

Marktrückblick und -ausblick



Von **Sonja Schneider-Haeni**
KPMG private

Nach einer zehn Jahre dauernden Boomphase ist die Umstellung auf eine abbremsende US-Wirtschaft ungewohnt und offensichtlich alles andere als einfach. Das 2. Quartal 2001 war denn auch geprägt von einer vorsichtigen Abwartehaltung der Investoren, der Suche nach Orientierung und einer Fixierung auf die USA.

Die USA waren sich ihrer Rolle als wichtigste Wirtschaftsgrossmacht der Welt bewusst. Die entschlossenen Zinssatzsenkungen der US-Notenbank transportierten jedoch eine zwiespältige Nachricht. Einerseits kann die Haltung des Federal Reserve Board (Fed) als Hinweis darauf gedeutet werden, dass eine massivere Abschwächung der US-Wirtschaft im Anzug ist. Andererseits lässt sich daraus die Hoffnung schöpfen, die Wirkung dieser geldpolitischen Massnahmen (ergänzt durch eine Lockerung der Fiskalpolitik) bleibe nicht aus. Die beiden Ansichten gewannen wechselweise die Oberhand, bis sich im Lauf des 2. Quartals ein weiteres totgeglaubtes Phänomen wieder bemerkbar machte: die Inflation.

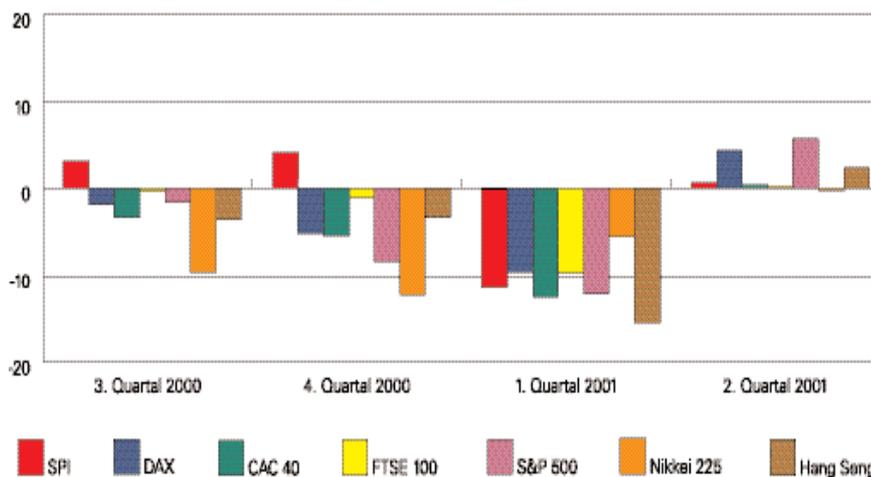
Im Mai 2001 wurde ein Anstieg der Teuerung auf 3,4% (Eurozone) bzw. 3,6% (USA) gemeldet, was im Fall der Eurozone beträchtlich über dem Stabilitätsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) liegt. Kurz zuvor hatte der Internationale Währungsfonds (IMF) seine stark nach unten revidierten Wachstumsprognosen veröffentlicht. Diese beinhalten für die USA eine Wachstumsabschwächung von 5,0% (2000) auf 1,5% (2001). Für Europa wird eine Verlangsamung von über

3,0% (2000) auf unter 2,5% (2001) erwartet, wozu insbesondere die starke Abschwächung der deutschen Wirtschaft (von 3,0% im Jahr 2000 auf 1,9% im Jahr 2001) beiträgt. Den Befürchtungen über eine Stagflation – dem Zusammentreffen eines stagnierenden Wirtschaftswachstums mit einer ansteigenden Inflation – steht jedoch entgegen, dass die Kerninflation (Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel) in den USA und in Europa nur relativ geringfügig über der Limite von 2,0% liegt. Der Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise wird als temporär betrachtet, im Falle letzterer v.a. bedingt durch ausserordentliche Faktoren wie BSE und die Maul- und Klauenseuche in Europa. Besonders in den USA zeigt sich, dass aufgrund der harten Konkurrenz die Überwälzung höherer Kosten auf die Konsumenten nur begrenzt möglich ist.

Japan und die Schweiz stehen etwas ausserhalb dieser Entwicklungen. Japan kämpft gegen ein Abgleiten in die vierte Rezession seit 1992, begleitet von wieder zunehmendem Deflationsdruck. Deflation – die fortschreitende Senkung des allgemeinen Preisniveaus – begünstigt eine Abwartehaltung bei den Konsumenten und verhindert damit die dringend nötige Ankurbelung des privaten Konsums. Nachdem auf der geldpolitischen Seite die Zinspolitik nicht mehr greifen kann (das japanische Zinsniveau liegt inzwischen nahe bei Null), müssen zur Erhöhung der Geldmenge Alternativen wie der Rückkauf von Staatsanleihen oder die Veränderung des Zielwerts der Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der Bank of Japan (BoJ) in Betracht gezogen werden. Die Lancierung eines weiteren Konjunkturpakets durch die neue japanische Regierung unter Junichiro Koizumi umfasst unter anderem die Sanierung des mit schlechten Krediten schwer belasteten Finanzsystems sowie eine Steuerreform. Mit einer Wirkung dieses Pakets bei sofortiger Umsetzung wird nicht vor Ablauf von rund drei Jahren gerechnet.

Die wichtigsten Aktienmärkte

Wachstumsraten in Prozent pro Quartal (in Originalwährung)



Die Schweiz hingegen scheint auf bestem Weg zu einer weichen und zielgenauen Landung zu sein. Das rekordhohe Wachstum von 4,7% im 4. Quartal 1999 reduzierte sich sukzessive auf einen Bereich um 2,0%, was dem nachhaltigen und langfristigen Potentialwachstum des Landes entspricht. Der Exportsektor florierte im 2. Quartal 2001, das Konsumentenvertrauen war intakt und Inflationsbefürchtungen waren keine auszumachen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) beteiligte sich in der Folge (wie auch die BoJ) nicht an den Zinssenkungsrunden des Fed und der EZB und belieh das Zielband ihrer Zinssätze bei 2,75% bis 3,75%.

Das Fed hat sein im 1. Quartal 2001 angeschlagenes Tempo beibehalten und die Zinsen sowohl im April als auch im Mai und Juni 2001 um insgesamt 1,25% zurückgenommen. Seit Januar 2001 ist das Zinsniveau von 6,5% auf 3,75% gefallen. Demgegenüber hat die EZB im Mai 2001 überraschend eine Zinsreduktion um 0,25% beschlossen. Der Hauptrefinanzierungssatz der EZB für die ihr angeschlossenen Geschäftsbanken liegt neu bei 4,5%. Die EZB musste sich allerdings einiges an Kritik zu ihrer zögerlichen und unklaren Politik gefallen lassen. Im Unterschied zur Geldpolitik des Fed, die sich primär auf konjunkturpolitische Ziele ausrichtet, steht bei der EZB die Bekämpfung der Inflation im Vordergrund. Im Fall einer Konjunkturabkühlung bei gleichzeitig ansteigender Inflation ergeben sich daraus unvermeidlich Zielkonflikte.

Der noch nicht etablierte Status der EZB hat mit dazu beigetragen, dass sich die europäische Währung erneut auf ein zeitweises Tief von unter US\$ 0,85/Euro abschwächte. Allerdings haben auch das britische Pfund, der Schweizerfranken und der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar an Wert eingebüsst. In Anbetracht des Fehlens valabler Alternativen scheint der US-Dollar – trotz beträchtlicher makroökonomischer Ungleichgewichte – die Rolle einer «Safe-Haven»-Währung übernommen zu haben.

Nach der kurzen Erholung der Aktienmärkte im April und Mai 2001

gingen diese Gewinne angesichts der getrübbten Wachstumsaussichten vor allem im Juni 2001 grösstenteils wieder verloren. Dennoch lagen die meisten wichtigen Märkte ausser dem Nikkei 225 Ende des 2. Quartals 2001 über dem Ausgangsniveau zu Beginn des Quartals.

Als Reaktion auf die hohe Volatilität der Aktien einerseits und das sich verringern- de Angebot von Staatsanleihen (was zu höheren Kursen und dadurch geringeren Renditen dieser Wertpapiere führt) andererseits haben Unternehmensanleihen wieder vermehrt Interessenten gefunden. Allerdings setzte sich der Trend zu einer sich verschlechternden Bonität des Sektors fort. Dies ist zu einem nicht geringen Teil auf in Verzug geratene Telekom-Anleihen, auf die ein Grossteil des Emissionsvolumens fiel, zurückzuführen.

Marktausblick

Sollten sich die Inflationsbefürchtungen zerstreuen und das Vertrauen der US-Konsumenten standhaft hoch bleiben, könnte die noch zu Beginn des 2. Quartals 2001 vorherrschende Hoffnung auf eine Erholung der US-Wirtschaft gegen Ende Jahr wieder in greifbarere Nähe rücken. Die davon

Marktbericht von KPMG *private* — Strategic Investment Consulting

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

ausgehenden Impulse hätten sowohl auf Europa als auch auf Asien einen positiven Einfluss. Damit würden weitere Zinssenkungen eher unwahrscheinlich.

Die Enttäuschung über die immer noch nicht eingetretene Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar, die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Erweiterung des Euro-Währungsraums und der fehlende «Track Record» der EZB lassen einen weiterhin starken US-Dollar erwarten.

Bezüglich der Entwicklung an den Märkten herrscht die Meinung vor, dass sich die vergangene, langjährige Hausse an den Aktienmärkten nicht so schnell wiederholt. Vielmehr wird man vermutlich während der nächsten ein bis zwei Jahren mit einer bescheideneren (und gleichzeitig volatileren) Kursentwicklung leben müssen.

Die wichtigsten Obligationenmärkte

Salomon Brothers Indizes, 30.6.2000 = 100 (in Originalwährung)

