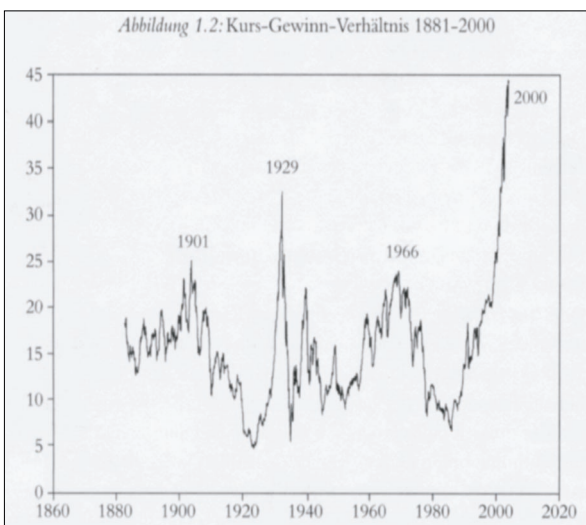
Abbildung 6:



## Das Platzen der Blase

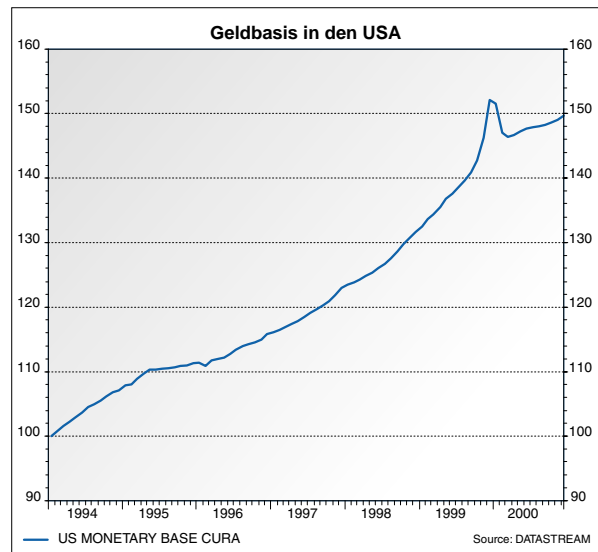
Die Hausse der 90er Jahre gründete auf fundamentalen Fakten. Dennoch ging sie letztendlich in eine Blase über (US-Zentralbankpräsident Alan Greenspan sprach 1996 erstmals von "Irrational Exuberance"). Die Produktivitätssprünge der New Economy blendeten Anleger und Analysten, Unternehmen und Investoren. Der Blick für Risiken ging verloren, die Welt wurde nur noch rosig gesehen, und es kam zu irrationalen Übertreibungen. Am Aktienmarkt sind wegen des neuen Paradigmas zwar wesentlich höhere Bewertungen als in der Vergangenheit gerechtfertigt, aber die Bewertungen erreichten (gerade in den USA) letztendlich Niveaus, die auch unter den bullischen Szenarien des neuen Paradigmas nicht zu rechtfertigen waren (vgl. für den S&P 500 Abbildung 7).

Abbildung 7



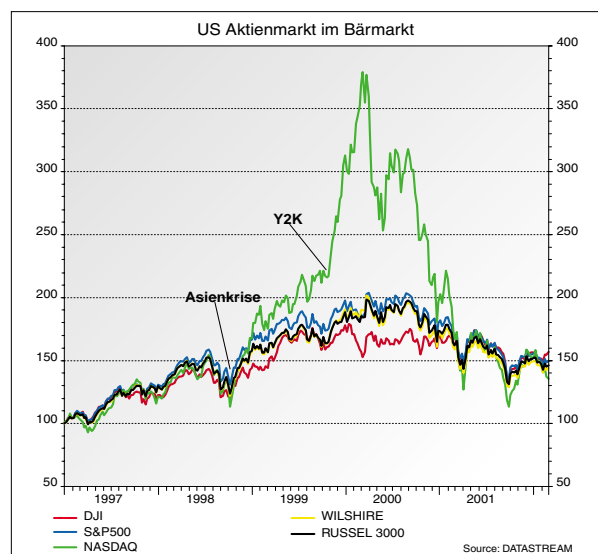
Die finale Übertreibungsphase setzte (spätestens) mit der Asienkrise im Herbst 1998 ein, als die amerikanische Zentralbank mit massiven Zinssenkungen versuchte, mögliche Ansteckungseffekte des Kollapses Asiens, Rußlands und von LTCM auf die Weltkonjunktur einzudämmen. Zusätzliche Liquidität gab sie im Verlauf von 1999 in die Märkte, um einem befürchteten (und von vielen prognostizierten) Y2K-Effekt der Jahrtausendumstellung vorzubeugen. Die Zentralbankgeldversorgung in den USA explodierte (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8



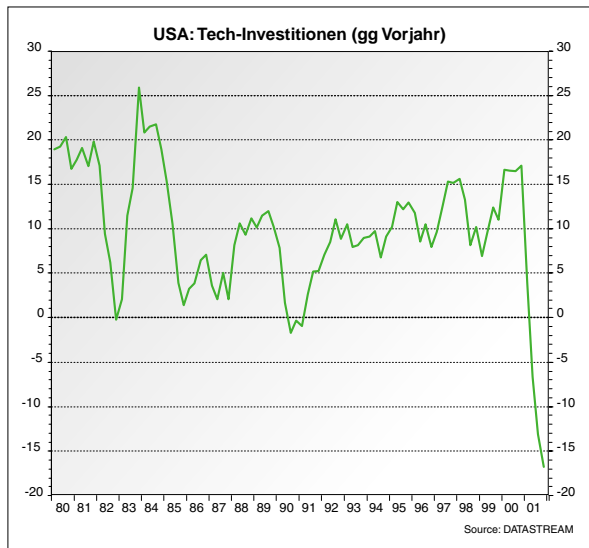
Diese Zusatzliquidität gab den Anlegern in der euphorischen Stimmung Ende der 90er Jahre zusätzliche Mittel an die Hand, Investments zu tätigen. Die Zahl der Neuemissionen explodierte, M&A boomte und die Wachstumserwartungen machten blind für die Realität. Die Risikoneigung vieler Investoren stieg ins Unermeßliche. Die Massenpanik zum Jahreswechsel 1999/2000, etwas zu verpassen, als die Jahrtausendumstellung völlig problemlos verlief, erwies sich als die Schlussphase des Bullenmarktes (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9



Der Bullenmarkt ging im Frühjahr 2000 abrupt zu Ende, als die Zentralbank den Märkten die zusätzliche Liquidität wieder entzog, um Inflationsgefahren vorzubeugen. Die Weltkonjunktur schlitterte in die Rezession, als die Unternehmen erkannten, dass sie in der Euphorie überinvestiert hatten und deshalb Investitionen (vor allem im Tech-Bereich) rapide zurückführen mussten (vgl. Abbildung 10). Dies war das Neue an der Rezession in diesem Zyklus. Sie wurde ausgelöst durch die Unternehmen, nicht durch den Konsumenten wie die Zyklen der Vergangenheit. Die hohen Aktienbewertungen sind aber nicht mehr zu rechtfertigen, wenn die Wachstumsraten der Unternehmensgewinne fraglich werden.

Abbildung 10



### Der Terroranschlag des 11. September - Schlusspunkt des Bärenmarktes?

Im Frühjahr 2000 ging der lange Bullenmarkt zu Ende und wurde von einem (technisch gesehen noch nicht endgültig beendeten) Bärenmarkt abgelöst. Der Terroranschlag gegen Amerika vom 11. September 2001 markierte nur noch einen Höhepunkt im Bärenmarkt, in dem er den finalen Ausverkauf auslöste, der die Märkte im September 2001 endgültig auf die Tiefs des Jahres 1998 zurückfallen ließ, also die Niveaus, bevor die irrationale Übertreibungsphase des Bullenmarktes einsetzte.

Der Anschlag löste aber auch die Gegenkräfte aus, die für eine Erholung des Marktes grundlegend sind. Die amerikanische Zentralbank senkte aggressiv die Zinsen, die fallenden Ölpreise stärkten die Kaufkraft in den OECD Ländern, die US-Fiskalpolitik wurde expansiver, und die Lager wurden nochmals stark abgebaut (die Lagerbestände erreichten Ende 2001 global gesehen historische Tiefs). Dies dürfte Grundlage für den Beginn eines neuen Lagerhaltungszyklus sein. Massive Liquiditätszuführungen beendeten die Abwärtsspirale, es kam zu Short-Eindeckungen und die überverkaufte Situation führte zu einem technischen Rebound des Marktes. Ist damit alles klar für den nächsten Bullenmarkt?

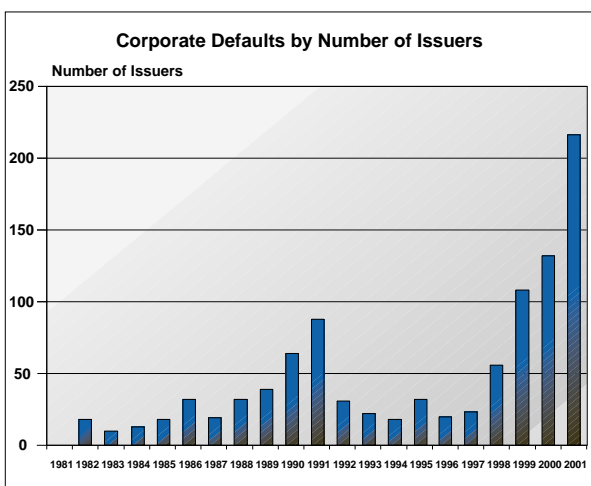
### Andauernde Folgen der Blase

Die politischen Akteure in den USA haben alles getan, um die Grundlage für eine Konjunkturwende zu legen. Die Rezession dürfte im ersten Halbjahr 2002 (zumindest in den USA) überwunden werden, und eine zyklische Erholung ist wahrscheinlich, vor allem getrieben vom Lageraufbau. Dennoch dürfte diese Erholung anders werden, als wir es von den Zyklen der Vergangenheit kennen, weil auch der Weg in die Rezession anders war. Ein stetiger (V-förmiger) Anstieg von Produktion, Konsum und Investitionen erscheint fraglich. Wir bleiben skeptisch, was eine schnelle und geradlinige Erholung von Konjunktur und Aktienmarkt angeht. Strukturelle Hemmnisse werden Konjunktur und Markt länger belasten. Der Aufschwung dürfte historisch schwach und instabil ausfallen. Wir erwarten in den kommenden Jahren am Aktienmarkt stabilere (einstellige) Erträge, sehen aber keinen Dauerboom, der mit den 90er Jahren vergleichbar wäre. Warum die Skepsis?

Die Konsequenzen der Exzesse der New Economy Blase sind noch nicht abgebaut. Die hohe Verschuldung bei Unternehmen und Haushalten bremst den Handlungsspielraum der Wirtschaftsakteure. Die Konsequenzen der Überinvestitionen der Unternehmen gerade im TMT-Bereich sind noch nicht beseitigt. Die Überbewertung des US-Aktienmarktes ist im Bärenmarkt nicht vollständig abgebaut worden, ganz anderes als in vergangenen Zyklen.

Die Kapazitätsauslastung ist in den meisten Ländern gering und es sind Output Gaps vorhanden, die für Margendruck und deflatorische Effekte sorgen. Die Unternehmensgewinne dürften unter Druck bleiben. 2001 erreichte die Zahl der globalen Unternehmensdefaults mit 216 ein Rekordhoch (nach 108 in 1999 und 132 in 2000), Zeichen dafür, dass die Verschuldung bei schwacher Konjunktur ein großes Investitionshemmnis bleiben wird.

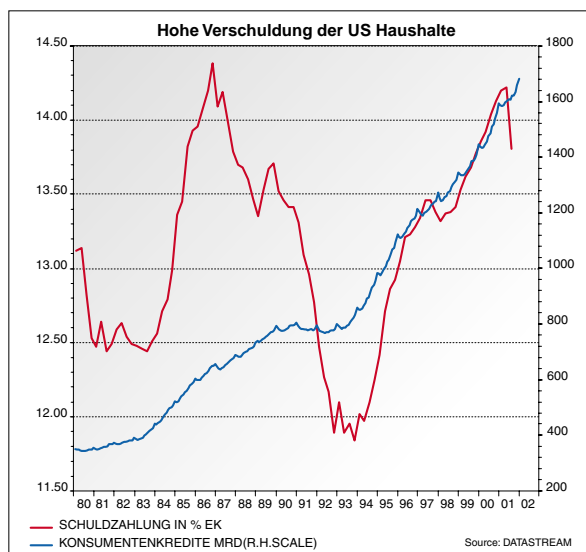
Abbildung 11



Dies ist kein gutes Umfeld für die Wiederaufnahme eines Investitionsbooms. Die jüngsten Entwicklungen bei Enron, Cisco, Global Crossing oder Tyco International, bei ABB und der Deutschen Telekom, die Diskussion um Bilanzierungsmängel, Aktienoptionsprogramme und Schuldenproblematik sind zudem Nachwehen der Exzesse der New Economy Blase, die den Aktienmarkt (und die Unternehmensinvestitionen) noch länger belasten werden. Und in Europa wird sich zeigen, ob von der vielzitierten Aktienkultur in den kommenden Jahren viel übrig bleibt, da das Vertrauen in Unternehmen und Anlageberater weitgehend zerstört ist.

Eine zyklische Erholung des privaten Verbrauchs ist unwahrscheinlich, weil er sich in diesem Zyklus während der Rezession kaum abgeschwächt hat. Der Konsument ist trotz hoher Verschuldung und negativem Vermögenseffekt der Aktienkursverluste entspannt geblieben. Auch der US-Immobilienmarkt hat sich nicht abgeschwächt, ja ist sogar der letzte verbleibende Bullenmarkt (daher blieb der Konsument in dieser Rezession wahrscheinlich gelassen). Er wird deshalb auch kaum die übliche V-förmige Erholung zeigen können.

Abbildung 12



Im nächsten halben Jahr dürfte auch der Arbeitsmarkt eine Belastung für den Konsumenten bleiben. Die Erholung wird von Konsumentenseite her schwach ausfallen.

Es ist unwahrscheinlich, dass der Technologiesektor nach dem Platzen der Blase wieder zur Triebfeder eines neuen Mega-Trends werden kann. Der Zyklus "Informationszeitalter" scheint weitgehend erschöpft. Es kann noch dauern, bis ein neuer Kondratieff-Zyklus den Märkten eine neue lange Hausse-Phase liefert. Es ist fraglich, ob der im Moment heißeste Kandidat, der Bereich Biotechnologie, Gesundheit und Umwelt, in naher Zukunft in der Lage sein wird, eine neue Mega-Hausse, den sechsten Kondratieffzyklus, auszulösen.

## Neues Paradigma im Zeichen der Terrorbekämpfung?

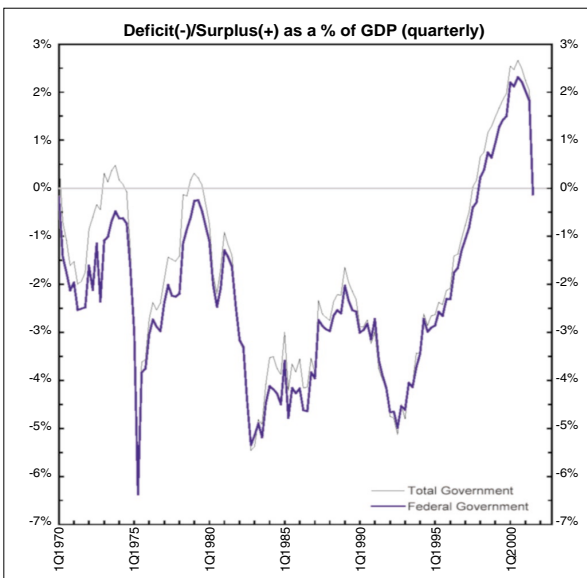
Probleme für die Aktienmärkte könnten in den kommenden Jahren auch von ganz anderer Seite kommen. Die politische Entwicklung nach den Terroranschlägen deutet einen Paradigmenwechsel der Wirtschaftspolitik an. "Rethinking the Economy" ist das Motto in den USA (vgl. Abbildung 13).

Abbildung 13



Präsident Bush sieht sich als Kriegspräsident mit neuen Präferenzen, die das Paradigma der 90er Jahre in Frage stellen. Verteidigungsanstrengungen und Sicherheitsbemühungen erfordern eine aktivistischere Regierung. Verteidigungsausgaben werden hochgefahren. Statt Budgetüberschüsse dürften in den kommenden Jahren Budgetdefizite wieder der Normalfall sein (vgl. Abbildung 14).

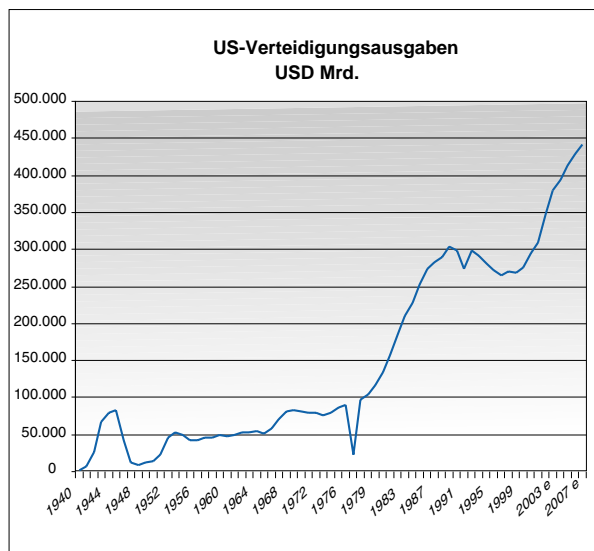
Abbildung 14



Aber auch bei den Unternehmen führen erhöhte Sicherheitsanforderungen zu erhöhten Kosten. Forschungsinstitute schätzen die erhöhten Kosten in Folge des 11. September bei den "Fortune 100"-US-Unternehmen auf USD 151 Mrd. für das Jahr 2002 (für Logistik, Versicherung, Arbeitsplatzsicherheit, IT, Reisekosten und Kosten bei den Beschäftigten), bei Gesamtgewinnen von USD 277 Mrd. in 2001.

Das Paradigma des Vorrangs der Privatwirtschaft verliert an Boden, der starke Staat ist zurück. Bürgerrechte werden als weniger wichtig angesehen, Freiheit und Liberalität treten hinter Patriotismus zurück. Die Einführung von Strafzöllen im Stahlbereich läßt Zweifel an der Freihandelsphilosophie aufkommen. In einem Land, in dem die Verschuldung von Unternehmen und Haushalten in den 90er Jahren zum Teil dadurch finanziert wurde, dass der Staat finanzielle Disziplin wahrte, scheint im Terrorkrieg auch der Staat zu mehr Schulden bereit zu sein. Der Anteil von Verteidigung und Sicherheit am US-Haushalt erreicht wieder die Dimension wie 1991, zur Zeit des Zusammenbruchs der Sowjetunion. Die Friedensdividende verschwindet in Zeiten des Krieges gegen den Terror (vgl. Abbildung 15).

Abbildung 15



Eine Entwicklung, die nicht ohne Risiken für den Dollar sowie Aktien- und Rentenmärkte ist. Vermutlich hat auch Alan Greenspan die Warnsignale gesehen, als er trotz elf Leitzinssenkungen die Zinsen am langen Ende nicht wesentlich drücken konnte. Und steigende Zinsen am langen Ende sind das letzte, was die fragile Konjunktur und der Aktienmarkt in den kommenden Monaten brauchen werden. Eine Rallye am Aktienmarkt ohne eine Rallye am Rentenmarkt erscheint wenig wahrscheinlich.

Es wird sich zeigen, wieviel an Produktivität und Innovation das geänderte Paradigma kostet. Wenn mehr Privatwirtschaft bullisch für die Aktienmärkte war, bedeutet mehr Staat eine Belastung. Bleiben Offenheit und Globalisierung die grundlegende Ideologie auch im kommenden Jahrzehnt, so wie es in den 90er Jahren der Fall war? Die Wirtschaftspolitik von Bush jedenfalls scheint mehr Reagan als Clinton - New Security statt New Economy. Skepsis scheint gerechtfertigt zu sein, bis das Gegenteil bewiesen ist.

Damit sollte eigentlich die Stunde Europas schlagen. Amerika in der Krise und der Kapitalismus amerikanischer Prägung in vielen Bereichen diskreditiert. Europa hätte jetzt die Chance, durch Reformen von innen heraus die Alternative eines freiheitlichen Systems europäischer Prägung hervorzutreten. Aber die Chance wird wohl ungenutzt bleiben. Die Auseinandersetzungen der deutschen Regierung mit Brüssel deuten an, dass der Wahlkampf wichtiger zu sein scheint als eine Rolle als Reformregierung. Bei der Reform der Rentensysteme scheint selbst Vorreiter Deutschland, die Möglichkeit, Unternehmensbeteiligungen in Arbeitnehmerhand und Corporate Governance aktiv zu fördern, wohl nicht wesentlich zu nutzen. Frankreich ist im Wahlkampf, und Italien ist mit sich selbst beschäftigt. Hoffentlich werden zumindest die Möglichkeiten des EU-Konvents genutzt, um Europa langfristig eine einheitlichere und stärkere Stimme zu geben. Aber in diesem Jahr sollte man von Europa nicht zuviel erwarten.

## Zusammenfassung

Der Aktienboom der 90er Jahre wurde ausgelöst durch ein neues wirtschaftliches und politisches Paradigma, das man kurz mit den Begriffen Rückzug des Staates aus der Wirtschaft, Vorrang der Privatwirtschaft, Rückkehr der Marktwirtschaft, Offenheit und Globalisierung kennzeichnen könnte. In diesem Umfeld konnten die Früchte der Friedensdividende nach dem Zusammenbruch des Kommunismus gerade vom stärksten Verfechter des neuen Paradigmas, den USA, optimal genutzt werden. Das neue Paradigma war das ideale Umfeld, um den Impuls des fünften Kondratieffzyklus, dem Übergang in die Informationsgesellschaft, durch Produktivitätssteigerungen auch für den Aktienmarkt in eine Jahrhunderthausse umzusetzen.

Trotz der fundamentalen Rechtfertigung des Booms endete die Aktienrallye nach der Übertreibungsphase von 1998-2000 letztendlich in einer Blase, die im Frühjahr 2000 platzte. Die Konjunktur rutschte in die Rezession, der Aktienmarkt ging in einen Bärenmarkt über. Der Anschlag gegen Amerika am 11. September war der Schlusspunkt des Bärenmarktes, der auch das Tief der Rezession markierte.

Die politischen Akteure in den USA haben alles getan, um die Rezession zu überwinden. Dennoch erwarten wir eine lange und schwierige Übergangsphase. Die Folgen der Exzesse der New Economy Blase dürften in den kommenden Jahren nachwirken. Zudem deutet sich bei der amerikanischen Wirtschaftspolitik ein Paradigmenwechsel an. Im Kampf gegen den Terror ist der starke Staat zurück, und Offenheit, Liberalität und Vorrang der Privatwirtschaft scheinen im Rückzug. Dies könnte die Stunde Europas werden, wenn es gelänge, durch innere Reformen eine liberale Marktwirtschaft europäischer Prägung als Alternative zum Kapitalismus des angelsächsischen Typs aufzubauen. Aber wir sind skeptisch, was die momentane Reformfähigkeit Europas angeht. Man kann mit Spannung erwarten, ob die Produktivitätsgewinne der letzten Jahre in diesem Umfeld behauptet werden können.

---

**Verfasser:** Werner Krämer  
Tel.: 069 / 50 60 6 - 141



Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Grüneburgweg 102  
60323 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