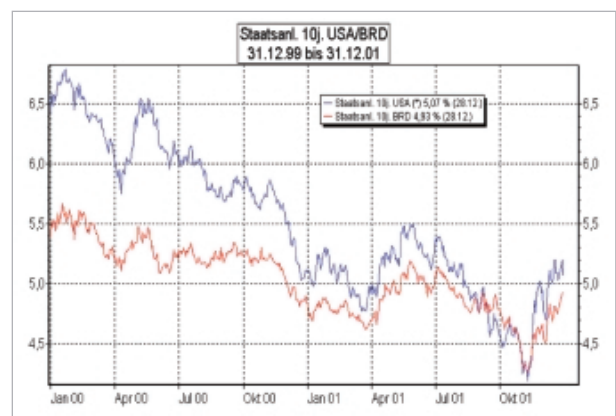
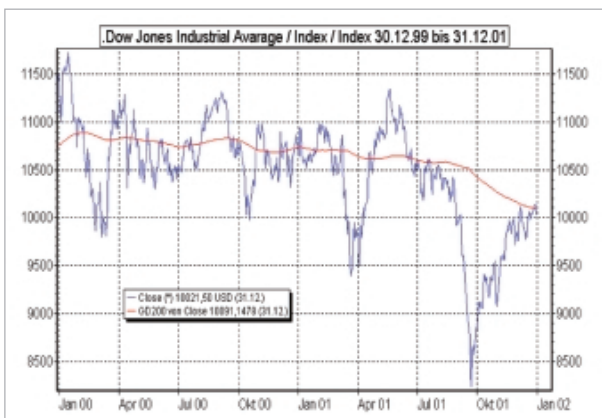


Bericht über die Entwicklung
der internationalen Finanzmärkte
im Jahr 2001 sowie ein Ausblick
auf das Jahr 2002



- Die Weltkonjunktur schwächte sich während des gesamten Jahres kontinuierlich ab. Eine Konjunkturerholung in 2002 ist jedoch absehbar.
- Die internationalen Aktienmärkte brechen in 2001 erneut ein. In 2002 ist eine Kurserholung jedoch sehr wahrscheinlich.
- Die internationalen Zentralbanken antworten auf die Wachstumsabschwächung mit z.T. drastischen Zinssenkungen. Die Kapitalmarktzinsen tendieren seitwärts und sollten in 2002 in Abhängigkeit von der Stärke der Konjunkturerholung steigen.
- Der EUR unterlag gegenüber dem USD starken Schwankungen. In 2002 sollte eine leichte Befestigung eintreten.



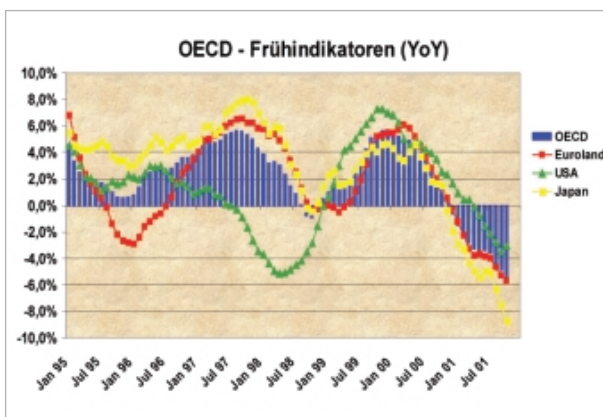
Rückblick auf 2001

Weltwirtschaftliches Umfeld

Der in der Mitte des vergangenen Jahres einsetzende konjunkturelle Abschwung in den Industrieländern griff im Verlauf des Jahres 2001 auf die Weltwirtschaft über. Verantwortlich für den Abschwung in den Industrieländern war der Rückgang der Absatz- und Ertragserwartungen der Unternehmen infolge der im Jahr 2000 durchgeführten Straffung der Geldpolitik und der drastisch gestiegenen Preise für Rohöl. Der Rückgang der Konjunktdynamik wurde durch den Einbruch im Sektor der Informationstechnologie – im Zuge des vorherigen Konjunkturaufschwungs waren Kapazitäten und Lagerbestände massiv aufgebaut worden, die nun nicht mehr benötigt wurden – erheblich verstärkt. Dem allgemeinen Nachfrageeinbruch konnten sich die asiatischen Schwellenländer wegen der herrschenden Exportabhängigkeit nicht entziehen, so daß immer mehr Länder in den Abwärtszog gerieten. Lediglich in China setzte sich das Wachstum nahezu unbeeinflusst fort. In Ost- und Mitteleuropa verlangsamte sich die Konjunktur ebenfalls vergleichsweise wenig. Lateinamerika wurde hingegen von dem Einbruch der globalen Wirtschaftsentwicklung nicht verschont. Insgesamt gesehen expandierte die Weltproduktion nur noch um rund 2,0%. Im vergangenen Jahr erreichte die Wachstumsrate noch ein Niveau i.H.v. 4,7%.

Industrieländer

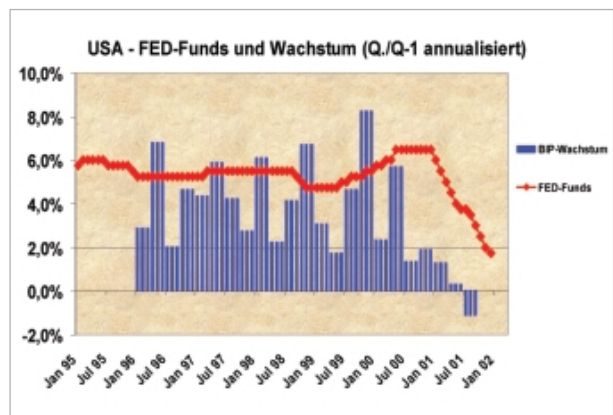
In den Industrieländern war die wirtschaftliche Entwicklung im Verlauf des Jahres generell abwärts gerichtet. Zu sehen ist das an dem Verlauf der Frühindikatoren der OECD, die im Verlauf des Jahres erneut erheblich zurückgegangen sind.



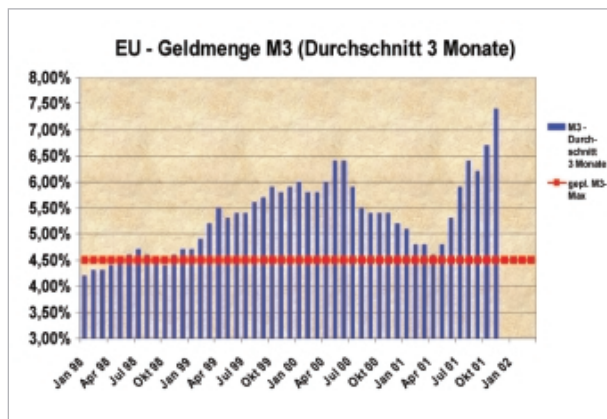
Nach ersten Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung im dritten Quartal kam es in Folge der Terroranschläge in den USA am 11. September zu einem erneuten Wachstumseinbruch. So wurde die Wirtschaftsaktivität kurzfristig zusätzlich erheblich beeinträchtigt. Das Vertrauen der Konsumenten und Investoren sackte regelrecht weg. Die Wachstumsraten für das Gesamtjahr sind daher allgemein deutlich gesunken. Nach Berechnungen des National Bureau of Economic Research stecken die USA seit März 2001 in einer Rezession, obwohl die amerikanische Administration mit massiven Steuererleichterungen gegensteuerte. Während die USA im Jahr 2000 noch ein Wirtschaftswachstum i.H.v. 4,1% erreichen konnten, nahm das BIP in 2001 insgesamt nur noch um ca. 1,1% zu. In Japan, das sich mittlerweile in der dritten Rezession innerhalb der letzten zehn Jahre befindet, ist die Wirtschaftsaktivität im Jahresvergleich sogar gesunken. Im Einklang mit der Beruhigung des weltwirtschaftlichen Wachstums kam die Konjunktur im Euroland ebenfalls nahezu zum Erliegen.

Rentenmärkte

Zur Bekämpfung des Wirtschaftsabschwungs hat die amerikanische Zentralbank schon zu Beginn des Jahres begonnen, die Zinsen zu senken. Bis zum Jahresende hat sie in insgesamt 11 Schritten die Geldmarktzinsen drastisch um insgesamt 475 Basispunkte auf 1,75% reduziert. Das ist das niedrigste Niveau seit 40 Jahren.



Die EZB hat wie die amerikanische Zentralbank ebenfalls auf den Wirtschaftsabschwung trotz einer erheblichen Zunahme der Geldmenge M3 – im November erreichte die Wachstumsrate im Dreimonatsdurchschnitt ein Niveau i.H.v. 7,4% (Referenzwert: +4,5%) – mit Zinssenkungen reagiert.



Seit dem Frühjahr reduzierte sie ihren Hauptrefinanzierungssatz um insgesamt 1,5 Prozentpunkte auf jetzt 3,25%.

Im Gegensatz zu der Abwärtsentwicklung der Renditen am Geldmarkt waren die Kapitalmarktrenditen im Jahr 2001 starken Schwankungen unterworfen. Mit der sich abzeichnenden Konjunkturstabilisierung zogen sie gegen Jahresmitte deutlich an. Nach den Terroranschlägen in den USA und den darauf aufbauenden Konjunkturbefürchtungen gaben die Kapitalmarktrenditen jedoch wieder drastisch nach. Nachdem sich gegen Jahresende die Auffassung durchsetzte, die Konjunktur werde sich im Jahr 2002 wieder fangen, schoßen sie erneut in die Höhe. Per saldo kletterten die Kapitalmarktrenditen in den USA um rund 0,125 Prozentpunkte auf 5,125%. In der Eurozone erhöhten sie sich um ca. 25 Basispunkte auf rund 5,0%. Lediglich in Japan gaben die Renditen am langen Ende des Marktes aufgrund des schlechten Wirtschaftsumfeldes ebenfalls unter Schwankungen um 30 Basispunkte auf 1,35% nach.

Aktienmärkte

Mit Ausnahme einer gegen Ende des ersten Quartals einsetzenden kurzen Zwischenerholung infolge der Zinssenkungen der amerikanischen Zentralbank standen die internationalen Aktienmärkte aufgrund der rückläufigen Weltkonjunktur und erst recht nach den Terroranschlägen in den USA bis Ende September deutlich unter Druck. Im Zuge der daraufhin nochmals verstärkten expansiven Geldpolitik der internationalen Zentralbanken und den Konjunkturprogrammen in den USA setzte im vierten Quartal eine Kurserholung ein. Bis zum Jahresende wurden im allgemeinen die Indexniveaus von vor den Terroranschlägen wieder erreicht bzw. sogar übertroffen.

Trotz der Kurserholungen notierten jedoch alle wichtigen internationalen Aktienmärkte im Jahresvergleich erneut und teilweise erheblich im Minus.

Index	31.12.00	31.12.01	Änderung
Dow-J-Ind.	10.787	10.021	– 7,1%
NASDAQ	2.471	1.950	– 21,1%
STOXX-50E	4.772	3.806	– 20,3%
DAX	6.434	5.160	– 19,8%
NEMAX-50	2.869	1.150	– 60,0%

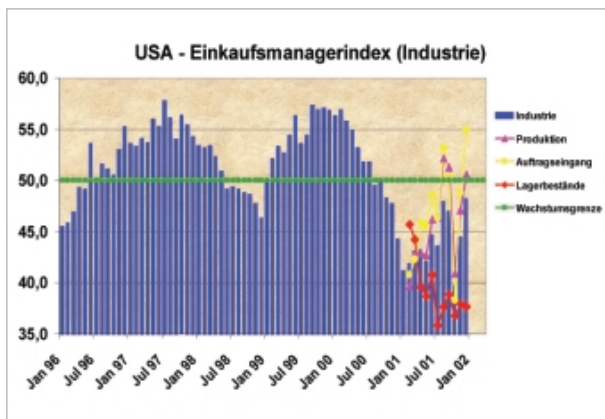
Index	31.09.01	30.12.01	Änderung
Dow-J-Ind.	8.848	10.021	13,3%
NASDAQ	1.499	1.950	30,1%
STOXX-50E	3.297	3.806	15,4%
DAX	4.308	5.160	19,8%
NEMAX-50	802	1.150	43,4%

Währungen

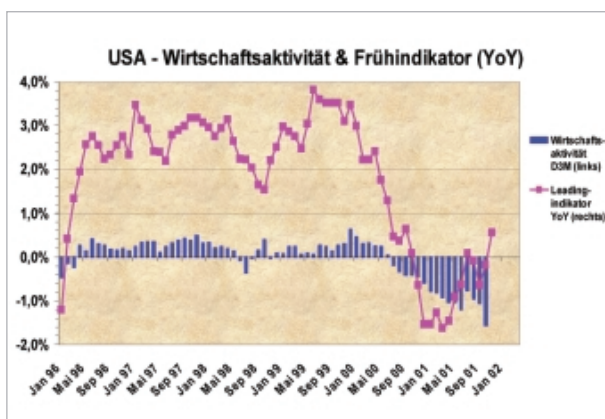
Nachdem sich der EUR gegenüber dem USD gegen Ende des Jahres 2000 aus dem seit seiner Einführung am 1. Januar 1999 bestehenden Abwärtstrend lösen konnte, tendierte er im abgelaufenen Jahr in einer ausgeprägten Bandbreite seitwärts. Während der EUR zu Beginn des Jahres seinen Höchststand bei ca. USD 0,9600 markierte, fiel er bis Anfang Juli aufgrund der Hoffnungen auf eine schnelle Konjunkturerholung in den USA erneut bis auf USD 0,8350. Zweifel an der erwarteten Konjunkturerholung ließen ihn dann wieder an Wert gewinnen. Gegen Jahresende befand sich der EUR mit rund USD 0,9000 genau in der Mitte der beschriebenen Bandbreite.

Konjunkturausblick

In den USA sind in den vergangenen Wochen Wirtschaftsdaten veröffentlicht worden, die berechtigten Anlaß auf eine Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr 2002 bieten. So zeigt der Einkaufsmanagerindex der Industrie deutliche Anzeichen einer Stabilisierung. Hoffnungsvoll stimmt der Verlauf der Subindizes der Auftragseingänge und der Produktion, die mit der Überwindung der Wachstumsgrenze i.H.v. 50 Punkten auf nach rund anderthalb Jahren erstmals wieder auf künftiges Wachstum deuten. Der Einkaufsmanagerindex des Sektors der Volkswirtschaft hat im Dezember mit 54,2 Zählern die Wachstumsgrenze deutlich überschritten.



Die Frühindikatoren in den USA drängen im Jahresvergleich ebenfalls wieder in positives Terrain vor.

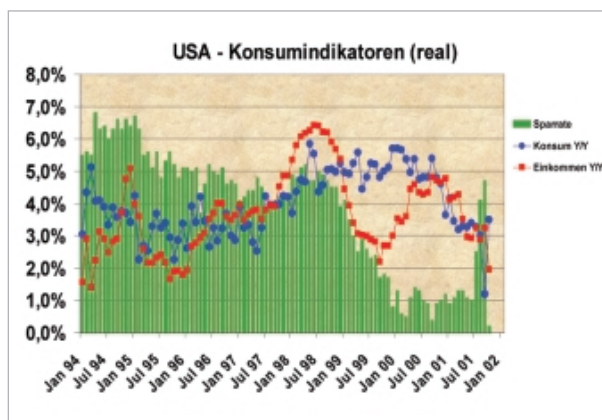


Gleichwohl sind Hoffnungen auf eine unmittelbar bevorstehende Konjunkturerholung nicht angebracht. Der Indikator der Wirtschaftsaktivität notiert auf einem Niveau i.H.v. deutlich unter -1 . Werte von unter $-0,7$ Punkten weisen auf das Vorhandensein einer Rezession hin.

Entscheidend für die kommende Entwicklung der amerikanischen Konjunktur und damit auch des Verlaufs der Weltkonjunktur bleibt auch weiterhin das künftige Nachfrageverhalten der amerikanischen Verbraucher. Das Wirtschaftswachstum ist mittlerweile dort zu fast 70% von der Konsumnachfrage abhängig.

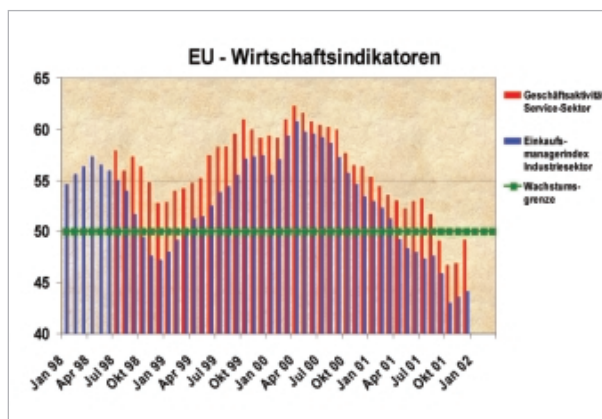
Gegenwärtig nehmen die Realeinkommen in den USA nur noch mit etwas über 2,0% zu. Da die Arbeitslosenrate in den vergangenen Monaten erheblich gestiegen ist und die Anzahl der Beschäftigten im Jahresvergleich abnimmt, sind nennenswert höhere Einkommenszuwächse eher nicht zu

erwarten. Gleichzeitig sind wegen der historisch geringen Sparquote autonome Nachfrageerhöhungen nicht mehr wahrscheinlich. Insofern wird die Konsumnachfrage daher auf absehbare Zeit nur unterdurchschnittlich zunehmen.



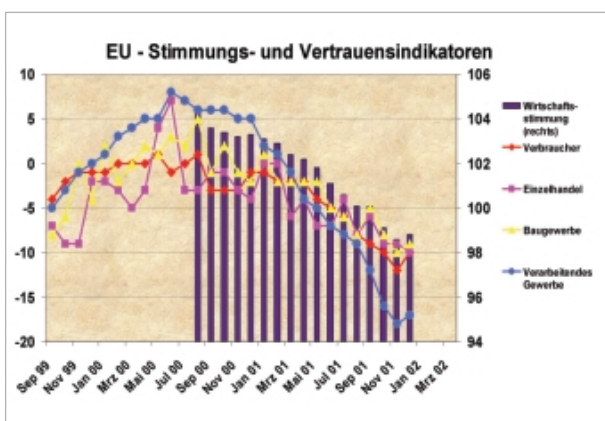
Somit sollte die Konjunkturerwicklung in den USA insgesamt gesehen folgenden Verlauf annehmen: Da von der Konsumnachfrage keine nennenswerten Wachstumsimpulse ausgehen können, wird sich die Konjunktur in den USA erst mit dem Ende der Lagerbestandskorrektur und dem Anziehen der Investitionsnachfrage erholen. Damit ist jedoch erst ab der zweiten Jahreshälfte zu rechnen.

In der Eurozone deuten sowohl die Früh-, als auch die Vertrauens- und Stimmungsindikatoren noch auf eine Fortdauer der Konjunkturschwäche hin. So befinden sich die Einkaufsmanagerindizes des Industrie- und des Servicesektors noch mehr oder weniger deutlich unterhalb der Wachstumsgrenze. Derjenige des Industriesektors liegt mit aktuell 44,1 Punkten nur knapp oberhalb des Rezessionsniveaus. Erste Erholungstendenzen sind allerdings erkennbar.



Die schlechte Stimmung im Wirtschaftsraum ist auch anhand der Stimmungsindikatoren nachvollziehbar, die sich alle auf einem sehr tiefen Niveau befinden.

Basierend auf der erwarteten konjunkturellen Belebung in den USA (Zunahme der Exportnachfrage) und dem auch hier absehbaren Ende der Lagerbestandskorrektur sollte sich auch in der Eurozone das Wachstum im Jahresverlauf erholen. Wegen dem tieferen Niveau der Konjunkturindikatoren wird die Wachstumsbeschleunigung jedoch zeitverzögert, d.h. erst gegen Jahresende eintreten.



Finanzmarktprognose

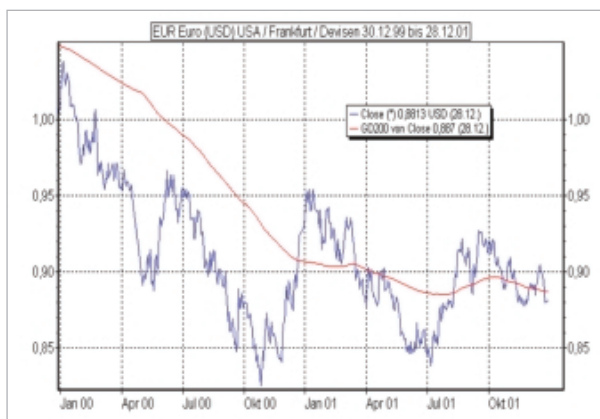
Wie wird sich das erwartete Konjunkturszenario an den internationalen Finanzmärkten auswirken?

Die Konsensgewinnschätzungen für den Dow-Jones-Industrial-Index auf Basis der Einzelschätzungen der in ihm enthaltenen Unternehmen, zugrunde gelegt werden die Gewinne des Jahres 2002, lautet auf rund USD 445,-. Damit wird die Schätzung für das vergangene Jahr um ca. 11% übertroffen. Aufgrund der erwarteten Konjunkturerholung in den USA erscheint aus heutiger Sicht im Jahr 2003, das für die Kursprognose heranzuziehen ist, eine weitere Steigerung der Unternehmensgewinne in ähnlicher Höhe (+15%) möglich. Insofern geht die Prognose von einem Indexgewinn i.H.v. USD 510,- aus. Bei dem aktuellen Niveau des Indexes i.H.v. rund 10.000 Punkten erreicht das Aktienmarkt-KGV einen Stand i.H.v. 19,6 Zählern. Da das Zinsniveau am amerikanischen Kapitalmarkt gegen Jahresende konjunkturell bedingt auf ca. 5,75% (aktuell 5,13%) klettern sollte, erreicht das KGV des Rentenmarktes auf Basis der erwarteten Rendite den Faktor 17,5. Insofern ist der amerikanische Aktienmarkt eher überbewertet.

Da dieses Renditeniveau allerdings erst gegen Ende des Jahres erwartet wird, erscheint eine derzeitige Berücksichtigung jedoch verfrüht. Auf Basis des aktuellen Renditeniveaus erreicht das Rentenmarkt-KGV den Faktor 19,5. Somit ist das Bewertungsniveau am Renten- und Aktienmarkt derzeit identisch. Unter Zulassung einer leichten Überbewertung des Aktienmarktes (Wachstumsprämie) erscheint daher ein Kursniveau i.H.v. 11.000 Punkten im Jahresverlauf erreichbar (+10%). Der erwartete Zinsanstieg gegen Jahresende sollte durch die dann zu erfolgende Zugrundelegung der Unternehmensgewinne des Jahres 2004 kompensiert werden.

Für den Euro-STOXX-50-Index erwarten Analysten einen Anstieg des Gewinns für das Jahr 2003 um ca. 20% auf EUR 235,-. Aufgrund der hier erwarteten späteren Konjunkturerholung sollte das Renditeniveau am Kapitalmarkt nicht wesentlich über 5,0% hinausgehen. Auf Basis der erwarteten Renditeentwicklung erreicht das KGV des Rentenmarktes den Faktor 20. Das KGV der Aktienmärkte im Euroland liegt historisch betrachtet unterhalb desjenigen des amerikanischen Aktienmarktes. Unter Zugrundelegung einer leichten Überbewertung des amerikanischen Aktienmarktes erscheint im Euroland ein Aktienmarkt-KGV i.H.v. 19 angemessen. Insofern lässt sich daher ein Kursziel beim Euro-STOXX-50-Index i.H.v. 4.450 Punkten ableiten (+17%).

Der EUR sollte auf Jahressicht gegenüber dem USD leicht zulegen können (auf USD 0,96). Zum einen wird sich auch in der Eurozone eine Konjunkturerholung, wenn auch mit Verspätung, einstellen. Zum anderen werden die Marktteilnehmer mit der materiellen Einführung der Währung die Zurückhaltung ihr gegenüber aufgeben und ihre Portfolios stärker diversifizieren. Demzufolge wird der Vertrauensmalus des EUR schwinden. Die Entwicklung in der Vergangenheit lässt allerdings auch in der Zukunft deutliche Schwankungen erwarten.



Ohne unser Obligo!