

Marktrückblick und -ausblick



Von Sonja Schneider-Haeni
Leiterin Investment Controlling
and Reporting, KPMG private

Rückblick April bis Juli 2003

Im Rückblick auf die vergangenen vier Monate fallen zwei Entwicklungen besonders auf. Einerseits scheinen sich die Aktienmärkte komplett von den wirtschaftlichen Grundlagen abgekoppelt zu haben. Andererseits sieht es so aus, als hätte sich eine «Zwillingsblase» auf den Finanzmärkten gebildet, hinter der je eine Gruppe von Marktteilnehmern mit völlig unterschiedlichen Wahrnehmungen und Erwartungen steht. Mitte März 2003 haben die grossen Aktienmärkte – zur allseitigen Überraschung sogar der japanische Nikkei 225 – zu markanten und bislang ungebrochenen Höhenflügen angesetzt. Zeitgleich dazu jedoch wurden die wirtschaftlichen Aussichten der Unternehmen zunehmend dü-

sterer und die erwarteten Wachstumsraten in den grossen Volkswirtschaften immer weiter nach unten korrigiert. Es scheint beinahe so, als ob sich die Aktienmärkte am eigenen Schopf aus ihren Tiefs ziehen wollten und sämtliche physikalischen Gesetze aufgehoben wären durch die pure Hoffnung und den übermächtigen Wunsch, dass es nun endlich wieder nach oben gehen möge. Dieser Gruppe – mit ihrer sich selbst erfüllenden Hoffnung? – gegenüber stehen die vorsichtigen Zweifler. Sie trauen dem Geschehen nicht, bleiben – trotz zeitweiligem Abweichen vom gewählten Weg – weiterhin trotz Höchstkursen ihren festverzinslichen Anlagen treu und halten damit die «Obligationenblase» am Leben. Handelt es sich um ein Seilziehen zwischen Marktpsychologie und «Fundamentals», bei dem zur Zeit die Psychologie auf der stärkeren Seite steht? Oder ziehen an den beiden Enden des Seils eher die «Kurze Frist» und die «Lange Frist», der «Kleine Bulle» und der «Grosse Bär»?

Zu den Faktoren, die – nebst dem schlichten Wunsch nach dem Aufwärts – die Aktienmärkte beflügelt haben könnten, zählen die (offizielle) Beendigung des Irakkrieges und damit die Verminderung geopolitischer Risiken, das Verblässen der Deflationsbefürchtungen, die grosszügige Liquiditätsversorgung bei (noch) tiefer Inflation, die Korrektur der Bilanzen und Effizienzsteigerungen bei den Unternehmen sowie allenfalls die Ansicht, dass es sich bei den erlebten Tiefs um ein übertriebenes Unterschiessen der Märkte gehandelt habe. Diese Faktoren führten allgemein zu einer wieder etwas höheren Risikobereitschaft bei

den Marktteilnehmern. Entsprechend haben auch die auf festverzinsliche Anlagen fokussierten Investoren reagiert. Zusammen mit dem Druck, höhere Renditen generieren zu müssen oder zu wollen, haben sie in den letzten Monaten wieder vermehrt zu hochverzinslichen Unternehmensanleihen, zu Emerging Market Bonds und zu Wandelobligationen gegriffen.

Was die wirtschaftliche Entwicklung in den Industrienationen angeht, sind die Meinungen gespalten. In den letzten Juli-Tagen haben Informationen über eine leichte Belebung der Wirtschaftstätigkeit in den USA und in Deutschland die Runde gemacht. Diese beiden Länder ringen jedoch, wie noch einige weitere EU-Staaten, mit einer rasant zunehmenden Staatsverschuldung und gleichzeitig mit weiter ansteigenden Arbeitslosenzahlen. Letztere sind u.a. das Resultat konsequenter Kostensenkungsprogramme, die einer Reihe von Unternehmen wieder zu ansprechenden Gewinnen verholfen haben. Das Steigerungspotential solcher Gewinne ist allerdings begrenzt, verglichen mit dem Potential, das sich aus einer nachhaltigen Konsumnachfrage bieten würde.

Anfang Juni 2003 reduzierte die Europäische Zentralbank ihre Leitzinsen um 0,5% auf 2,0%. Drei Wochen später wurden die US-amerikanischen Leitzinsen um 0,25% auf ein historisch tiefes Niveau von 1,0% gesenkt. Diese Zinsdifferenz zulasten des US-Dollars, die innert weniger Monate vonstattengegangene Verdoppelung der amerikanischen Staatsverschuldung sowie das wohlwollende Gewährenlassen des Federal Reserve Board werden als einige der Gründe für die

KPMG private – Investment Controlling and Reporting

- Kundenspezifische Anlagestrategien
- Risikofähigkeitsanalysen
- Selektion von Vermögensverwaltungsinstituten
- Implementierung
- Überwachung / Controlling
- Finanzanalysen zu Spezialfragen

Abschwächung des US-Dollars angeführt. Die spiegelbildliche «Erstarkung» des Euro ist für die europäische Exportwirtschaft nicht eben hilfreich. In Japan gab diese Entwicklung Anlass zu massiven Marktinterventionen, um die Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar im Zaum zu halten.

Ausblick

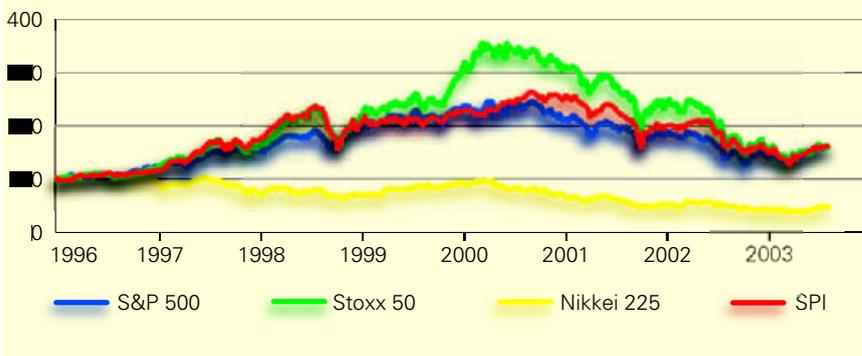
Vielleicht zeigen die von den Frühindikatoren aufgespürten Lichtblicke in den USA wirklich und konsistent erste fundierte Spuren zu einem bevorstehenden Aufschwung. Sammeln sich genügend solche Anzeichen an und ergeben sich erste positive Auswirkungen auf dem Arbeitsmarkt, dann werden die Konsumenten ihre Zurückhaltung korrigieren, mit ihrer Nachfrage im In- und Ausland die inzwischen fitgeschrumpften Unternehmen wieder zu Produktion und Investition antreiben und damit ein nachhaltiges Wachstum in der Wirtschaft und auf den Finanzmärkten begründen.

Sollten die von den Frühindikatoren angezeigten Entwicklungen Irrlichter sein, könnte das Aktienmarkt-Rally dennoch über eine gewisse Zeit weitergehen – ob getrieben von Hoffnung, ob beeinflusst von der Repositionierung institutioneller Anleger im Hinblick auf das bevorstehende Jahresende oder ob wirtschaftspolitisch gesteuert, um das Umfeld für die bevorstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA aufzubereiten. In jedem Fall ist es unausweichlich, dass die Märkte auf Dauer nicht auf Sand bauen können. Das Eintreten und der anschliessende Umgang mit latenten Risiken, wie beispielsweise die noch nicht korrigierte hohe Bewertung der Immobilienmärkte in den USA, noch immer nicht an die Hand genommene wirtschaftspolitische Strukturreformen, künftige Inflation infolge der heutigen sehr lockeren Geldpolitik, die immense Verschuldung auf verschiedenen Ebenen in den USA wie auch in Europa und Japan oder die Reaktion der Schuldner (private und staatliche), wenn die Zinsen irgendwann wieder angehoben werden, werden entscheidend dafür sein, ob uns die stärkste Marktkorrektur erst noch bevorsteht.

Stand 1. August 2003

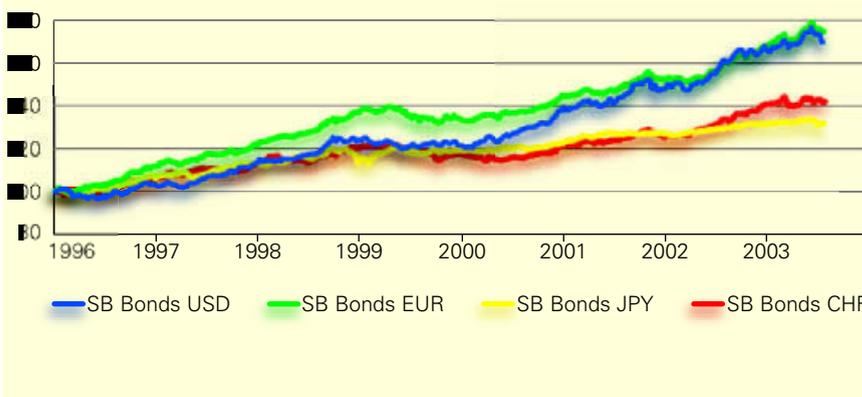
Die wichtigsten Aktienmärkte

Indexiert, 1.1.1996 = 100 (in Originalwährungen)



Die wichtigsten Obligationenmärkte

Salomon Brothers Indizes, 1.1.1996 = 100 (in Originalwährungen)



Aktien- und Obligationenmärkte

Wachstumsraten in Prozent 1.4. – 31.7.2003 (in Originalwährungen)



Market Review and Outlook

Review April to July 2003

Looking back on the last four months, two developments spring to mind: On the one hand, the stock markets seem to have disconnected completely from the real economy. On the other hand, it seems that a “twin bubble” has risen on the financial markets with two groups of market participants with totally different views and expectations. Mid-March the world’s largest stock markets set out on a remarkable and so far unbroken rally. At the same time corporate economic prospects grew dimmer and the expected growth rates of the large economies were continuously revised downward. It almost seems as if the stock markets wanted to pull themselves out of the doldrums and the laws of physics were set aside by the sheer hope and overpowering wish that the trend may finally reverse upward. This group is opposed by a group of careful doubters. They don’t quite trust what they see and basically stay their course with their fixed-income securities, thereby keeping the “bond bubble” alive.

Among the factors – apart from the sheer wish for an upward change – that may have boosted the stock markets are the (official) end of the Iraq war and, as a result, the decrease in geopolitical risks, the dimming of deflation fears, the generous money supply with (still) low inflation, the balance-sheet corrections and improvements in corporate efficiency as well as the belief that the past lows may have been overreactions. All of this slightly increased the willingness of investors to take risks. Fixed-income investors reacted accordingly and increasingly turned to higher yielding corporate bonds, emerging market and convertible bonds. This trend was supported by pressure on the investors to generate higher yields.

With regard to the economic development in the industrialized world, opinions are split. During the last days of July, figures were released that indicated a slight pickup in economic activity in the U.S. and Germany. However, both countries as well as a number of EU member states are struggling with fast growing public debt and growing unemployment. The latter is, among other reasons, the result of corporate cost-cutting meas-

ures that helped a number of companies again reach decent profits. The growth potential of this kind of profit is limited, though, compared to the potential that would result from sustainable consumer demand.

At the beginning of June 2003, the European Central Bank lowered its key interest rates by 0.5 to 2.0%. Three weeks later the Federal Reserve Board followed with a 0.25% cut to a historic low of 1.0%. This interest rate differential at the expense of the US dollar, the doubling of U.S. public debt within a few months as well as the Fed’s *laissez-faire* policy are some of the reasons for the US dollar’s weakening. The corresponding “strengthening” of the euro is not exactly a boon for European exporters.

Outlook

Perhaps the first rays of hope detected by the leading indicators do indeed show the first traces of an upcoming upswing. If enough such signs add up and if there is a positive impact on the labor market, the consumers will give up their restraint; their demand would then drive the meanwhile fitter companies to more production and investment which would in turn lay the foundation for sustainable growth in the economy and on the financial markets.

If the developments signalled by the leading indicators turn out to be elusive wrong leads, the stock market rally might go on for some time anyway – driven by hope or by the repositioning of institutional investors with regard to year-end or with a view towards next year’s presidential elections in the U.S. In any case, the markets cannot build a solid foundation on sand. Whether the strongest market correction is still ahead will depend on how potential risks will be dealt with, risks such as the continuing high price level of real estate in the U.S., the still outstanding economic-political structural reforms, future inflation as a result of the currently very loose monetary policies, the immense public debt burdens on various levels in the U.S., Europe and Japan as well as the reaction of debtors (private and public) once interest rates rise again.

Status August 1, 2003

KPMG *private* – Investment Controlling and Reporting

- Tailor-made investment strategies
- Analysis of risk capacity
- Manager selection
- Implementation
- Monitoring / Controlling
- Financial analysis