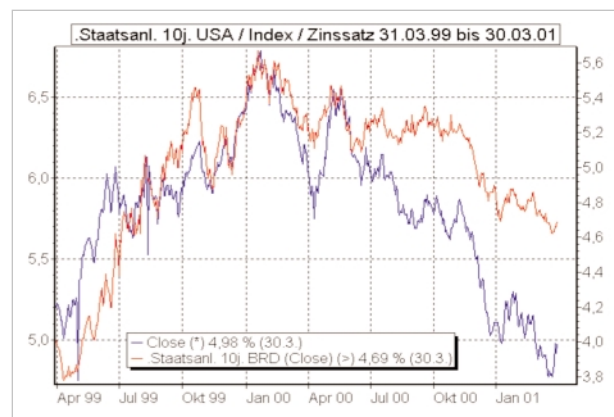
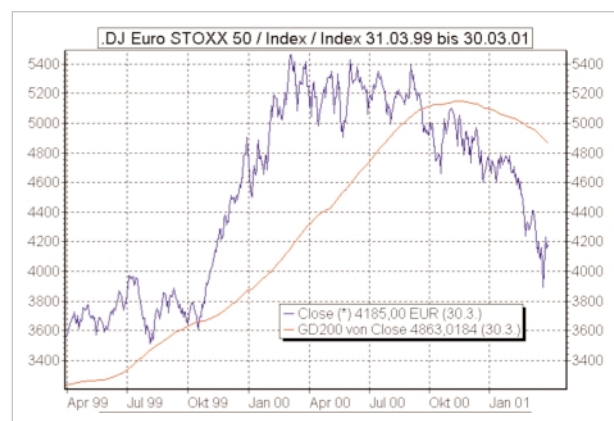


Bericht über die Entwicklung
der internationalen Finanzmärkte
im 1. Quartal 2001



- Wegen der sich abschwächenden Konjunktur in den USA beendet die amerikanische Zentralbank ihren Zyklus von Zinserhöhungen und geht in eine Phase von Zinssenkungen über
- Die internationalen Aktienmärkte setzten ihren im vergangenen Jahr begonnenen Abwärtstrend nach einer im Januar währenden kurzfristigen Erholung fort
- Die internationalen Kapitalmarktzinsen verliefen tendenziell auf niedrigem Niveau seitwärts
- Der EUR tendierte gegenüber dem USD weiterhin schwach

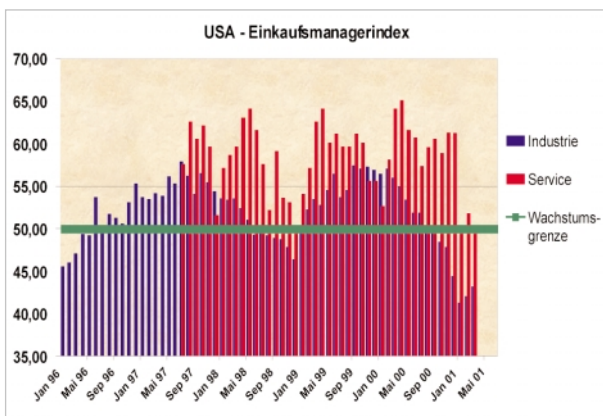


Rückblick

Ausgelöst durch zu Beginn des Jahres überraschend vorgenommene Zinssenkung seitens der amerikanischen Zentralbank kam es an den internationalen Aktienmärkten zu z.T. deutlichen Kurserholungen. Die sich kontinuierlich eintrübende Konjunktur führte jedoch anschließend zu einer erneuten Aufnahme des Abwärtstrends, der die Indizes der internationalen Aktienbörsen unter die bis dahin erreichten Niveaus zog.

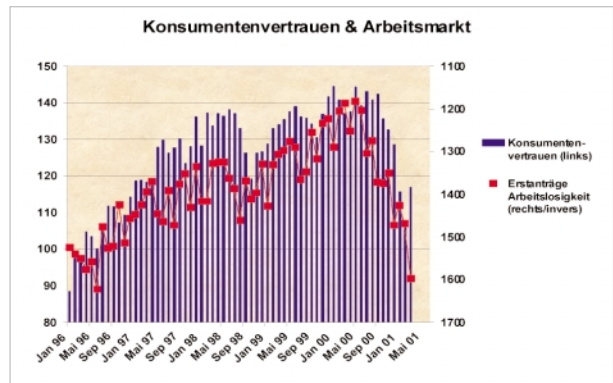
Index	31.12.00	31.03.01	Änderung
Dow-J-Ind.	10.787	9.879	– 8,4%
NASDAQ	2.471	1.840	– 25,5%
STOXX50E	4.772	4.185	– 12,3%
DAX	6.434	5.830	– 9,4%
NEMAX-50	2.869	1.513	– 47,3%

Die anhaltende konjunkturelle Abwärtsbewegung konnte vor allen Dingen in den USA beobachtet werden. Die wichtigsten Wirtschaftsindikatoren sowohl des Industrials auch des Sektors der Volkswirtschaft befanden sich auf dem Rückzug. Während sich der Industriesektor mittlerweile in einer ausgeprägten Rezession befindet, der diesbezügliche Einkaufsmanagerindex notiert mit 43,1 Punkten unterhalb der Rezessionsschwelle (43,5), kann sich der entsprechende Index des Sektors mit 50,3 Zählern noch knapp oberhalb der Wachstumsgrenze (50,0) behaupten.

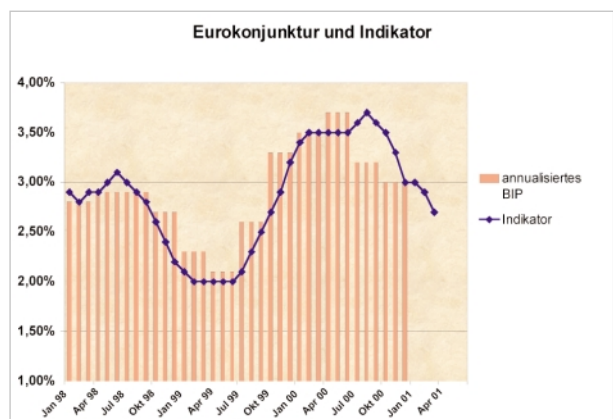


Sorgen bereitet auch die künftig zu erwartende Verbrauchernachfrage, die zu 2/3 für die Höhe des BIP verantwortlich ist. Der Index des Verbrauchervertrauens ist tendenziell stark rückläufig. Die Ausgabenbereitschaft der Konsumenten hängt i.d.R. von der Einschätzung hinsichtlich der Arbeitsplatz-

sicherheit ab. Wie an der folgenden Graphik erkennbar ist, kann hier ein reziproker Zusammenhang abgeleitet werden. In den letzten Wochen haben die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe kontinuierlich zugenommen. Insofern besteht die Gefahr eines weiteren Rückgangs der Konsumbereitschaft. Erschwerend hinzu kommt die historisch niedrige Sparquote, deren zu erwartender Anstieg eine weitere potentielle Gefahr darstellt.

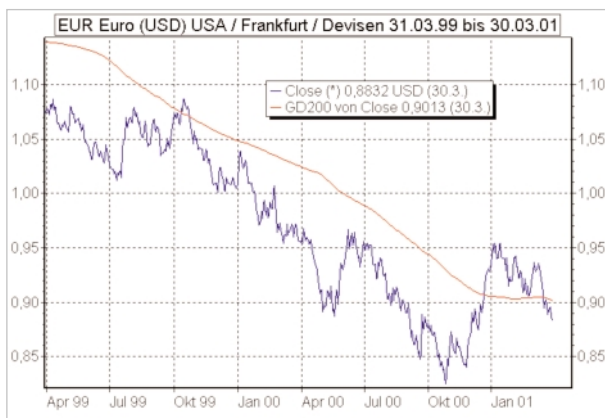


In Europa, d.h. im Euroland hat sich das Konjunkturklima ebenfalls kontinuierlich abgeschwächt. Der entsprechende Gesamtindikator weist auf künftig sinkende Wachstumsraten hin. Die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute haben ihre Wachstumserwartungen nicht nur für die Bundesrepublik – auf 2,1% nach zuvor 2,7% – sondern auch für das Euroland insgesamt zurückgenommen.



Die sinkenden Wachstumserwartungen und darauf aufbauend die Eintrübung der künftigen Gewinnaussichten der Unternehmen spiegeln sich in den o.a. Kursverläufen der internationalen Aktienbörsen wider. Die Renditen an den internationalen Kapitalmärkten tendierten demgegenüber unter Schwankungen seitwärts. Der EUR konnte

von der starken Abschwächung des Wirtschaftswachstums bisher nicht profitieren und notierte gegenüber dem USD weiterhin auf niedrigem Niveau.



Ausblick

Bei der Frage nach der künftig zu erwartenden Kursentwicklung der internationalen Aktienmärkte sind die drei Haupteinflussfaktoren – Gewinnaussichten der Unternehmen, künftiges Zinsniveau am Kapitalmarkt, angemessene Risikoprämie – gesondert zu untersuchen und anschließend einer Gesamtbeurteilung zu unterziehen:

Z.Z. erwarten die Analysten für den DAX-Index für das Jahr 2002 einen Gesamtgewinn der in ihm enthaltenen Unternehmen i.H.v. ca. EUR 323,-. Für den Euro-STOXX-50 und den Dow-Jones-Index gehen sie von Gewinnen i.H.v. EUR 253,- bzw. USD 530,- aus. Wegen der schwachen Wachstumsaus-

sichten der Weltkonjunktur ist ein bedeutender Anstieg der Kapitalmarktzinsen vorerst nicht zu erwarten. Unter Berücksichtigung der Inflationsaussichten erscheint ein Zinsniveau am Kapitalmarkt (Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren) im Euroland i.H.v. 5,0% und in den USA i.H.v. 5,25% angemessen. Die hieraus resultierenden fairen Kursniveaus betragen für den DAX-Index 6.500 Punkte, den Euro-STOXX-50-Index 5.000 Punkte und den Dow-Jones-Index 10.700 Punkte. Da nicht zu erwarten ist, daß die Investoren erneut in eine Phase der Euphorie verfallen, ist eine überdurchschnittliche Risikoprämie in der Aktienbewertung nicht anzusetzen. Ein signifikanter Risikoabschlag vom fairen Kursniveau ist aufgrund der zeitlichen Dauer der Baisse ebenso unwahrscheinlich. Insgesamt gesehen erscheinen somit Kursgewinne i.H.v. 10% - 15% an den internationalen Aktienbörsen möglich. Für den amerikanischen Aktienmarkt würde sich dabei eine leichte Überbewertung einstellen. Unter Berücksichtigung der am Jahresende bei der Bewertung dann heranzuziehenden Unternehmensgewinne des Jahres 2003 und einer dann wahrscheinlichen Konjunkturerholung in den USA bei gleichzeitig niedrigeren Geldmarktzinsen, erscheint die erwartete leichte Überbewertung aus heutiger Sicht möglich. Insgesamt gesehen ist somit eine leichte Übergewichtung des Aktienanteils vertretbar. Aufgrund der sich ebenfalls abschwächenden Konjunktur im Euroland ist eine signifikante Kurserholung des EUR nicht zu erwarten.

Ohne unser Obligo!