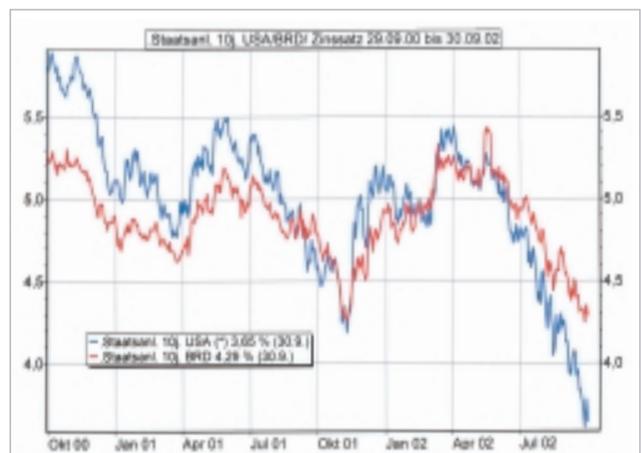
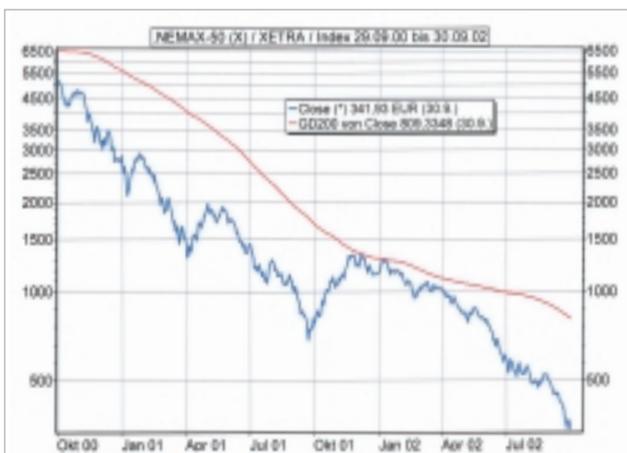
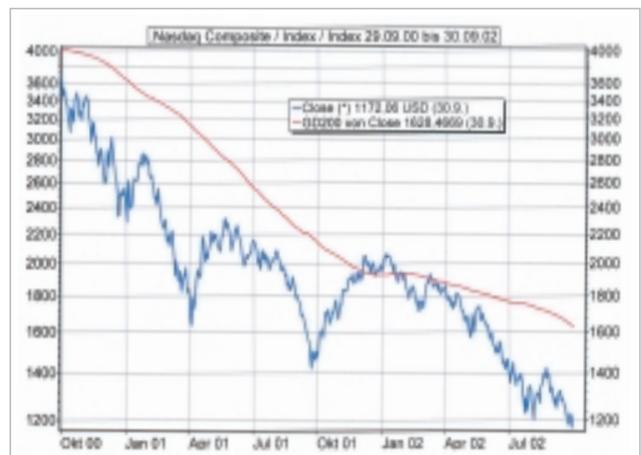
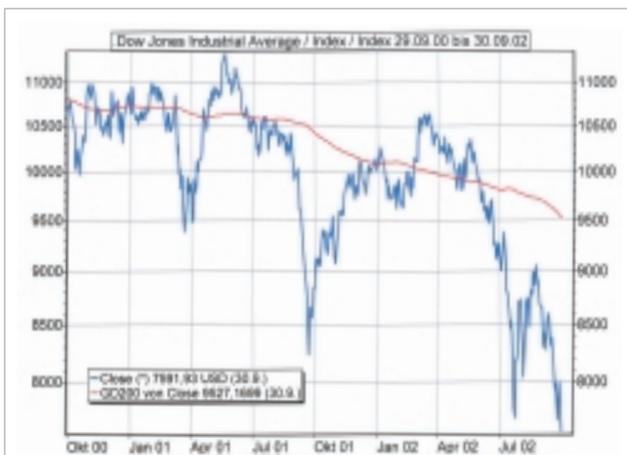
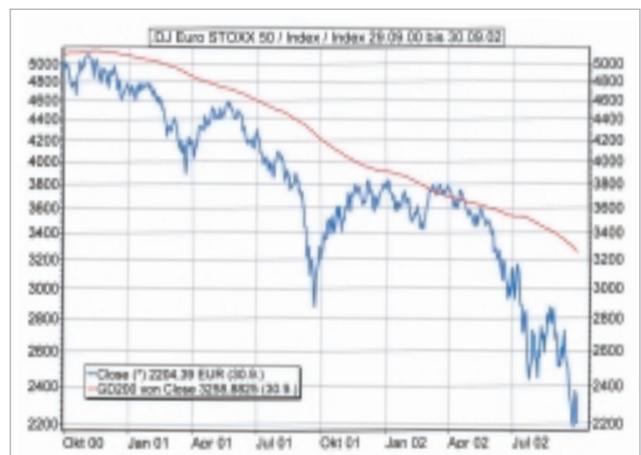
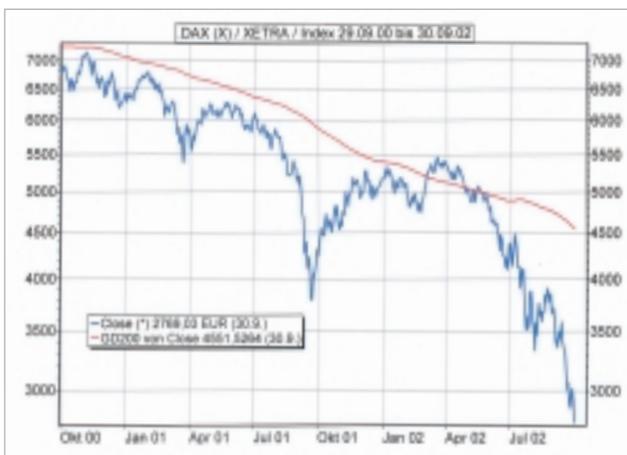


Bericht über die Entwicklung
der internationalen Finanzmärkte
im 3. Quartal 2002



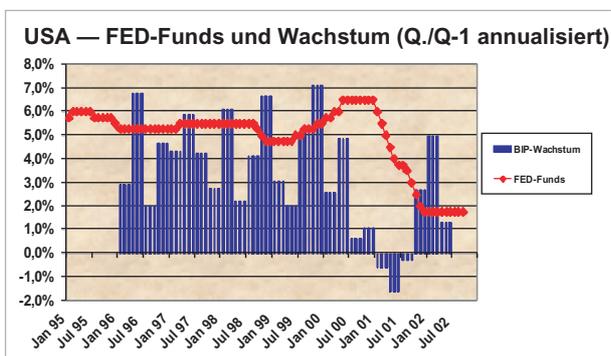
- Konjunkturdaten der USA werden rückwirkend deutlich reduziert
- Weltkonjunktur kühlt erheblich ab
- Irak-Krise belastet zusätzlich
- Aktienkursverfall beschleunigt sich daraufhin nochmals
- Die Renditen an den internationalen Anleihemärkten fallen im Einklang mit den weiter zunehmenden Konjunkturängsten erneut zurück
- Der EUR tendiert unter Schwankungen gegenüber dem USD seitwärts



Rückblick

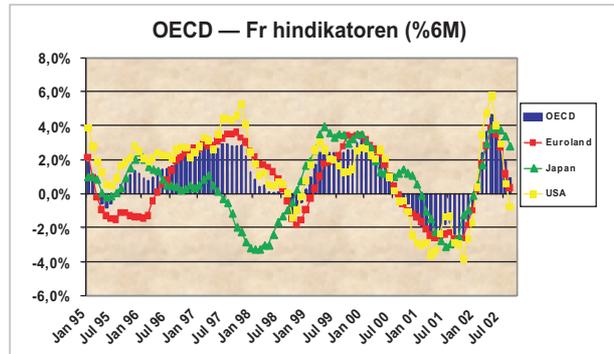
Im dritten Quartal des laufenden Jahres brachen die Kurse an den internationalen Aktienbörsen erneut deutlich ein. Die weltweit führenden Indizes erreichten dabei mehrjährige Tiefstände. Verantwortlich für den drastischen Kursverfall waren sowohl die erhebliche Abwärtskorrektur der Konjunkturdaten in den USA als auch der in diesem Umfang unerwartete Einbruch der Konjunkturdaten weltweit. Darüber hinaus lasteten die Sorgen vor den Folgen eines militärischen Angriffs der USA auf den Irak auf der Risikobereitschaft der Investoren.

In den USA wurden die Wachstumsraten rückwirkend bis zum Beginn des Jahres 1999 deutlich und in diesem Umfang unerwartet nach unten korrigiert. Die annualisierten Expansionsraten für die einzelnen Quartale wurden um bis zu einen Prozentpunkt reduziert. Damit liegt auch das Produktivitätswachstum in den USA erheblich niedriger als bisher angenommen. Auf Basis der neuen Daten fiel das Wachstum in den USA in den ersten neun Monaten des vergangenen Jahres negativ aus, so daß sich die Volkswirtschaft in der Rezession befand. Das Potentialwachstum, d.h. die Wachstumsrate bis zu der die Volkswirtschaft ohne nennenswerte Inflationsgefahren expandieren kann, erreicht nach den aktuell gültigen Berechnungen nur noch ein Niveau i.H.v. 2,5% - 3,0% und liegt damit um etwa 0,5 Prozentpunkte unter dem bisher angenommenen Pfad. Der Rückgang der Potentialwachstumsrate reduziert darüber hinaus die Fähigkeit der amerikanischen Unternehmen, ihre Gewinne zu steigern, was sich unmittelbar in rückläufigen Bewertungen niederschlug.



Aber auch die Konjunkturdaten verschlechterten sich in einem Umfang, der in dieser Weise von den Volkswirten nicht erwartet worden war. So fiel der Anstieg des umfassenden OECD-Frühindikators bis zum August - im Vergleich zu dem Niveau von vor sechs - Monaten in die Nähe der Nulllinie zurück. Derjenige der USA erreichte sogar negatives Terrain. Darauf aufbauend wurden die prognostizierten Unternehmensgewinne des kommenden

Jahres in Frage gestellt. Auf Basis der reduzierten Gewinn-schätzungen wurden die Aktien generell nicht mehr als preiswert eingestuft und die Kursziele zurückgenommen.



Belastend wirkten auch die Befürchtungen vor den Folgen (u.a. hoher Ölpreis) eines Angriffs der USA auf den Irak. Die Sorgen vor einer Destabilisierung der gesamten Region nahmen noch zu, nachdem die US-Administration auch einen Alleingang ohne UN-Mandat nicht ausschloss. Aufgrund der damit verbundenen erheblichen Unsicherheiten ließ die Risikoneigung der Investoren zusätzlich nach, was die als angemessen angesehenen Bewertungskennziffern nochmals deutlich drückte.

Insgesamt gesehen brachen daher die Kurse an den internationalen Aktienbörsen nochmals dramatisch ein.

Index	30.06.02	30.09.02	Änderung
Dow-J-Ind.	9.243	7.592	-17,8%
NASDAQ	1.463	1.172	-19,9%
STOXX-50E	3.133	2.204	-29,6%
DAX	4.383	2.769	-36,8%
NEMAX-50	607	342	-43,7%

Index	31.12.01	30.09.02	Änderung
Dow-J-Ind.	10.021	7.592	-24,2%
NASDAQ	1.950	1.172	-39,9%
STOXX-50E	3.806	2.204	-42,1%
DAX	5.160	2.769	-46,3%
NEMAX-50	1.150	342	-70,3%

Trotz des in Relation zu dem in den USA vorherrschenden niedrigen Bewertungsniveaus fielen die Kursrückgänge an den Börsen in Europa überproportional aus. Verantwortlich hierfür ist die hohe Gewichtung des Finanzsektors in den repräsentativen Indizes. Aufgrund des starken Kurseinbruchs reduzierten sich die stillen Reserven der Beteiligungsportfolios bei den Versicherungen und Banken erheblich. Zur Risikoreduktion und Verlusteingrenzung wurden Aktien massiv abgestoßen. Die schwache Konjunktur ließ auch den Wertberichtigungsbedarf bei den

Banken erheblich ansteigen, was sich in Kombination mit rückläufigen Provisionen negativ auf die Gewinnentwicklung durchschlug.

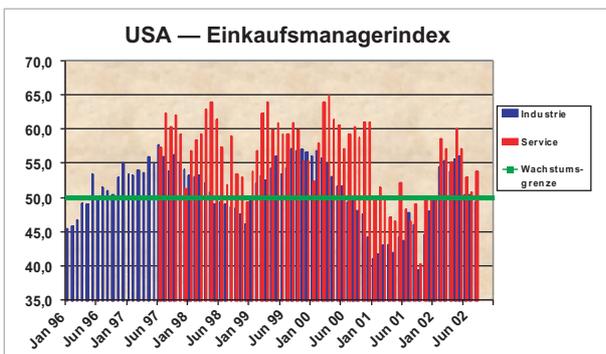
Im Einklang mit dem anhaltenden Druck auf die Aktienkurse sind die Renditen an den internationalen Kapitalmärkten nochmals deutlich zurückgekommen. In den USA fiel die Rendite für die Staatsanleihe mit 10 Jahren Restlaufzeit auf ein Niveau i.H.v. rund 3,65%. In Relation zum Schluß des vorangegangenen Quartals handelt es sich dabei um einen Rückgang von über einem vollen Prozentpunkt. Im Euroland sank die Rendite bei den Staatsanleihen der Bundesrepublik gleicher Restlaufzeit auf ein Niveau von ca. 4,25%. Das entspricht einem Rückgang i.H.v. rund 60 Basispunkten.

Der EUR pendelte gegenüber dem USD unter Schwankungen knapp unterhalb der Parität.

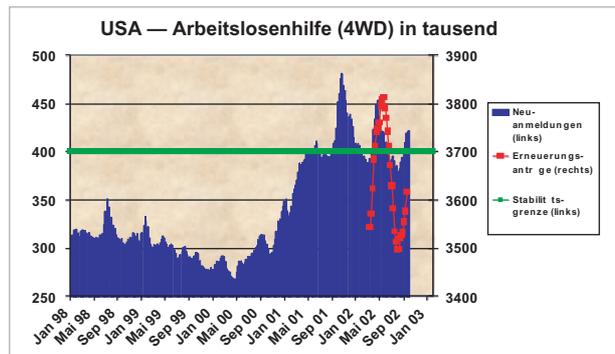
Ausblick

In den USA haben die Zweifel an einer bevorstehenden deutlichen Wachstumserholung erheblich zugenommen. Der Internationale Währungsfonds hat in seiner vor kurzem veröffentlichten Prognose die Wachstumserwartungen für 2003 um 0,8 Prozentpunkte auf nur noch 2,6% reduziert. Für das laufende Jahr wurde die Schätzung um 0,1 Prozentpunkte auf 2,2% zurückgenommen. Bestätigt wird die Ansicht der Organisation durch die jüngsten Konjunkturindikatoren, die aus Sicht der überwiegenden Anzahl der Beobachter niedriger als erwartet ausgefallen sind.

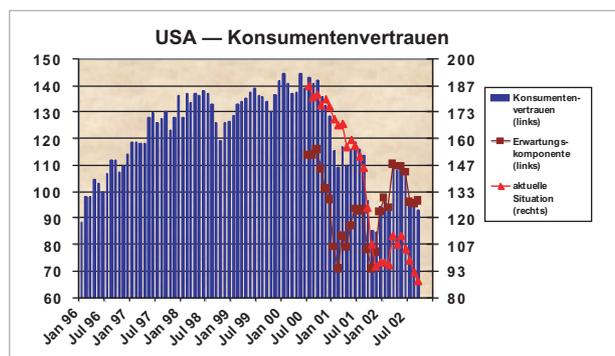
Die schwache Verfassung der US-Wirtschaft wird insbesondere an dem Verlauf der Einkaufsmanagerindizes sichtbar. So ist derjenige des Industriesektors im September mit aktuell 49,5 Punkten unter der auf künftiges Wachstum deutenden Grenze (50 Zähler). Im Juni wurde noch ein Wert i.H.v. 56,2 Punkten ermittelt. Derjenige des Servicebereiches konnte im September zwar überraschend um 3,0 auf 53,9 Punkte zulegen. Im Mai wurden jedoch knapp über 60 Zähler erreicht.



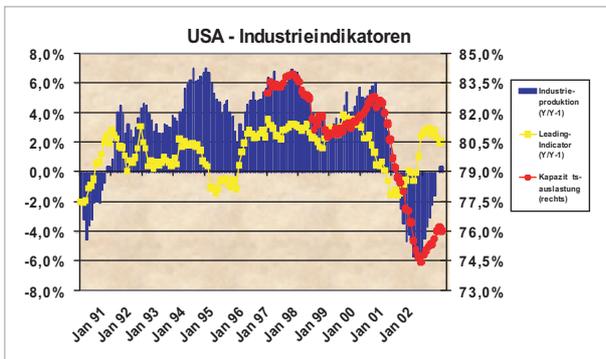
Das eingetrübte Wachstumsumfeld wird auch anhand der Situation des amerikanischen Arbeitsmarktes ersichtlich. Wegen der anhaltenden Restrukturierung der Unternehmen und der Bemühungen die Kosten unter Kontrolle zu halten, werden mittlerweile erneut vermehrt Arbeitnehmer entlassen. Die Anzahl der Neuanmeldungen auf Arbeitslosenhilfe übersteigt mittlerweile wieder das auf Stabilität am Arbeitsmarkt weisende Niveau i.H.v. 400.000 Personen. Die Anzahl der Erneuerungsanträge nimmt ebenfalls wieder zu.



Die schlechten Beschäftigungsaussichten schlugen sich auch auf das Konsumentenvertrauen durch. Der umfassende Index des Verbrauchervertrauens ist im September auf 93,3 Punkte zurückgegangen. Im Mai wurde noch ein Stand von über 110 Zählern erreicht. Besonders skeptisch stimmt die Teilkomponente hinsichtlich der Einschätzung der aktuellen Situation. Diese liegt mittlerweile unter dem nach den Terroranschlägen im September des vergangenen Jahres erreichten tiefen Niveau.

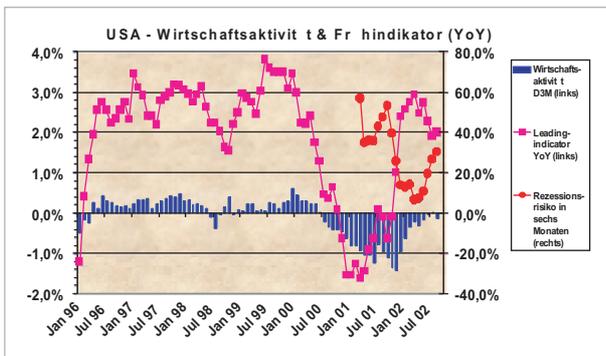


Dabei steigt die Wahrscheinlichkeit einer Abflachung der Zunahme der realen Konsumnachfrage, die derzeit noch mit ca. 3,6% anzieht. Die private Nachfrage ist in den USA zu rund 70% für das dortige Wachstum verantwortlich. Bisher herrschte die Auffassung vor, daß die Investitionsnachfrage der Industrieunternehmen rechtzeitig anspränge, um eine Schwäche bei den Konsumausgaben zu kompensieren. Wegen der schwachen Konjunktur hat sich die Kapazitätsauslastung jedoch entgegen den Erwartungen nur leicht erholt. Insofern ist ein Anspringen der Investitionsnachfrage noch nicht absehbar.

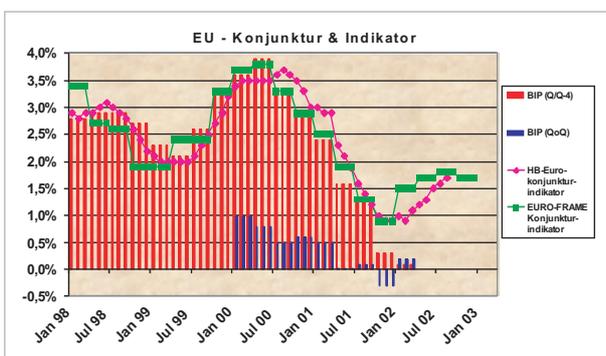


Auch eine Erhöhung der Lagerbestände im Industriesektor ist trotz des historisch niedrigen Niveaus bisher noch nicht eingetreten.

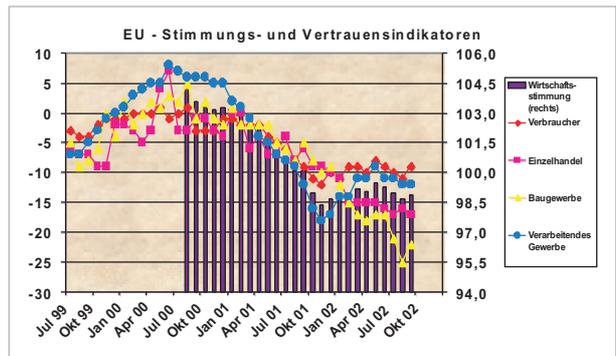
Insgesamt gesehen haben sich die Wachstumsaussichten der amerikanischen Volkswirtschaft daher deutlich eingetrübt. Abzulesen ist das auch an dem Verlauf des Indexes, der Auskunft über das Eintreten der Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA in den kommenden sechs Monaten gibt. Die Rezessionswahrscheinlichkeit ist seit März - dort erreichte der Wert ein Niveau von knapp sieben Prozent - auf über dreißig Prozent im August geklettert.



Auch im Euroland haben sich die Wachstumsperspektiven deutlich verschlechtert. So wurde der Euroframe-Konjunkturindikator in den vergangenen Monaten kontinuierlich nach unten revidiert. Auch der Handelsblatt-Eurokonjunkturindikator weist trotz seines Anstiegs im August nur auf ein verhaltenes Wachstum hin.

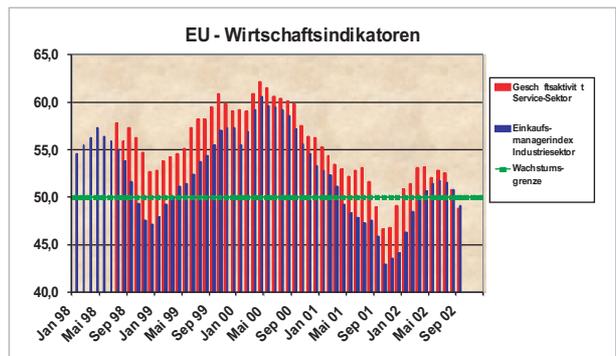


Wegen der weltweit generell anzutreffenden Verschlechterung der Konjunkturdaten und der Aktienkrise ist ein Rückgang der beiden Indikatoren in den kommenden Monaten sehr wahrscheinlich.

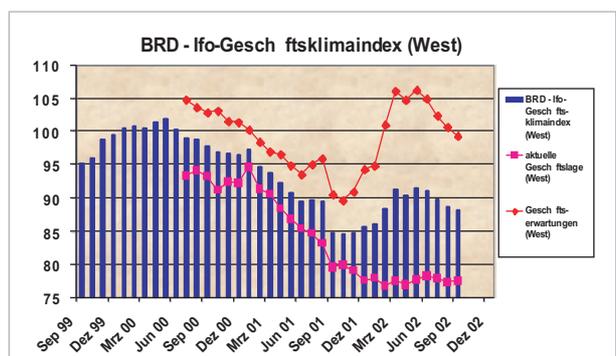


Grundlage dieser Erwartungshaltung bilden die Vertrauensindikatoren der Eurozone, die sich weiterhin auf sehr niedrigem Niveau befinden. Der Stimmungsindikator der Bauwirtschaft notiert sogar deutlich unterhalb des Standes nach den Terroranschlägen in den USA.

Die Einkaufsmanagerindizes des Industrie- und des Sektors sind im September mit 49,1 bzw. 48,9 Punkten jeweils unter die auf künftiges Wachstum deutende Grenze gefallen.

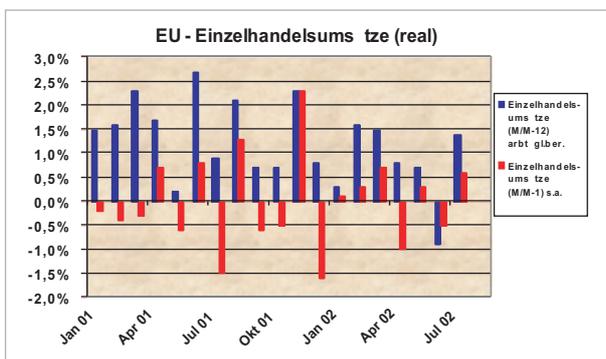


Insbesondere die Konjunktursituation in Deutschland, der größten Volkswirtschaft des Eurolandes, bereitet Sorgen. Der Ifo-Geschäftsklimaindex ist hier zum vierten Mal infolge zurückgegangen. Dies deutet nach gängiger Interpretation auf ein hohes Wachstumsrisiko hin.



Anlaß zu Befürchtungen bietet speziell der deutliche Abstand zwischen den Teilkomponenten «aktuelle Geschäftserwartungen» und «Geschäftsaussichten». Hier ist ein weiterer Rückgang bei dem Teilindex der Geschäftserwartungen sehr wahrscheinlich, so daß mit einer anhaltenden Verringerung des umfassenden Indexes gerechnet werden muß.

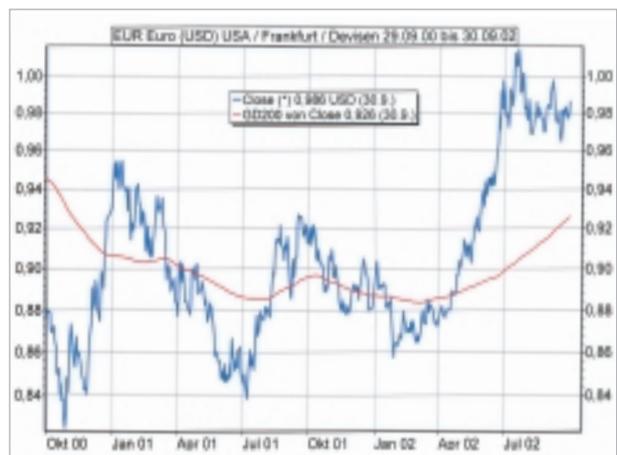
Die schlechte Stimmung der Verbraucher aufgrund der zunehmenden Beschäftigungsängste spiegelt sich in der Konsumnachfrage wider, die im Jahresvergleich mit durchschnittlich einem Prozent ebenfalls keine optimistischen Wachstumshoffnungen zuläßt.



Aufgrund der eingetrübten Wachstumsperspektiven werden die prognostizierten Expansionsraten für die Wirtschaftsräume weiter kontinuierlich einer Abwärtsrevision unterzogen. Es ist zu befürchten, daß die Gewinnschätzungen für die Unternehmen diesem Trend wie in den letzten Monaten nur zeitverzögert folgen. Von daher sind weitere Gewinnrevisionen zu erwarten. Darüber hinaus muß bei der Prognose des angemessenen Bewertungsniveau der in Relation zur Vergangenheit niedrigere Wachstumstrend (geringeres Potentialwachstum in den USA) berücksichtigt werden. Somit sind höhere Abschläge beim angemessenen Kurs-Gewinn-Verhältnis vorzunehmen.

Unter Berücksichtigung eines mittelfristig anziehenden Kapitalmarktzinsniveaus aufgrund der zunehmenden Staatsverschuldung sowohl im Euroland als auch in den USA, weiter rückläufiger Unternehmensgewinne und steigender Risikoprämien (bzw. fallender Wachstumspremien) erscheint das Kursniveau in den USA gemessen am Dow-Jones-Index noch zu hoch. Im Euroland läßt sich ein Kurspotential von ca. 10% -15% ermitteln. Da aber auf dem gegenwärtigen Kursniveau in den USA der Dow-Jones-Industrial-Index aus technischer Sicht auf seinem seit 10 Jahren existierenden Aufwärtstrend befindet, sind ein Bruch desselben und weitere Kursrückgänge sehr wahrscheinlich. Diesem Trend werden sich die europäischen Aktienmärkte nicht entziehen können. Insofern sind auch hier anhaltende Kursverluste zu erwarten. Ein Niveau von 2.500 Punkten im DAX-Index und auch darunter ist daher nicht auszuschließen.

Der EUR sollte nach Abschluß der derzeitigen Konsolidierungsphase wegen enttäuschender Wachstumshoffnungen in den USA weiter leicht gegenüber dem USD zulegen können.



Ohne unser Obligo!