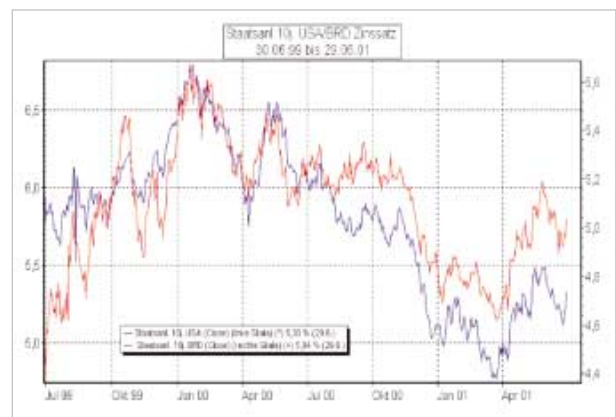
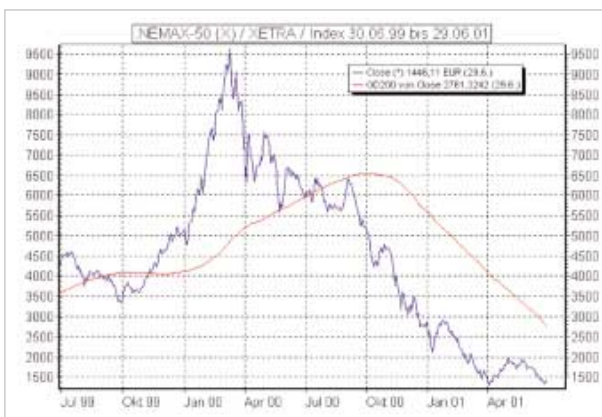
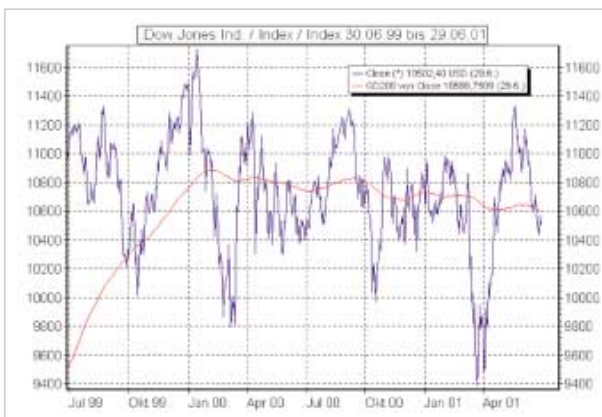
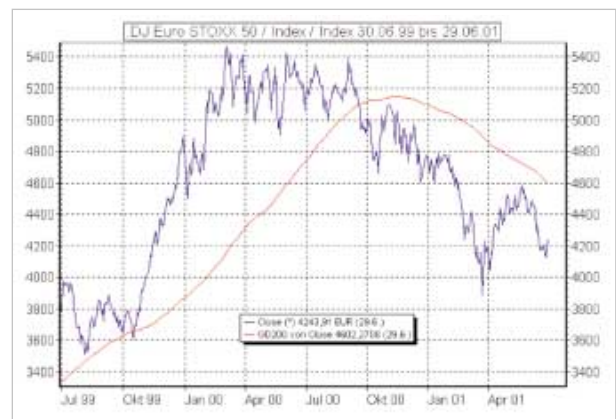


Bericht über die Entwicklung
der internationalen Finanzmärkte
im 2. Quartal 2001



- Die amerikanische Zentralbank setzte aufgrund der sich erheblich abkühlenden US-Konjunktur ihren Kurs der geldpolitischen Lockerung aggressiv fort
- An den internationalen Aktienmärkten zeigten sich mit Ausnahme des Neuen Marktes in der Bundesrepublik erste Anzeichen einer Stabilisierung
- Die internationalen Kapitalmarktzinsen zogen unter Schwankungen leicht an
- Der EUR tendierte gegenüber dem USD weiterhin schwach



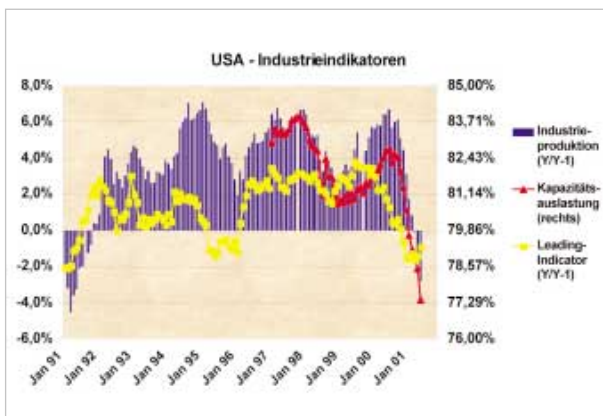
Rückblick

Aufgrund der aggressiv verfolgten Zinssenkungsstrategie der amerikanischen Zentralbank kam es an den internationalen Aktienmärkten z.T. zu deutlichen Kurserholungen. Die sich kontinuierlich eintrübende Konjunktur und die anhaltenden Gewinnwarnungen nicht nur von Unternehmen der Hochtechnologie führten allerdings anschließend zu einer erneuten Aufnahme des Abwärtstrends. Insgesamt gesehen konnten einige führende Aktienindizes im Quartalsvergleich jedoch nennenswerte Kursgewinne erzielen.

Index	31.12.00	30.06.01	Änderung
Dow-J-Ind.	10.787	10.502	-2,5%
NASDAQ	2.471	2.161	-12,5%
STOXX-50E	4.772	4.170	-12,6%
DAX	6.434	5.999	-6,8%
NEMAX-50	2.869	1.427	-49,7%

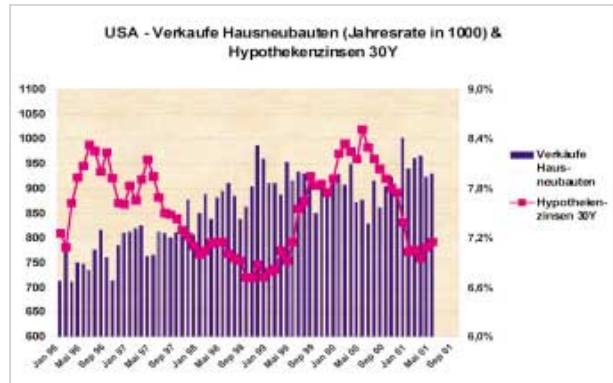
Index	31.03.01	30.06.01	Änderung
Dow-J-Ind.	9.879	10.502	6,3%
NASDAQ	1.840	2.161	17,4%
STOXX-50E	4.185	4.170	-0,4%
DAX	5.830	5.999	2,9%
NEMAX-50	1.513	1.427	-5,7%

Die anhaltende konjunkturelle Abwärtsbewegung in den USA konnte vor allen Dingen erneut im Industriesektor der Volkswirtschaft beobachtet werden. So fiel die Kapazitätsauslastung mit rund 77,5% auf ein in den letzten Jahren bei weitem nicht mehr erreichtes Niveau. Die Industrieproduktion ist im Jahresvergleich mittlerweile rückläufig. Die Auslieferungen im Industriesektor sind mittlerweile ebenfalls im Jahresvergleich auf Basis des Durchschnitts der letzten drei Monate rückläufig.



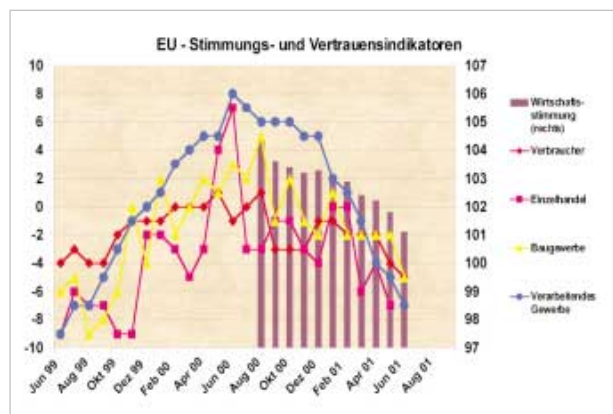
Die sinkenden Auslieferungen verhinderten einen schnellen Rückgang der Lagerhaltung, so daß der Bereinigungsprozess noch nicht als abgeschlossen betrachtet werden kann. Trotz der fortschreitenden Eintrübung am amerikanischen Arbeitsmarkt konnte sich die Aktivität im Immo-

biliensektor, der für rund 10% der gesamten Wirtschaftsleistung der USA verantwortlich ist, dank der niedrigen Hypothekenzinsen demgegenüber auf hohem Niveau behaupten. Nur allein wegen dieses glücklichen Umstandes ist die amerikanische Konjunktur nicht in eine Rezession gefallen.

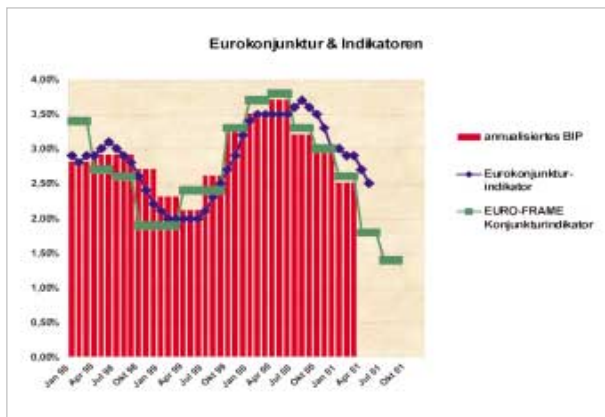


Ob dieses hohe Niveau auch in Zukunft gehalten werden kann, ist jedoch weiterhin fraglich. Zum einen kann wegen der niedrigen Hypothekenzinsen von Vorzieheffekten ausgegangen werden. Zum anderen muß folgender Gesichtspunkt Berücksichtigung finden. Die einbrechende Konjunktur in Kombination mit den Steuersenkungen der Regierung Bush werden sich in einem deutlichen Rückgang der Haushaltsüberschüsse in den USA widerspiegeln. Der finanzielle Spielraum zum Rückkauf von Staatsanleihen – der Rückkauf von Staatsanleihen ist mit für das tiefe Niveau der Kapitalmarktzinsen verantwortlich – wird enger. Deshalb muß mit einem Nachlassen der Rückkaufaktivitäten gerechnet werden. Die Kapitalmarktzinsen sollten tendenziell steigen und die Nachfrage am Immobilienmarkt beeinträchtigen.

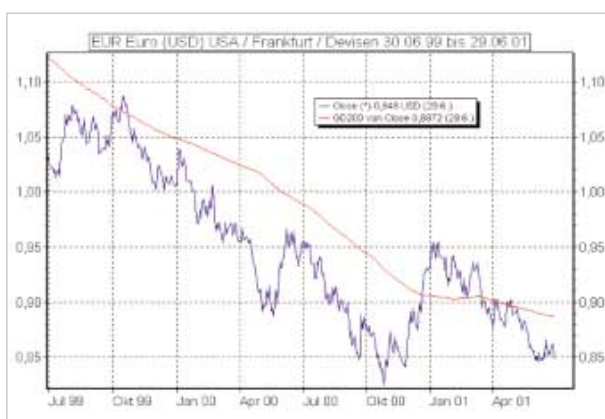
In Europa, d.h. im Euroland hat sich das Konjunkturklima ebenfalls weiterhin kontinuierlich abgeschwächt. Sämtliche Stimmungsindikatoren verschlechterten sich in den vergangenen drei Monaten.



Die Indikatoren hinsichtlich des künftig zu erwartenden Wirtschaftswachstums weisen auf noch tiefer sinkende Expansionsraten hin.



Die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute haben ihre Wachstumserwartungen nicht nur für die Bundesrepublik – auf 1,3% nach zuvor schon revidierten 2,1% –, sondern auch für das Euroland insgesamt noch weiter zurückgenommen. Die internationalen Aktienmärkte standen somit in einem Spannungsfeld zwischen weiter sinkenden Wachstumserwartungen und den mit den Zinssenkungen der amerikanischen Zentralbank verbundenen Konjunkturoffnungen, das sich insgesamt in den o.a. Kursverläufen widerspiegelt. Die Renditen an den internationalen Kapitalmärkten tendierten demgegenüber unter Schwankungen leicht aufwärts in die Nähe der im letzten Quartalsbericht angesprochenen Niveaus. Der EUR stand unter dem Eindruck der schwachen Konjunkturdaten des Eurolandes und kam gegenüber dem USD erneut unter Druck.



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 – auch weiterhin 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 320,-. Für den Euro-STOXX-50- und den Dow-Jones-Index gehen sie von Gewinnen i.H.v. EUR 253,- bzw. USD 500,- aus. Wegen der o.a. zu erwartenden Verschlechterung der amerikanischen Staatsfinanzen ist in den nächsten Monaten ein leichter Anstieg der Kapitalmarktzinsen zu erwarten. Unter Berücksichtigung der Inflationsaussichten erscheint ein Zinsniveau am Kapitalmarkt (Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren) im Euroland i.H.v. 5,25% und in den USA i.H.v. 5,75% angemessen. Die hieraus resultierenden fairen Kursniveaus betragen für den DAX-Index 6.200 Punkte, den Euro-STOXX-50-Index 4.800 Punkte und den Dow-Jones-Index zinsinduziert allerdings nur noch 9.500 Punkte. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, daß im Falle einer Konjunkturerholung im ersten Quartal des kommenden Jahres die Gewinnsschätzungen für die Unternehmen angehoben werden. Insofern ist das v.g. faire Kursniveau zu relativieren, d.h. nach oben hin anzupassen. 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 innerhalb der nächsten 9 – 12 weiterhin wahrscheinlich. Somit ist eine leichte Übergewichtung des Aktienanteils vertretbar. Aufgrund der schwachen Konjunktur im Euroland ist eine signifikante Kurserholung des EUR, von technischen Reaktionen abgesehen, anhaltend nicht zu erwarten.

Ohne unser Obligo!