

Lazard Arlberg Seminar Januar 2006

26.1.2006 – 29.1.2006 in Züri, Arlberg



Die Zukunft der Weltwirtschaft im Zeichen der Rohstoffhaushalte

Lazard Arlberg Seminar 2006
26.1.2006 bis 29.1.2006 in Zürs, Arlberg

Werner Krämer, Leiter Research
Lazard Asset Management

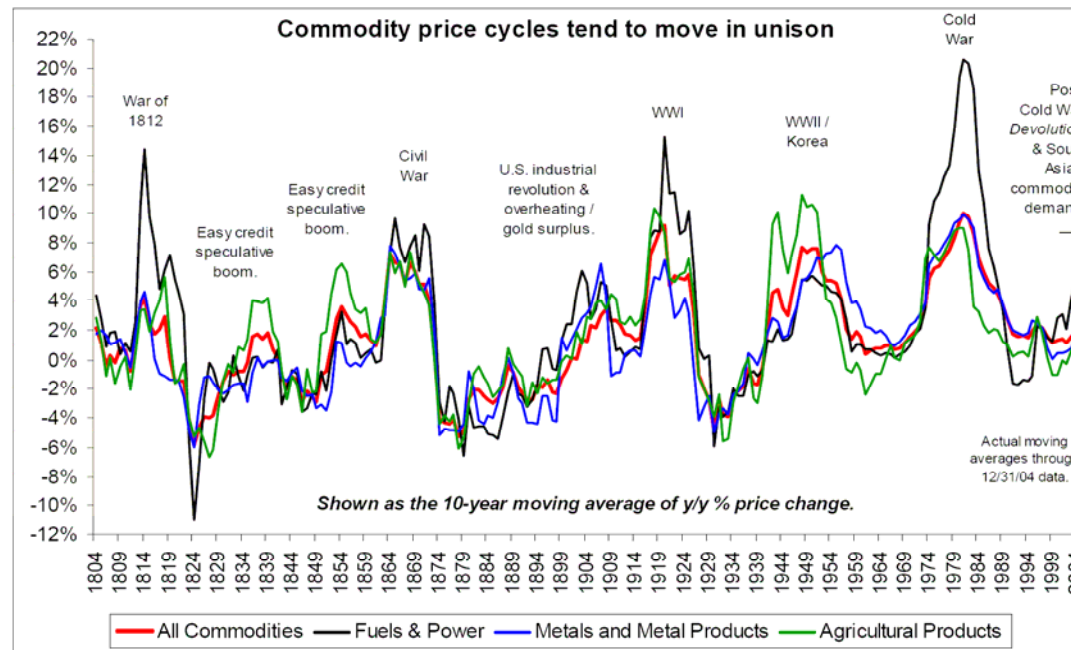
Megatrend Rohstoffe

Rohstoffe bewegen sich in langen Zyklen (Superzyklus)

Nach einer langen Baisse folgt eine lange Hausse?



Commodities inflate & deflate in unison, with energy at the core. That is because we need energy to prevent entropy. Commodity produce also need to occasionally replenish their physical & human assets.



Source: "Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970," a U.S. Census Bureau publication. 1793 to 1890 are the applicable Warren & Pearson U.S. commodity indices and average constructed from: Farm products, foods, hides & leather, textiles, fuel & lighting, metals & metal products, building materials, chemicals & drugs, household furnishing goods, spirits and other commodities. 1891 to 1913 is the Wholesale Commodities Price Index from the BLS and other agencies. 1914 to present is the PPI for All Commodities modern series, about two-thirds of which we feel are classic commodities.

Die Argumente für die Superhausse

Fundamentales
Umfeld der
Rohstoffhausse.

- ◆ 80er und 90er Jahre: Rohstoffbaisse
- ◆ Reduzierte Kapazitäten, Unterinvestitionen und Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage.
- ◆ Wirtschaftswachstum in Asien hält Nachfrage hoch.
- ◆ Speziell China und Indien wurden von Exporteuren zu wichtigen Importeuren von Rohstoffen.
- ◆ Einbindung von weiteren 2-3 Mrd. Menschen in die Weltwirtschaft löst langfristigen Nachfrageschub aus.
- ◆ Ausgleich von Angebot und Nachfrage erzeugt auf Jahrzehnte hinaus Aufwärtsdruck auf Rohstoffpreise.

Eine alternative Argumentation der Rohstoffhaussiers

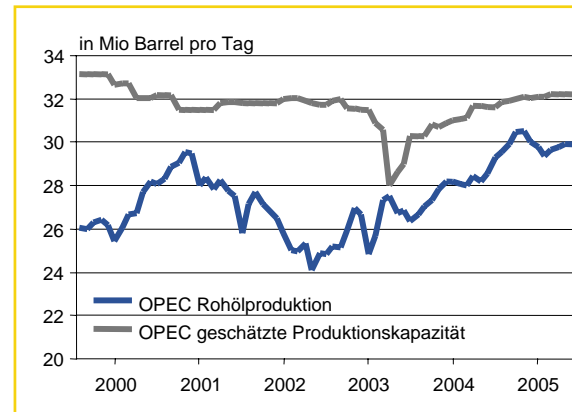
Rohstoffe als
alternative
Währung??

- ◆ Die Notenbanken verfolgen durch Überexpansion eine Politik der Entwertung der Papierwährungen.
- ◆ Immer mehr Geld jagt immer weniger Assets hinterher (globale Assetpreisblase).
- ◆ Politik der monetären (Kredit)-Expansion treibt alle Assetklassen, zukünftig aber insbesondere die Preise harter Vermögensgegenstände (Edelmetalle, Rohstoffe).
- ◆ Im Falle einer USD-Krise werden Rohstoffe zu Trägern von Wert und damit zu echtem Geld.
- ◆ Krieg und Chaos würden die Rohstoffehausse noch mehr befeuern.

Daher erwarten wir keine grundlegende Abschwächung der Rohstoffpreise

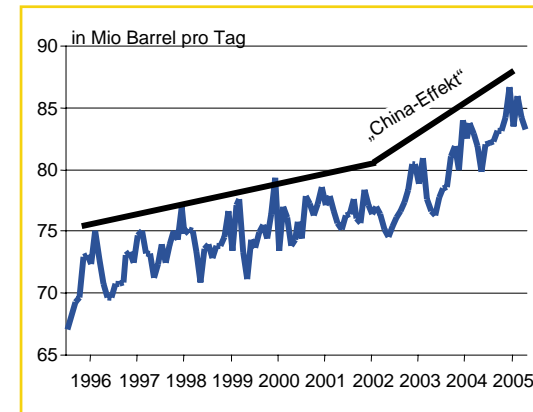
Öl: Angebot vs. Nachfrage

Produktion nahe der Kapazitätsgrenze



Quelle: Bloomberg

Globale Ölnachfrage



Quelle: Energy Intelligence Group, Bloomberg

- Kräftige Nachfragezuwächse für Öl seit 2001
- OPEC produziert nahe der aktuellen Kapazitätsgrenze
- Hoher Ölpreis hat die globale Ölnachfrage bisher kaum reduziert

Rohstoffe und Globalisierung

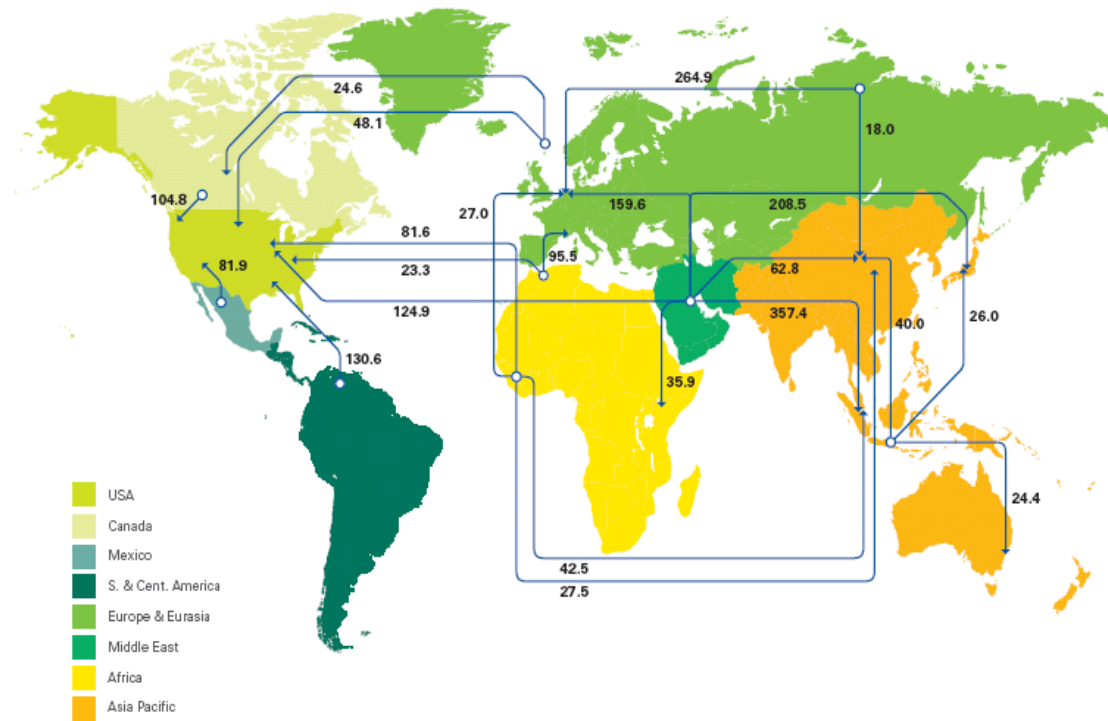
Das Rohstoffproblem ist die größte Herausforderung der Globalisierung.

- ◆ Aufteilung der Rohstoffe zwischen reichen Ländern und Emerging Markets (Kodependenz).
- ◆ Machtverschiebung zu den Rohstoffproduzenten.
- ◆ Konflikt USA/Europa/China und die Konsequenzen für die Entwicklungsländer.
- ◆ Destabilisiert die Suche nach einem neuen Gleichgewicht wirtschaftlicher Macht die Weltpolitik?

Ölströme, Politik und Einflussphären

Rohstoffe im Zentrum der internationalen Politik.

Major trade movements
Trade flows worldwide (million tonnes)



Institutionelle
Anleger haben
Rohstoffe als
Assetklasse
entdeckt.



Rohstoffindizes

Rohstoffindizes

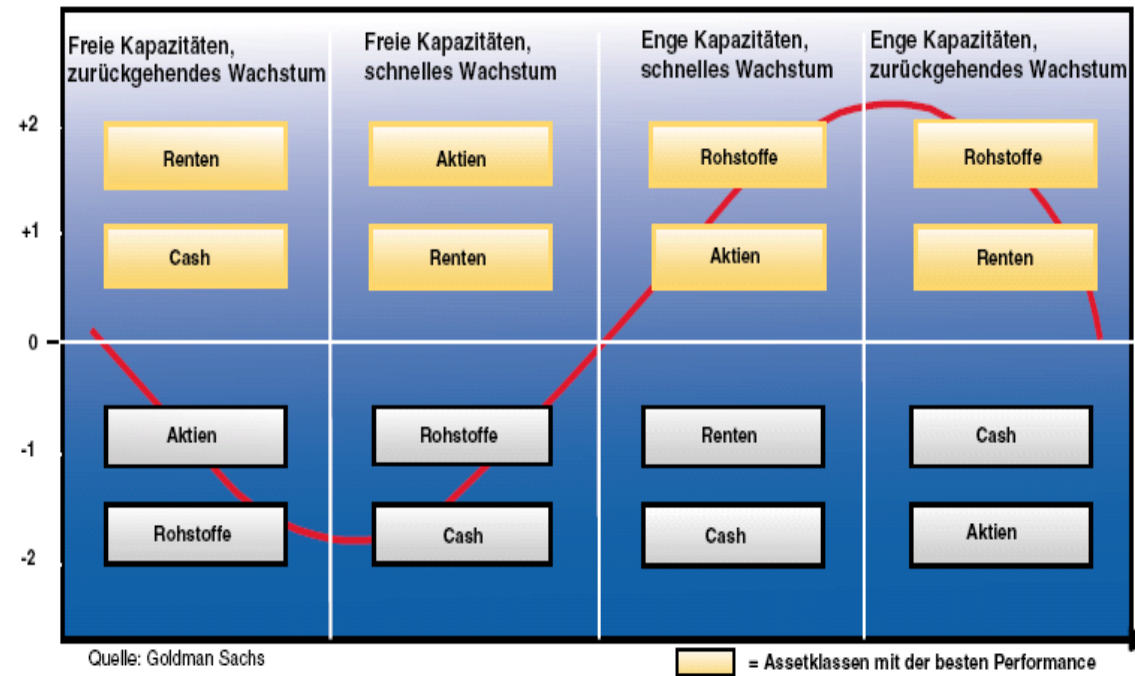
Gewichtungen

Im Mittelpunkt der Rohstoffdebatte stehen die Energiepreise, denn Energie macht rund die Hälfte der Rohstoffmärkte aus.

	Reuters-CRB Futures gleichgewichtet	Rogers International Commodities handelsgewichtet	Dow Jones-AIG Commodities umsatzgewichtet	Goldman Sachs Commodity produktionsgewichtet
Aluminium		4,00	7,06	2,69
Azuki-Bohnen		1,00		
Bauholz		1,00		
Baumwolle	5,875	3,00	3,23	1,12
Blei		2,00		0,28
Brentöl				14,46
Canola (Rapsöl)		0,67		
Diesel				4,80
Erdgas	5,875	3,00	12,28	9,62
Gerste		0,77		
Gold	5,875	3,00	5,98	1,68
Hafer		0,50		
Heizöl	5,875	3,00	3,85	8,36
Kaffee	5,875	2,00		0,89
Kakao	5,875	1,00	3,02	0,22
Kautschuk		1,00		
Kupfer	5,875	4,00	5,89	2,28
Lebendrinder	5,875	2,00	6,15	2,84
Mais	5,875	4,00	5,94	2,49
Mastrinder				0,74
Nickel		1,00	2,61	0,82
Orangensaft	5,875	0,66		
Palladium		0,30		
Palm-/Sojaöl		2,00	2,67	
Platin	5,875	1,80		
Reis		2,00		
Rohöl	5,875	35,00	12,81	28,76
Schweine	5,875	1,00	4,39	2,02
Seide		0,15		
Silber	5,875	2,00	2,00	0,20
Sojabohnen	5,875	3,00	7,60	1,78
Sojaschrot		0,15		
Unverbleites Benzin		3,00	4,05	8,36
Weizen	5,875	7,00	4,87	2,51
Roter Weizen				0,90
Wolle		1,00		
Zink		2,00	2,67	0,53
Zinn		1,00		
Zucker	5,875	1,00	2,93	1,14

Stilisiertes Asset Allocation-Modell

Rohstoffe attraktiv im späten Konjunkturzyklus und bei knappen Kapazitäten.



Rohstoffe als Assetklasse

Rohstoffhaussa =
Aktien-/Renten-
baisse?

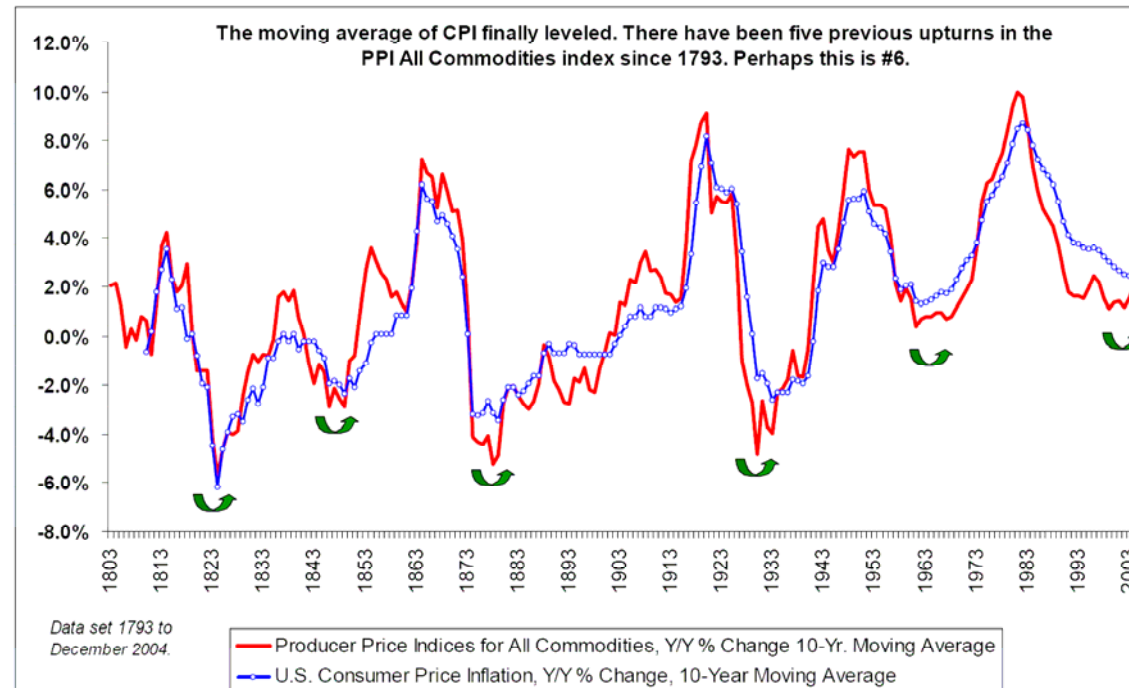
- ◆ Historisch gesehen sind Rohstoffpreise und die Preisbewegungen bei Aktien und Renten negativ korreliert.
- ◆ Sie können auch in ökonomischen Krisen steigen, daher wird die Korrelation in Krisen negativer.
- ◆ Rohstoffe können in diversifizierten Portfolios eine fast zwingende Rolle (zur Absicherung) spielen.



**Wäre eine Rohstoffhaussa negativ für
(traditionelle) Aktien und Renten?**

Die Argumentation der Inflationsbären

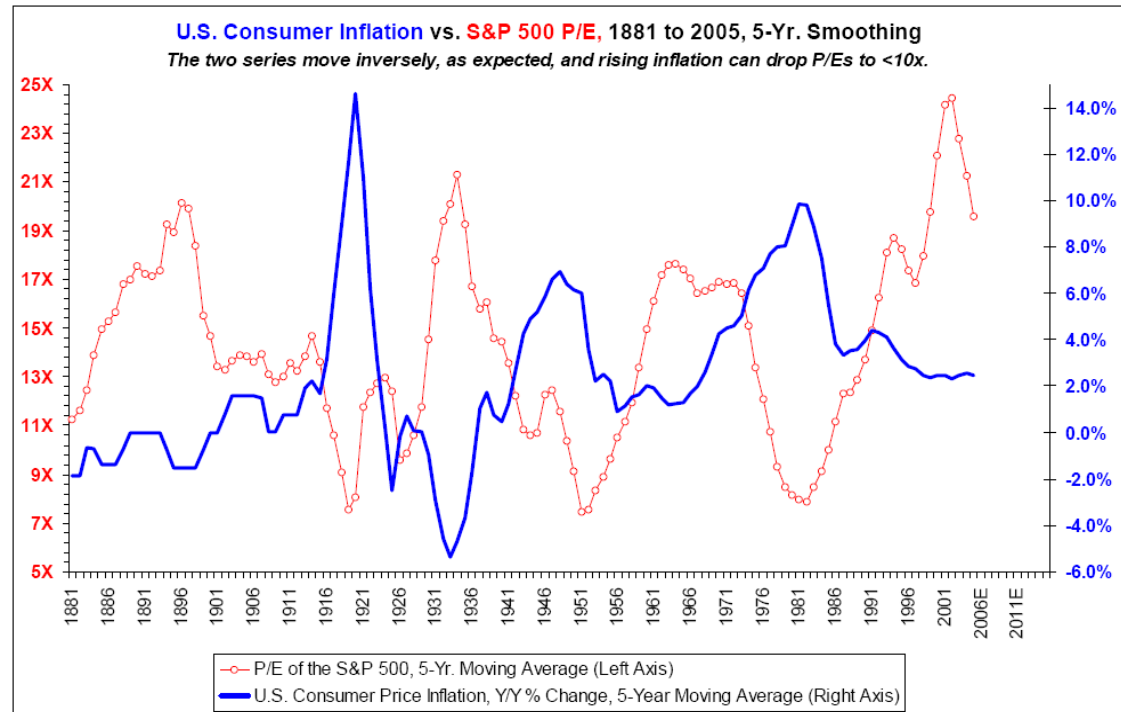
Rohstoffhaussen
haben in der
Vergangenheit
Inflation generiert.



Source: "Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970," a U.S. Census Bureau publication. 1947 to present consumer inflation is the CPI Urban annual average, y/y change. 1800 to 1946 are from the Bureau of Labor Statistics (BLS), including a study published by the BLS in 1919 in Bulletin 357 "Cost of Living in the United States." We link all applicable series. For Commodities, 1793 to 1890 are the Warren & Pearson U.S. commodity average constructed from: Farm products, foods, hides & leather, textiles, fuel & lighting, metals & metal products, building materials, chemicals & drugs, household furnishing goods, spirits and other commodities. 1891 to 1913 is the Wholesale Commodities Price Index from the BLS and other agencies. 1914 to present is the PPI for All Commodities modern series, about two-thirds of which we feel are classic commodities.

Inflation und Aktienbewertung

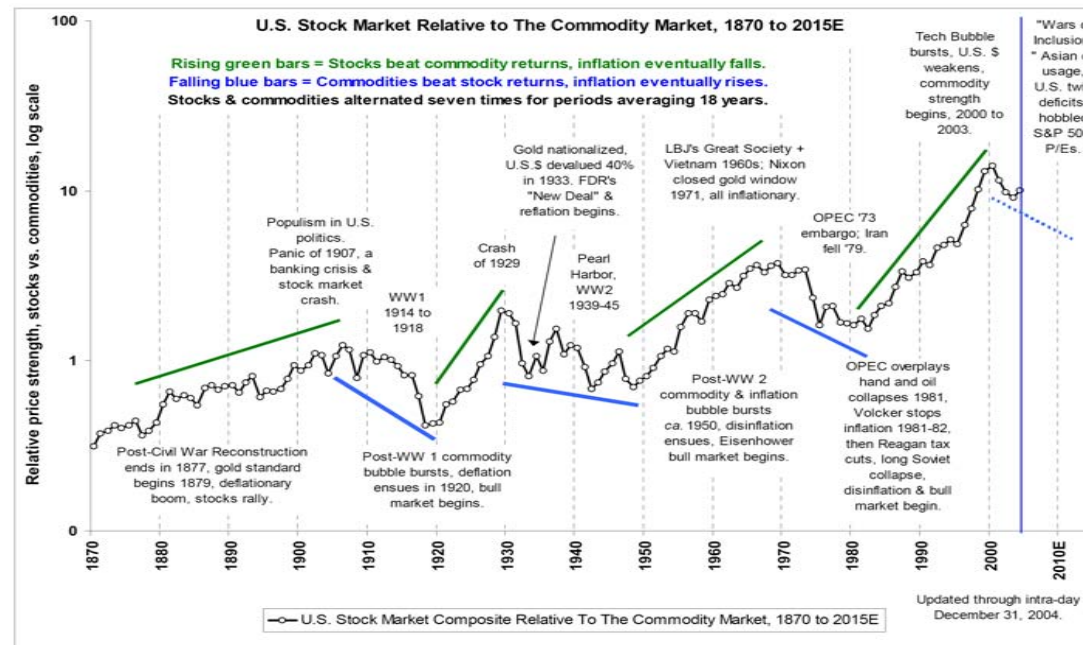
Steigende Inflationen sind Gift für die Bewertungen an den Kapitalmärkten.



Source: Cowles Commission U.S. stock market composite data from Standard & Poor's Corporation are joined with the more recent S&P 500 12-month annual average prices. "Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970," a U.S. Census Bureau publication. 1947 to present consumer inflation is the CPI Urban annual average, y/y change. 1800 to 1946 are from the Bureau of Labor Statistics (BLS), including a study published by the BLS in 1919 in Bulletin 357 "Cost of Living in the United States." We link all applicable series.

Rohstoffhaussen lieferten in der Vergangenheit Warnsignale für die Kapitalmärkte.

Financial assets and commodities seem to trade-off price leadership. This is the stock market relative to a commodity index, 1877 to 2004.



Source: Stock market prices are from the Cowles Commission study ordered by Standard & Poors, combined with the S&P 500 post-1960. For Commodities, 1793 to 1890 are the Warren & Pearson U.S. commodity average. 1891 to 1913 is the WPI from the BLS and other agencies. 1914 to present is the PPI for All Commodities modern series, about two-thirds of which we feel are classic commodities. Separately, note that Prof. Gary Gorton of the Wharton School and Prof. K. Geert Rouwenhorst of Yale University demonstrated that rolling commodity futures have out-performed stocks for the post-1959 period, improving investor returns on the efficient frontier, as we interpret it, in "Facts and Fantasies About Commodity Futures," Yale, 2005.

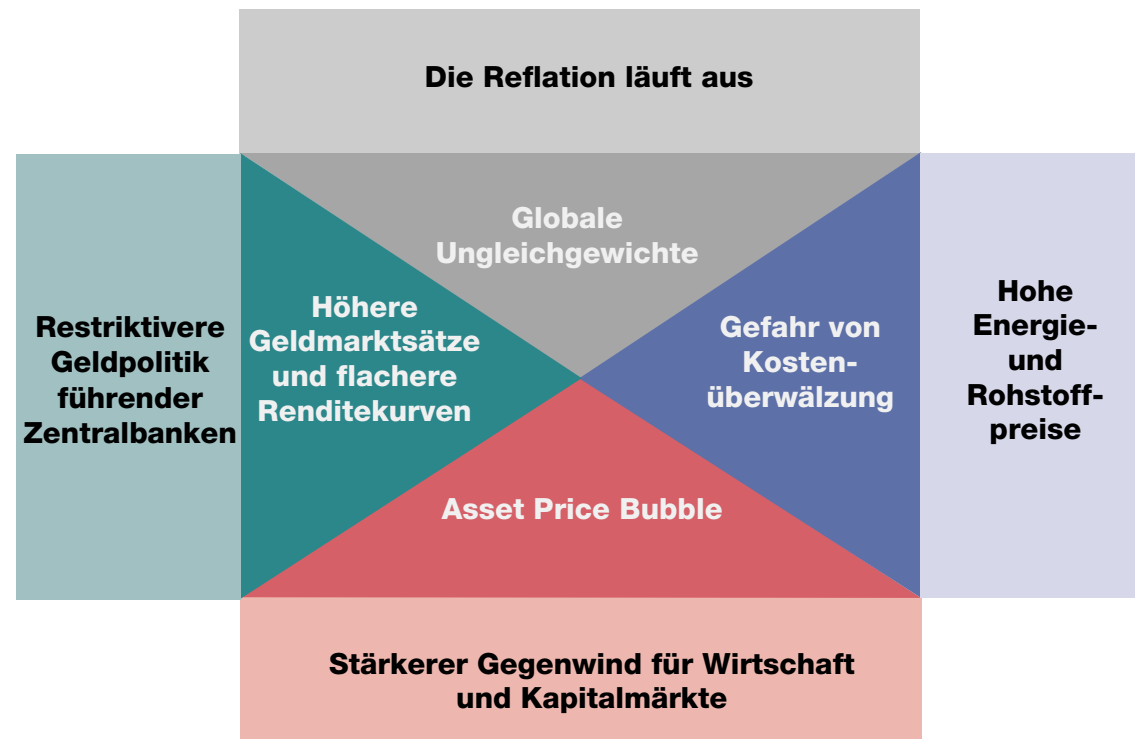
Quelle: LEGG MASON

Zusammenfassung

- ◆ Der Übergang zur Informationsgesellschaft hat die Abhängigkeit vom Öl reduziert, aber nicht beseitigt, denn Mobilität bleibt ein Schlüsselfaktor.
- ◆ Die Restriktionen auf der Angebots- und der Nachfrageseite sprechen dafür, dass Rohstoffe und Öl ein Megathema der kommenden Jahre (Jahrzehnte?) bleiben (Superzyklus??).
- ◆ Dies könnte vor allen Dingen auf politischer Ebene zu Friktionen führen, wenn es zu einem globalen Wettbewerb um den Ressourcenzugang kommt (der sich heute schon abzeichnet).
- ◆ In Extremszenarien wird auf lange Sicht über das Risiko des Endes der Globalisierung, eine Re-Lokalisierung, nachgedacht.
- ◆ Dies wäre für die Kapitalmärkte kein gutes Szenario.

Makroausblick

Das Investitionsumfeld 2006 ...



Weltwirtschaft: Stagnierendes Wachstum 2006, Abschwächung in 2007, Rezession kein Thema

US-Wachstum fällt 2006 auf Trend, Euroland-Wachstum steigt auf Trend (wegen Capex/WM/ Vorzieheffekten in Deutschland).

◆ Gründe für Abschwächung:

- Öl- und Rohstoffpreise
- Zinserhöhungen und flache(re) Zinsstrukturkurven
- Kaum Impulse von Geld- und Fiskalpolitik
- Strukturelle Ungleichgewichte (Zwillingsdefizite, mögliche Assetpreisblasen etc.)

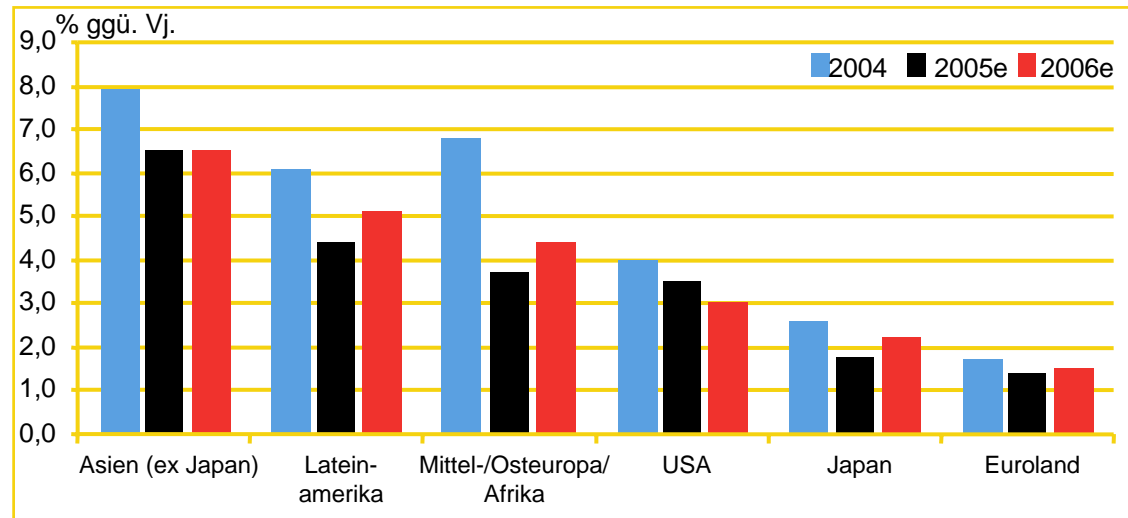
◆ Aber keine Rezession

- Ölpreis nicht mehr so wichtig wie in den 70ern/80ern (keine Zweitrundeneffekte, geringere Energieintensität, Nachfrage- statt Angebotsschock)
- Inflation und Inflationserwartungen unter Kontrolle
- „Neue“ Wachstumsmärkte in Osteuropa und Asien, Fundamentals der Emerging Markets stark verbessert

Stagnation des Welt-Wirtschaftswachstums auf hohem Niveau

Der große
Konjunkturtest
kommt erst in
2007....

Globale BIP-Wachstumsprognosen



Quelle: Deutsche Bank

- Welt-Wirtschaftswachstum stagniert voraussichtlich 2006
- Asien bleibt stärkste Wachstumsregion – Europa verbessert – USA auf Potenzialwachstum

Ölpreis-Faustregeln der OECD (c.p.)

Die historischen
Erfahrungen mit
Ölkrisen...

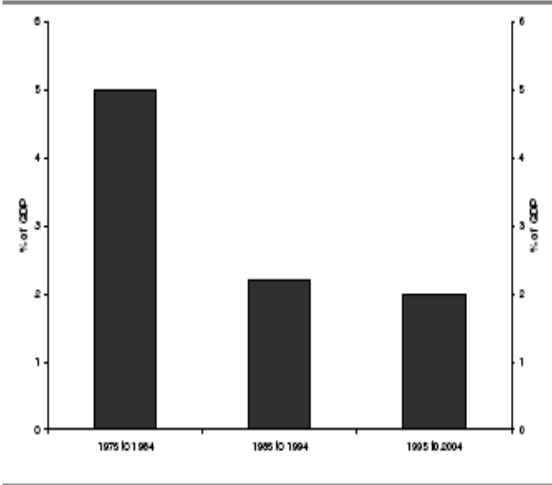
- ◆ Ein nachhaltiger Ölpreisanstieg um 10 USD/Barrel im Vergleich zum Vorjahr bedeutet einen Ressourcentransfer in Höhe von 150 Mrd. USD von den ölkonsumierenden zu den ölerzeugenden Ländern (Dollar-Recycling??).
- ◆ Dies bedeutet einen Rückgang des globalen Wachstums um 0,5% (nach 3-4 Quartalen).
- ◆ Der Ölpreisanstieg erzeugt (rechnerisch) einen Inflationsanstieg um 0,5%.
- ◆ Am stärksten betroffen sind die Nichtöl-EM Asiens und Japan. USA trotz Megaverbrauch robuster, weil mehr eigenes Öl.

Steigende Energieeffizienz

Der Ölverbrauch pro BIP-Einheit geht seit Jahren zurück, sogar in den USA.

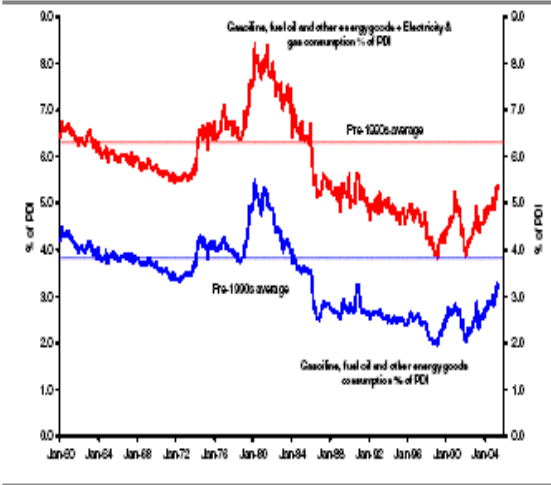
Inflationsbullen sehen: Geringere Energieintensität senkt Ölabhängigkeit

Figure 1: Global oil consumption as a share of GDP (%)



Source: BP, International Monetary Fund, CSFB research

Figure 2: Proportion of US personal disposable income accounted for by energy consumption

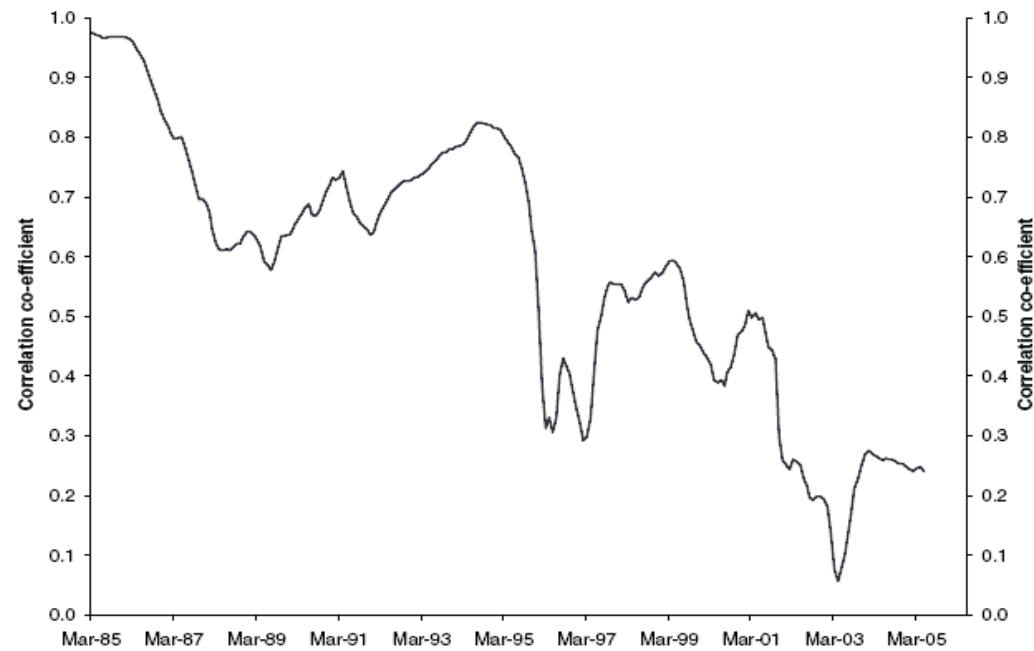


Source: Bureau of Economic Analysis, CSFB research

Einfluss von Energie auf Inflation sinkt

Kein Risiko für die
Kerninflationsraten.

Figure 8: Energy pass-through declining (rolling five-year correlation between yoy % of headline and core CPI inflation)



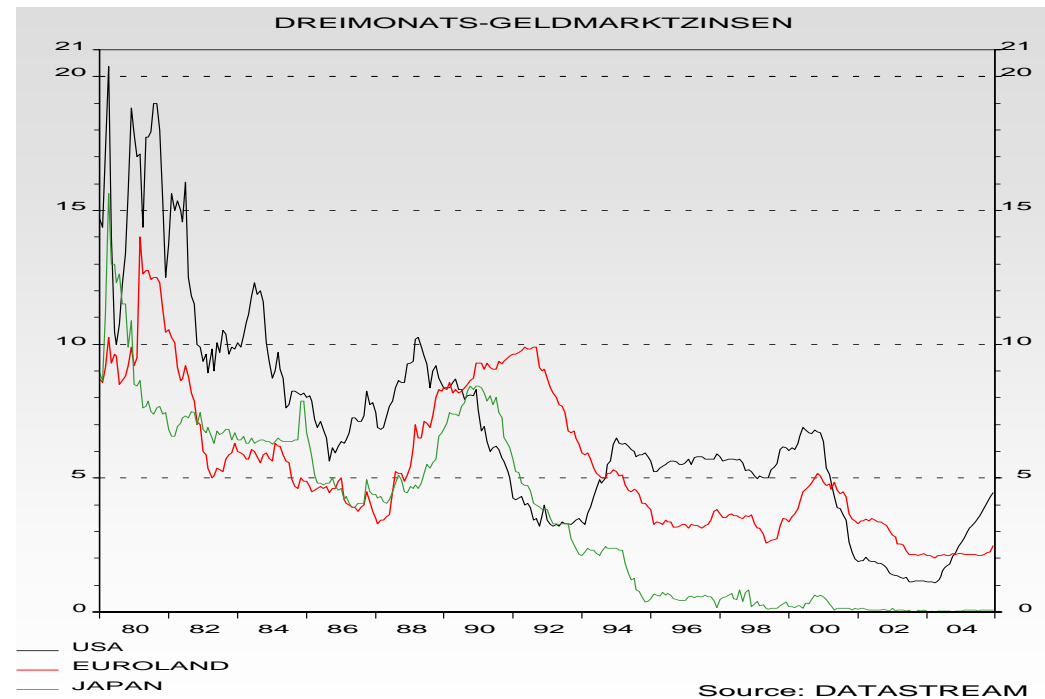
Source: Bureau of Labour Statistics, CSFB research

Wir bleiben im Inflationsbullencamp

Trotz Liquiditäts-
bubble und globaler
Assetpreisinflation
bleiben wir im
Bullenkamp, was
die „normale“
Inflation angeht.

- ◆ Rohstoffhausse isoliertes Ereignis.
- ◆ Billige Arbeitskräfte in Südostasien halten die globalen Arbeitsmärkte unter Druck (keine Zweitrundeneffekte).
- ◆ Wettbewerbsdruck der globalen Produktmärkte begrenzt Preisüberwälzung.
- ◆ Bretton-Woods-II funktioniert.
- ◆ Produktivität brummt, „New Economy Is Alive“.
- ◆ Deflationäre, angebotsorientierte „Pax Americana“ bleibt dominant.

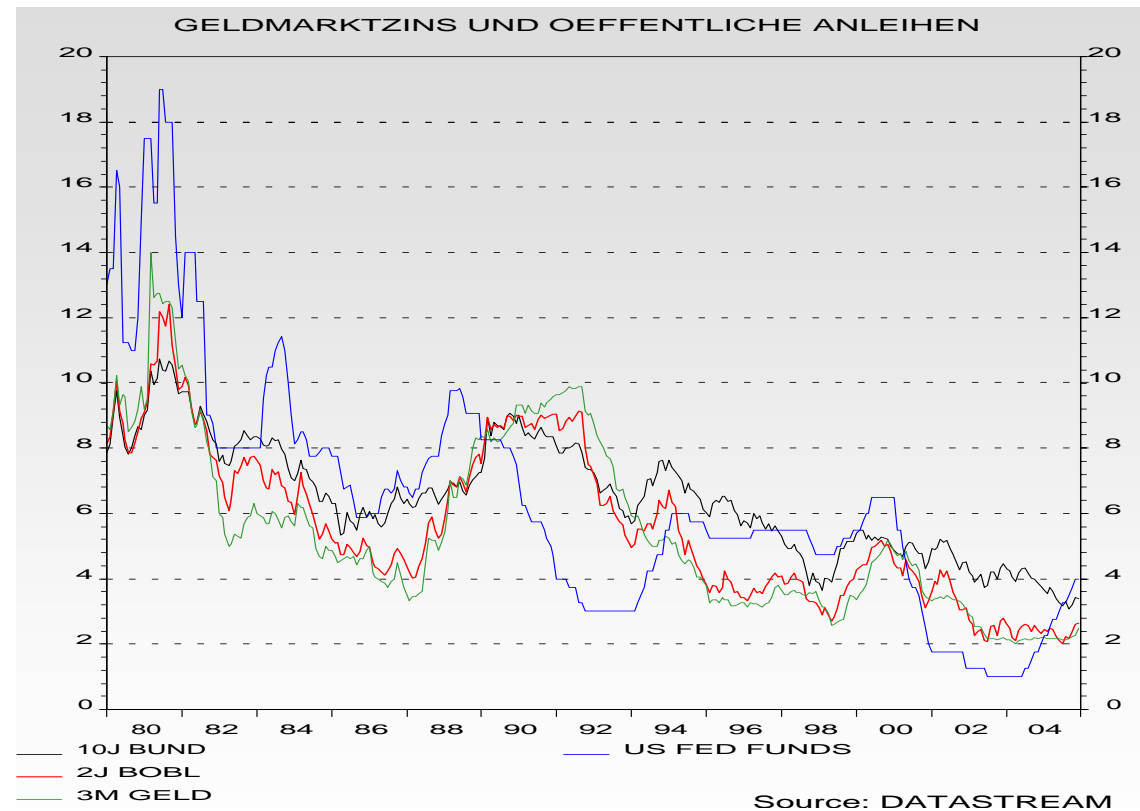
Geldpolitik: Zinserhöhungen gehen weiter – BoJ in Wartestellung



- Fed: Wir erwarten bis Ende Q1 2006 die Geldmarktzinsen in den USA bei 4,75%. Dies sollte der Gipfel des Zinserhöhungszyklus sein.
- EZB dürfte noch 1-2 Erhöhungen planen.

Rentenmarkt: Renditen auf oder nahe Allzeittiefs

Vor allem wegen
(langanhaltender)
struktureller
Gründe sind die
Renditen weltweit
auf Tief(st)ständen
und bleiben relativ
niedrig.



Strukturelle Bullenargumente für Bunds

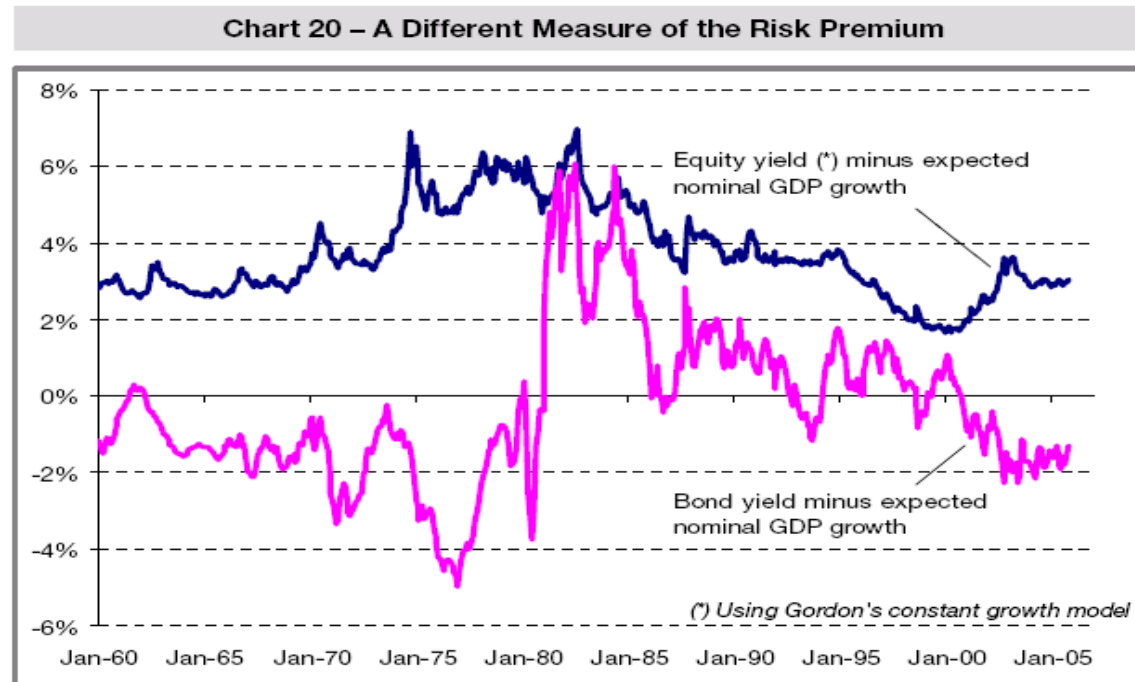
- ◆ Überschuss-Ersparnis aus Emerging Markets und Unternehmen.
- ◆ FX-Reserven/Nachfrage der Zentralbanken: Wiederanlage der LB-Überschüsse am US-Rentenmarkt.
- ◆ Liability-Driven-Investments (insbesondere Versicherungen)
- ◆ Überschuss-Liquidität: Opportunitätskosten der Cashhaltung hoch, Unternehmen halten sich mit Investitionen stark zurück, hohe Cashreserven.
- ◆ Demographie: Nachfrage nach langlaufenden Rentenpapieren.
- ◆ Globalisierung: Güterpreis-Inflation trotz Rohstoffhausse unter Kontrolle, Disinflation durch Globalisierung (Offshoring, Outsourcing, Lohndumping durch Niedriglohnländer).

Die Frage nach den Alternativen – Liquiditätshausse in allen Assetklassen

- ◆ Geldmarktzinsen am historischen Tief.
- ◆ Kapitalmarktzinsen am historischen Tief.
- ◆ Credit Spreads (U-Anleihen, HY, EM Debt) nahe historischer Tiefs.
- ◆ Viele Immobilienmärkte übersteuert.
- ◆ Hedge Funds und Private Equity mit (erwarteten) Performanceproblemen aufgrund historisch hoher Zuflüsse.
- ◆ Viele Aktienmärkte stark gelaufen.
- ◆ Alternative Assetklassen (Kunst, Rohstoffe) im Bullenmarkt.

Aktienmarktbeurteilung noch am ehesten o.k.

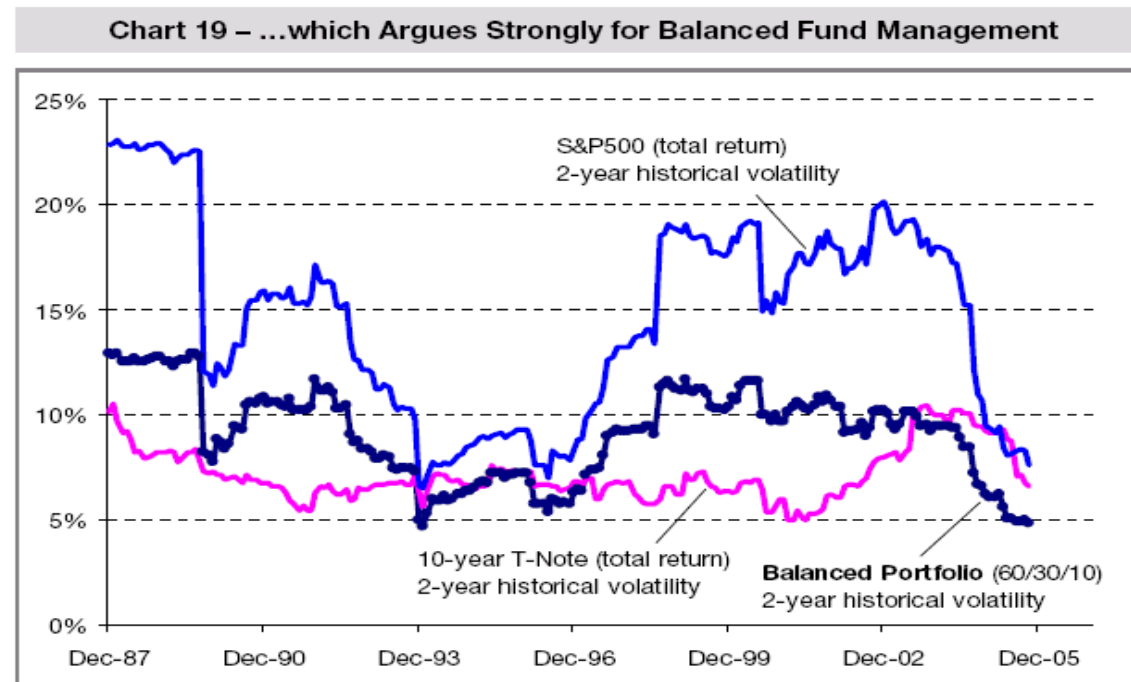
Die Aktienmärkte sind auf Basis der Risikoprämien relativ attraktiv.



Source: Cheuvreux, Datastream

Das Argument für gemischte Fonds

Extrem niedrige Volatilitäten (insbesondere von Aktien) und negative Korrelation rücken Mischportfolios wieder in den Blickpunkt.



Source: Cheuvreux, Datastream

Resümee

- ◆ Weltwirtschaftswachstum im kommenden Jahr in etwa auf Trendniveau erwartet, während der wirkliche Konjunkturtest in 2007 bevorsteht.
- ◆ Trotz Rohstoffhausse bleiben wir im Bullencamp, was die Inflation angeht.
- ◆ Die Zentralbanken dürften die Leitzinsen noch etwas anheben, der Markt wird aber bald zu einer Senkungsdiskussion übergehen.
- ◆ Alle Assetklassen erscheinen relativ teuer, der Aktienmarkt ist noch am ehesten normal bewertet.
- ◆ Relativ hohe Bewertungen und nennenswerte Risiken sprechen für breit diversifizierte Mischportfolios.

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, dass Dritte eine Weitergabe vornehmen oder veranlassen.

Stand: Januar 2006