

Marktrückblick und -ausblick



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

Rückblick Februar bis Mitte März

Kaum jemand zweifelt noch, dass das konjunkturelle Tief sowohl in den USA wie auch in Japan, Europa und der Schweiz überwunden ist. Insbesondere Japan überraschte mit einem unerwartet starken Wachstum, das erfreulicherweise von der privaten Nachfrage – die den grössten Beitrag an das Bruttoinlandprodukt leistet – dominiert wurde. Ebenso scheint der Aufschwung in den USA selbsttragend geworden zu sein, und auch in der Schweiz haben insbesondere die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen wichtige konjunkturelle Impulse gegeben. Lediglich die europäische Konjunkturentwicklung wird mit einer gewissen Skepsis beobachtet. Anzumerken bleibt, dass die erhoffte Erholung an der Arbeitsmarktfrent in all diesen Volkswirtschaften weiter auf sich warten lässt.

Die tiefen Zinsen und die verbesserte Gewinnsituation gaben den Aktienmärkten vorerst weiter Auftrieb. Die Meinungen sind jedoch geteilt, ob sich bereits Überbewertungen aufgebaut haben oder ob sich die Kurs-/Gewinn-Verhältnisse noch im histori-

schen Durchschnittsbereich bewegen. Die Kursverluste in Reaktion auf die Terroranschläge vom 11. März 2004 in Madrid sowie auf die unerwartet schlechten Arbeitsmarktzahlen und die durchgezogenen Konjunkturdaten aus den USA wurden primär als Korrektur und nicht als zyklische Trendwende verstanden.

Eine Anhebung der Leitzinsen stand weder in den USA noch in Europa, der Schweiz oder Japan zur Diskussion. Der Zeitpunkt, zu dem erste Zinssatzerhöhungen erwartet werden, wurde weiter in die Zukunft verschoben. Damit haben die Obligationäre nochmals Zeit gewonnen. Die Renditen der Referenzanleihen reduzierten sich aufgrund der hohen Nachfrage weiter bzw. der Kursanstieg dieser Anleihen hielt über die letzten Wochen an.

Gleichzeitig nahm der Risikoappetit der Obligationäre weiter zu. Darauf hin deuteten die sich verengenden Credit Spreads (geringere Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen). Sie werden u.a. mit einer Verbesserung des Kreditumfelds, den tiefen Zinsen und den tiefen Inflationserwartungen begründet. Insbesondere stiegen auch die Nachfrage und damit die Bewertungen, im speziellen von sogenannten High Yield Bonds (vergleichsweise risikoreichen Obligationen mit hohem Coupon). Warnende Stimmen weisen auf das Risiko der Entstehung einer neuen «Blase» in dieser Anlageklasse hin.

Was die Devisenmärkte betrifft, begann sich Mitte Februar eine Gegenbewegung zum Trend der Vormonate abzuzeichnen. Sowohl gegenüber dem Euro wie auch dem Yen gewann der US-Dollar an Wert zurück. Die Erstarkeung des US-Dollars zeigte sich auch bezüglich dem Schweizer Franken.

Ausblick

Neben den politischen Risiken, die am 11. März schlagartig wieder ins Zentrum des Bewusstseins gerückt sind, steht die Frage über Zeitpunkt, Ausmass und Art der erwarteten Zinssatz-

erhöhungen im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit. Einen zentralen Einfluss darauf wird der weitere Konjunkturverlauf, besonders in den USA, haben, im speziellen, was die Fortschritte bei der Entwicklung der Beschäftigungszahlen anbelangt.

Was die Devisenmärkte betrifft, hat Mitte Februar die erwartete Gegenbewegung des US-Dollars gegenüber den übrigen grossen Währungen begonnen. Obwohl von den meisten Analysten als vorübergehend betrachtet, birgt diese Entwicklung Chancen für die Anleger.

Die Teilnehmer an den Obligationenmärkten bewegen sich auf dünnem Eis. Auf allen drei Risikoebenen – Zins-, Wechselkurs- und Kreditrisiko – stehen besondere Herausforderungen an. Entsprechend wird mit einer weiterhin hohen Volatilität bei den Anleihen gerechnet.

Je nachdem, wie behutsam die geldpolitische Steuerung in den USA gehandhabt wird, werden sich die Aktien- und Obligationenmärkte abrupt oder aber Schritt um Schritt an die neuen Rahmenbedingungen anpassen. Eine weiterhin anhaltend hohe Liquiditätsversorgung verstärkt das Risiko, dass die Preise auf den Immobilien- und Finanzmärkten auf ein fundamentales Niveau angehoben werden. Im Vergleich zu den Immobilien- und Obligationenanlagen könnten sich die Aktien als weniger anfällig für eine Kurskorrektur erweisen.

Stand 15.3.2004

KPMG private – Investment Controlling and Reporting

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

Market Review and Outlook

Hardly anybody still doubts that the economic lows have been overcome in both the United States and in Japan, Europe and Switzerland. Japan, in particular, was a positive surprise with unexpectedly strong growth, powered by private consumption, the most important component making up gross domestic product. In the U.S. and in Switzerland, the economy seems to be on track. The European economy, on the other hand, is still viewed with a certain amount of skepticism. In all these regions, however, the much hoped for recovery on the labor market has still not materialized.

Low interest rates and improved earnings boosted the stock markets for the time being. However, opinions diverge as to whether overvaluations have already built up again or whether price-earnings ratios are still within their historic averages. Losses in the wake of the terrorist attacks of March 11, 2004, and the publication of poor economic data in the U.S. were mainly interpreted as corrections, not as a cyclical change of direction.

Interest rate hikes were postponed in the U.S., Europe, Switzerland and Japan. This means that bond holders again won time. At the same time, the bond holders' risk appetite increased further with growing demand for high yield bonds. Some analysts raise fears of a developing new "bubble" in this asset class.

On the currency markets, the trend changed in mid-February: The US dollar appreciated against the euro, the yen and the Swiss franc.

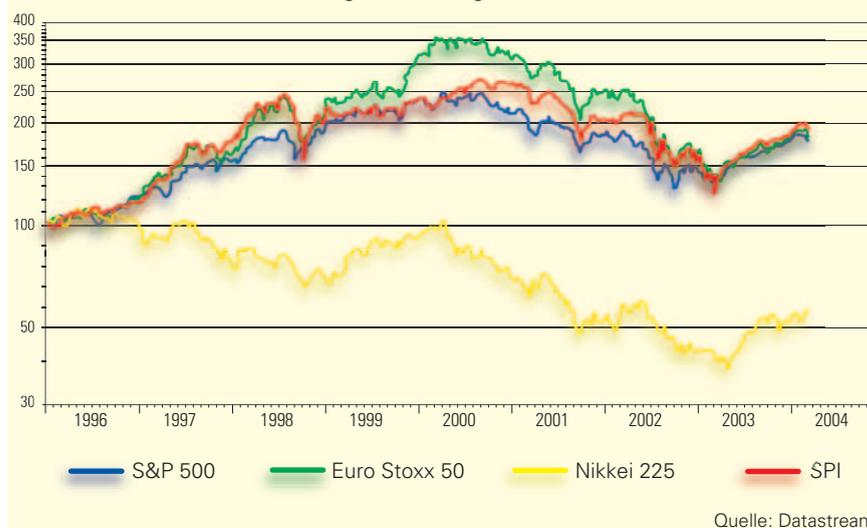
Outlook

Bond investors are treading on thin ice. There are challenges on all three risk levels – interest rates, currencies and credit risk. Consequently, volatility on the bond markets is likely to remain high. Continued high liquidity increases the risk that prices on the real estate and financial markets will rise to unreasonably high levels. Compared to real estate and bond investments, stocks might turn out to be more resilient to market corrections.

Status March 15, 2004

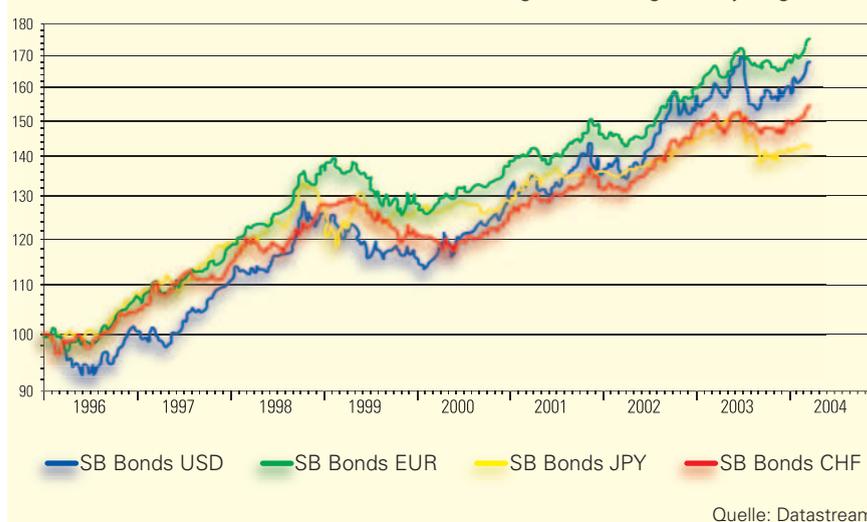
Die wichtigsten Aktienmärkte

Indiziert, 1.1.1996 = 100 (in Originalwährungen)



Die wichtigsten Obligationenmärkte

Salomon Brothers Indizes, 1.1.1996 = 100 (in Originalwährungen), 10jährige Bonds



Aktien- und Obligationenmärkte

Wachstumsraten in Prozent 30.1. bis 15.3.2004 (in Originalwährungen)

