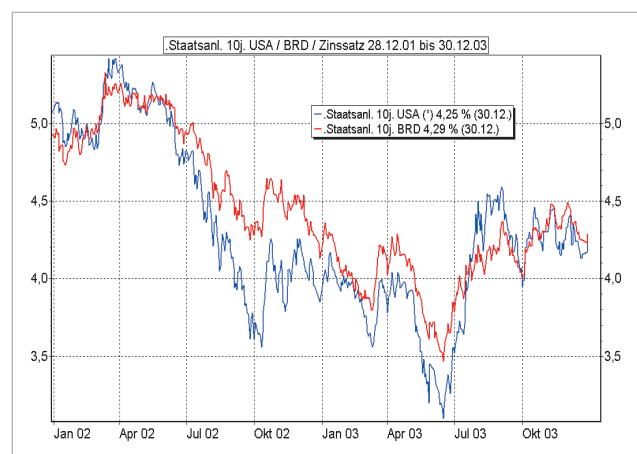
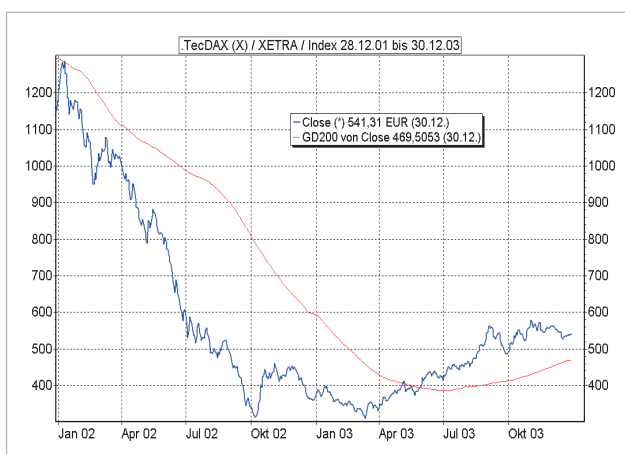
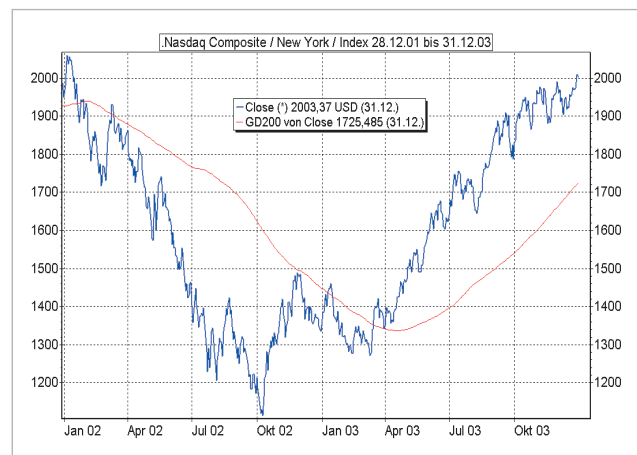


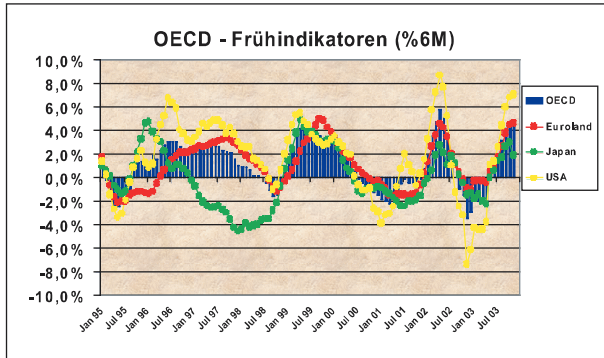
Bericht über die Entwicklung
der internationalen Finanzmärkte
im Jahr 2003 sowie ein Ausblick
auf das Jahr 2004

- Das Wachstumstempo der Weltwirtschaft nahm nach dem Abklingen der Unsicherheiten zu Jahresbeginn 2003 zum Teil kräftig zu. In den USA wird das starke Wachstum 2004 vorläufig anhalten. In der Eurozone wird hingegen die Wachstumsbeschleunigung nur unterdurchschnittlich ausfallen.
- Nach dem Einbruch im ersten Quartal ziehen die Kurse an den internationalen Aktienbörsen deutlich an. Der Aufwärtstrend sollte sich zumindest in der ersten Jahreshälfte 2004 fortsetzen.
- Die Zentralbanken der USA und der Eurozone reduzierten aufgrund der Unsicherheiten zu Jahresbeginn erneut ihre Leitzinsen. Die Kapitalmarktzinsen zogen im Verlauf des vergangenen Jahres unter ausgeprägten Schwankungen leicht an. Dieser Trend wird in 2004 fortauern.
- Der EUR befestigt sich in 2003 erneut deutlich gegenüber dem USD. Der Aufwärtstrend sollte in 2004 abgeschwächt anhalten.



Rückblick auf 2003

Nachdem die Konjunktur in den Industrieländern zu Beginn des Jahres unter dem Eindruck des Golfkrieges sowie der Lungenkrankheit SARS gestanden hatte und durch deutliche Zurückhaltung geprägt war, hat sich die Wirtschaftsaktivität im weiteren Verlauf des Jahres überwiegend deutlich beschleunigt. Das Tempo der weltweiten Wachstumserholung kann anhand der kräftigen Erholung der Frühindikatoren der OECD gut nachvollzogen werden.



Nach Berechnungen des Instituts für Weltwirtschaft expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt der G7-Länder im dritten Quartal um annualisiert 5,0%. Verantwortlich für die Wachstumsbeschleunigung war die mit dem raschen Ende des Golfkrieges verbundene allgemeine Vertrauenszunahme, die Auftriebskräfte in den Industrieländern freisetzte. Unterstützt wurde der Aufschwung in den Industrieländern auch durch den erheblichen Wachstumsbeitrag Chinas, der sich insbesondere in Asien positiv bemerkbar machte.

Darüber hinaus wurde die weltwirtschaftliche Dynamik gleichfalls durch die teilweise extrem expansive Ausrichtung der **Geld- und Fiskalpolitik** gefördert. Beispielsweise reduzierte die amerikanische Zentralbank im Juni die Fed-Funds-Rate auf 1,0% und damit auf das niedrigste Niveau seit 45 Jahren. Die Europäische Zentralbank lockerte ebenfalls ihre Geldpolitik. Nachdem sie bereits im März den Hauptrefinanzierungssatz um 25 Basispunkte auf 2,5% reduziert hatte, nahm sie im Juni erneut einen abwärts gerichteten Zinsschritt und zwar um 0,5 Prozentpunkte auf 2,0% vor.

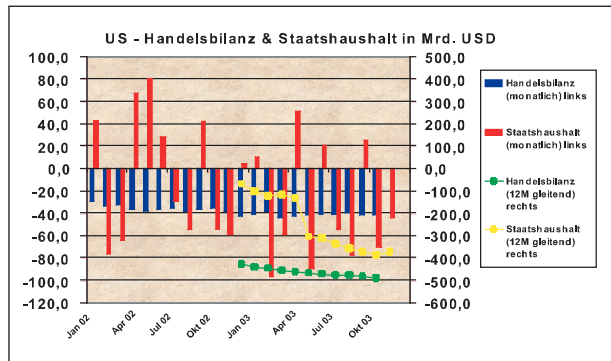
Am **Kapitalmarkt** waren die Renditen im Jahr 2003 erneut ausgeprägten Schwankungen ausgesetzt. Nachdem sie im Zuge der kriegsbedingten Wachstumsbefürchtungen und Deflationsängste kräftig zurückgegangen waren, zogen sie im Anschluß an die einsetzende Wachstumsbeschleunigung noch deutlicher an und kletterten zum Jahreswechsel in den USA und der Eurozone mit jeweils rund 4,25% über den Stand zu Jahresbeginn.

An den internationalen **Aktienmärkten** setzte sich im ersten Quartal 2003 die im März 2000 einsetzende Baisse aufgrund der mit der Irak-Krise verbundenen Unsicherheiten zunächst weiter fort. Die repräsentativen Indizes fielen dabei auf mehrjährige Tiefstände. Erst mit dem sich abzeichnenden Kriegsbeginn im Irak startete weltweit eine z.T. steile Aufwärtsbewegung, die im vierten Quartal nochmals an Tempo gewann und in deren Verlauf die Kurse deutlich in positives Terrain vordrangen.

Index	31.12.02	31.12.03	Änderung
Dow-J-Ind.	8.341	10.454	+ 25,3%
NASDAQ	1.335	2.003	+ 50,0%
STOXX-50E	2.386	2.761	+ 15,7%
DAX	2.893	3.965	+ 37,1%
TECDAX	359	542	+ 51,0%

Index	30.09.03	31.12.03	Änderung
Dow-J-Ind.	9.275	10.454	+ 12,7%
NASDAQ	1.787	2.003	+ 12,1%
STOXX-50E	2.396	2.761	+ 15,2%
DAX	3.257	3.965	+ 21,7%
TECDAX	485	542	+ 11,8%

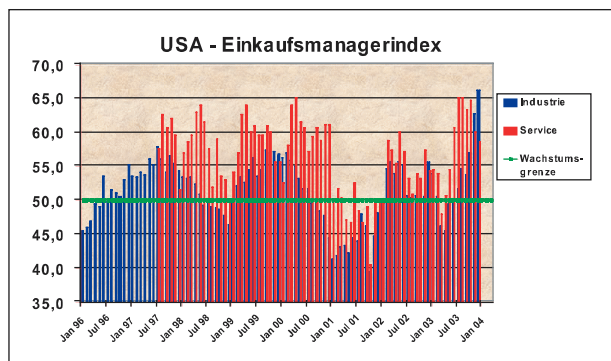
Der **EUR** hat in 2003 gegenüber dem USD erneut deutlich an Wert gewonnen. Der Anstieg des EUR darf jedoch nicht als Ausdruck einer Stärke aufgefasst werden. Vielmehr handelt es sich hierbei um die Folgen der stark steigenden Leistungsbilanz- und Staatsdefizite in den USA (Zwillingdefizitproblematik).



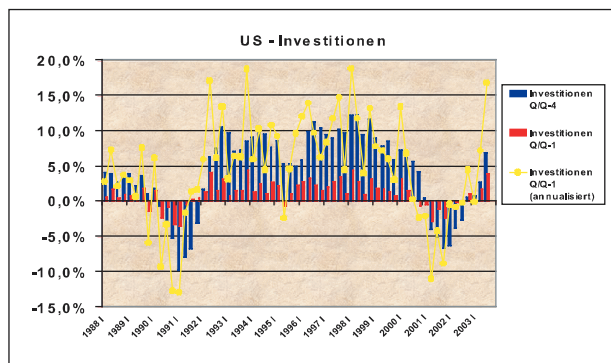
Aufgrund des erheblichen Rückgangs des USD fällt die Performance amerikanischer Aktien in EUR gerechnet deutlich, d.h. um den Währungsverlust geringer aus.

Konjunkturausblick

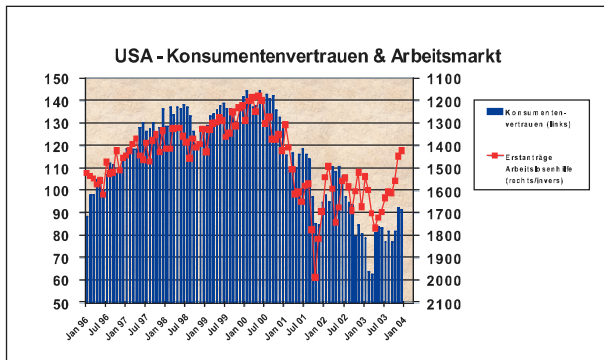
In den **USA** deuten die **Einkaufsmanagerindizes des Industrie- und des Sektors** auf eine Fortsetzung des Wirtschaftswachstums hin. Im Dezember kletterte derjenige der Industrie auf über 66,2 Punkte und damit auf den höchsten Stand seit rund 20 Jahren. Derjenige des Sektors überschreitet mit 58,6 Zählern die auf künftiges Wachstum deutende Grenze (50,0 Punkte) trotz des jüngsten Rückgangs ebenfalls erheblich.



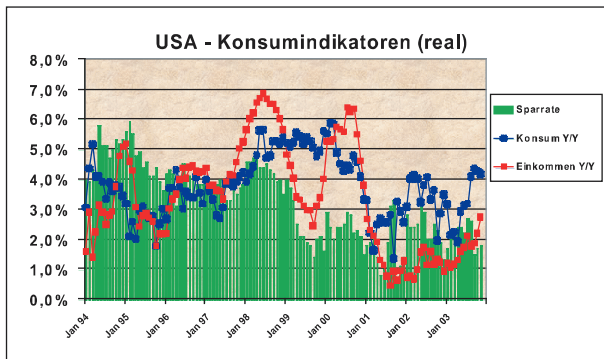
Die in den Einkaufsmanagerindizes zum Ausdruck kommenden guten Geschäftsaussichten der Unternehmen sollten die **Investitionsbereitschaft** auf hohem Niveau halten. Vor dem Hintergrund des ausgeprägten Investitionsattentismus in den vergangenen Jahren ist eine Überalterung der Geschäftsausstattung eingetreten, deren Erneuerung sich aus Wettbewerbsgründen nicht viel länger aufschieben lässt. Die Bilanzbereinigungen des vergangenen Jahres und die gelockerten Abschreibungsregeln durch die US-Administration tragen zur Schaffung des hierzu notwendigen finanziellen Spielraums bei.



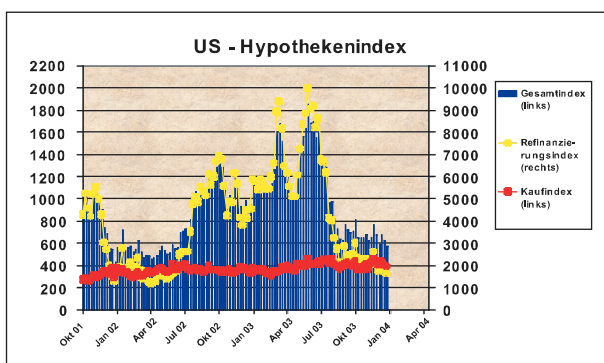
Entscheidend für die künftige Entwicklung der US-Konjunktur ist jedoch der Verlauf der **Konsumnachfrage**, die zu rund 70% für die Höhe des amerikanischen Wachstums verantwortlich ist. Im Einklang mit dem Ende des Irakkrieges bzw. der Abschwächung der sonstigen geopolitischen Krisen (Iran, Nordkorea) sowie dem Abklingen der weltweit auftretenden Lungenkrankheit SARS baute sich der zuvor angestaute Pessimismus in der amerikanischen Bevölkerung zügig ab. Ersichtlich wird diese Entwicklung an dem Verlauf des **Indexes des amerikanischen Verbrauchervertrauens**. Das Stimmungsbarometer legte mit Kriegsbeginn deutlich zu, wobei die Aufwärtsbewegung aufgrund der Erholung der US-Konjunktur und der darauf aufbauenden Besserung des Umfeldes am amerikanischen Arbeitsmarkt (Rückgang des Beschäftigungsabbaus; rechts inverse Skala) bis zum Jahresende unter Schwankungen anhielt.



In Relation zu den Ständen der Vorjahre befindet sich der Index des Verbrauchervertrauens allerdings noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Vor diesem Hintergrund z.T. erstaunlich legte der **reale Konsum** in 2003 um rund 4,2% zu und erwies sich damit als Konjunkturstütze, obwohl die **reale Einkommensentwicklung** der privaten Haushalte (ca. +2,8%) mit der Expansion des Verbrauchs bei weitem nicht Schritt halten konnte.

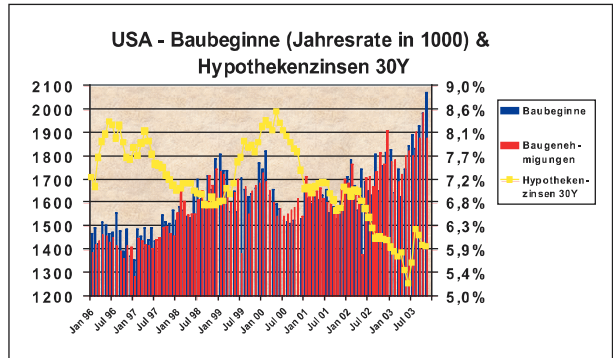


Verantwortlich hierfür waren zum einen die massiven Steuerrückzahlungen, die die amerikanische Administration der Bevölkerung ab Mitte des Jahres zukommen ließ. Entscheidende Impulse gingen andererseits auch von dem zunächst deutlich rückläufigen Niveau der Renditen am Kapitalmarkt aus. Aufgrund der im Zuge dieser Entwicklung ebenfalls rückläufigen Zinsen bei den Hypothekenkrediten schuldeten eine Vielzahl von Immobilienbesitzern ihre **Hypothekenkredite** um und reduzierte damit ihre monatlichen Tilgungsverpflichtungen.



Insgesamt gesehen nahmen durch diese Effekte die verfügbaren Einkommen erheblich zu, so daß genügend Spielraum zur Ausdehnung der privaten Nachfrage zur Verfügung stand.

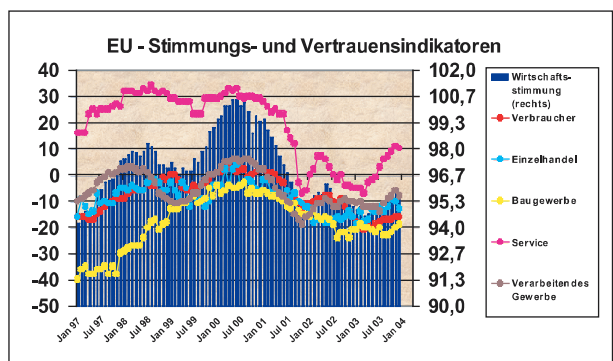
Darüber hinaus verblieb wegen des niedrigen Zinsniveaus auch die **Immobiliennachfrage** auf historisch hohem Niveau, wodurch das Wachstum der amerikanischen Volkswirtschaft zusätzlich gestützt wurde. Beispielhaft sei hier auf den Verlauf der **Anzahl der Baugenehmigungen und der Baubeginne** verwiesen.



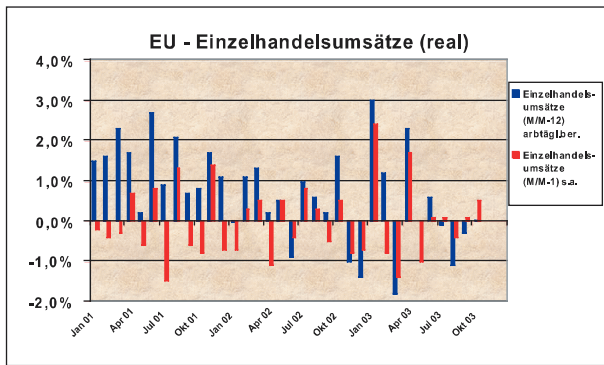
Aufgrund der massiven steuer- und zinsinduzierten Ausdehnung der Konsumnachfrage besteht nun die Gefahr eines deutlichen Nachlassens der Verbraucherausgaben ab dem Zeitpunkt, an dem die v.g. positiven Effekte auslaufen (= zweites Halbjahr). In der ersten Hälfte 2004 kommt die Bevölkerung in den USA zunächst allerdings erneut in den Genuß zusätzlicher Steuersenkungen i.H.v. rund USD 85,0 Mrd.

Insgesamt kann somit folgendes festgehalten werden: Die Risiken einer nennenswerten Abschwächung der Konsumnachfrage ab der Mitte des kommenden Jahres sind erheblich und dürfen nicht unterschätzt werden. U.E. ist mit dem Auslaufen der den Konsum stimulierenden Effekte von einem Nachlassen des Ausgabenanstiegs auszugehen. Eine Abschwächung der Verbrauchernachfrage sollte wegen der damit verbundenen Beeinträchtigung der Geschäftsaussichten der Unternehmen auch die Investitionsbereitschaft der Unternehmen negativ tangieren. Wegen des jetzt schon hohen Staatsdefizites sind zusätzliche Konjunkturprogramme nicht zu erwarten. Eine deutliche **Verlangsamung des Wachstumstempos** ist daher wahrscheinlich.

In der **Eurozone** stellt sich das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld demgegenüber weiterhin erheblich negativer dar. Trotz der ansonsten positiven weltwirtschaftlichen Situation erholten sich die **Stimmungs- und Vertrauensindikatoren** nur sehr zaghaft. Eine Ausnahme im positiven Sinne bildet hier weiterhin nur der Sektorservice, dessen Stimmungsbild eine deutliche Verbesserung erfuhr.

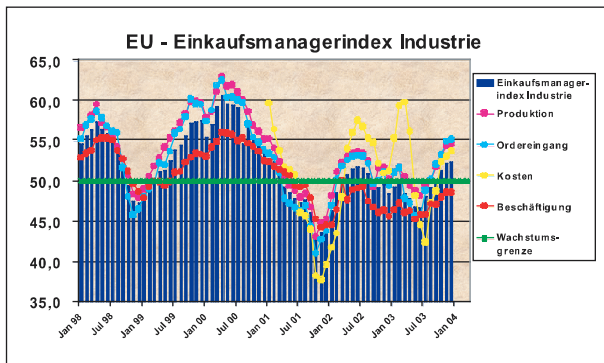


Die schlechte Stimmungslage innerhalb des Eurolandes lastet daher - nicht überraschend - anhaltend auf der Binnennachfrage. Beispielsweise nahmen die **Einzelhandelsumsätze** im Verlauf des Jahres vergangenen drei Monaten nur geringfügig zu.



Wie in den USA hängt die Stimmungslage, d.h. die allgemeine Ausgabenbereitschaft der Bevölkerung im Euroland zu einem großen Teil von der Arbeitsplatzsicherheit ab.

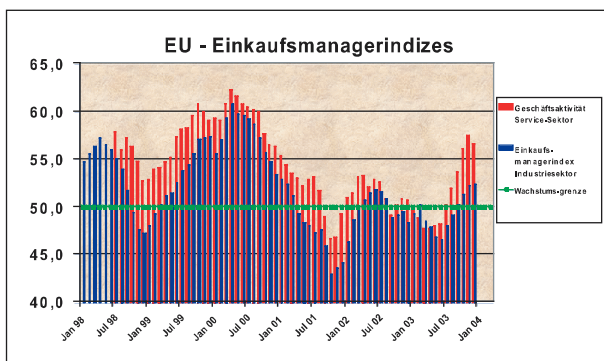
Anhand der Beschäftigungskomponente am Einkaufsmanagerindex der Industrie nachvollzogen ist ersichtlich, daß sich der entsprechende Teilindikator (rot) deutlich unterhalb der Wachstumsgrenze befindet. Somit werden derzeit weiterhin Arbeitsplätze eher abgebaut, denn geschaffen. Insofern ist u.E. kurzfristig von einer bevorstehenden generellen Stimmungsbesserung nicht auszugehen.



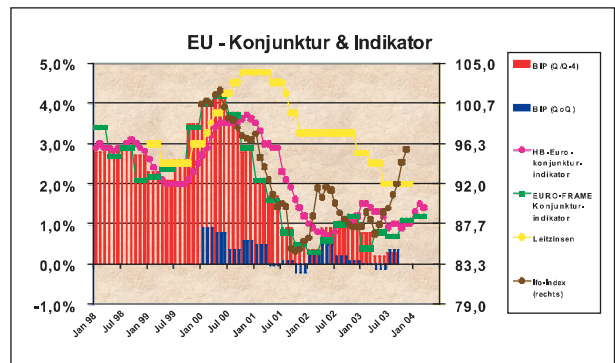
Entsprechende Hinweise liefert z.B. auch die Entwicklung der **Arbeitslosenrate** im Euroland, die seit Monaten bei 8,8% verharrt.

In den kommenden Monaten sollte die Konsumnachfrage deshalb weiterhin saisonbereinigt lediglich marginal zulegen können. Erst im weiteren Verlauf des Jahres ist im Einklang mit dem ansonsten derzeit weltweiten positiven Wirtschaftsumfeld von einer Zunahme der Verbraucherausgaben auszugehen.

Der künftige Verlauf der **Investitionsnachfrage** im Euroland ist entscheidend von den Geschäfts-, d.h. den Gewinnaussichten, abhängig. Indikatoren für die Erwartungshaltung der Unternehmen sind wie in den USA die **Einkaufsmanagerindizes** des Industrie- und des Sektors, die sich in der Eurozone derzeit oberhalb der Wachstumsgrenze befinden und somit Hoffnungen auf eine Wachstumsbeschleunigung zulassen. Das in den USA jeweils anzutreffende Niveau wird aber auch gegenwärtig bei weitem nicht erreicht.



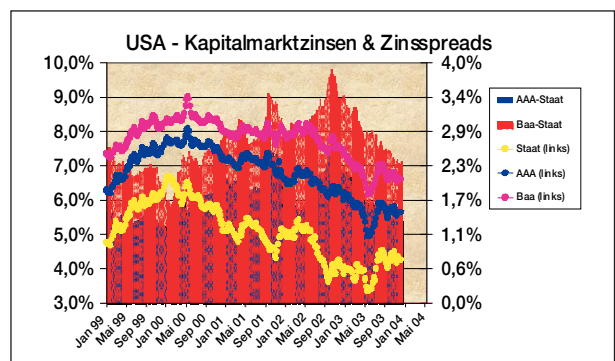
Insgesamt gesehen kommen die unterdurchschnittlichen Wachstumsaussichten in der Eurozone auch im Verlauf der **Konjunkturindikatoren** des Handelsblattes und von Euroframe zum Ausdruck.



Beide deuten in gleitender Jahresrate gerechnet lediglich eine zaghafte Wachstumsbeschleunigung an, wobei sich der Eurokonjunkturindikator des Handelsblattes - ausgehend von einem niedrigen Niveau - zuletzt sogar wieder leicht abschwächte.

Finanzmarktprognose

Unter Heranziehung der derzeitigen Konsensschätzungen sind die **Aktien in den USA** gemessen am Dow-Jones-Index in etwa mit dem 17,0fachen ihres für 2005 erwarteten Gewinns bewertet. Das entsprechende Bewertungsniveau am amerikanischen Rentenmarkt liegt demgegenüber nach dem Zinsanstieg derzeit bei ca. 23,5. Insofern verfügen oberflächlich betrachtet Aktien noch über ein nennenswertes Kurspotential. Vor dem Hintergrund der ausufernden Zwillingssdefizite (Leistungsbilanz- und Staatsdefizit) und der nachlassenden Attraktivität von Anlagen in den USA hält eine Vielzahl von Volkswirten ein Renditeniveau von zunächst rund 5,0% für angemessen. Das derzeitige Renditeniveau wird damit als zu gering angesehen und sollte mittelfristig weiter anziehen. Unter Berücksichtigung des als angemessen angesehenen Renditeniveaus ist der Rentenmarkt gegenwärtig mit dem Faktor zwanzig bewertet. Insofern ist der Attraktivitätsvorsprung des Aktienmarktes deutlich gesunken. Zusätzlich sind wegen der mit Anlagen in die Aktienmärkte verbundenen höheren Risiken Abschläge beim angemessenen Bewertungsniveau vorzunehmen. Wegen des derzeit guten Wachstumsumfeldes in den USA ist die Risikobereitschaft der Anleger in den vergangenen Monaten deutlich gestiegen. Abzulesen ist diese Entwicklung an dem Verlauf der Renditedifferenzen zwischen Staats- und Unternehmensanleihen. Diese haben sich im Jahresverlauf erheblich verringert und befinden sich im Vergleich der letzten Jahre auf einem eher niedrigen Niveau. Sollte sich die Konjunktur in den USA wie angesprochen in der zweiten Jahreshälfte abschwächen, erscheint eine Abnahme der Risikobereitschaft sehr wahrscheinlich. Der Bewertungsvorsprung des Rentenmarktes sollte dann wieder zunehmen.



Insgesamt gesehen erscheinen amerikanische Aktien somit weiterhin annähernd fair bewertet (+5,0%). Sollten sich aber die o.a. Befürchtungen bewahrheiten und die Wachstumsbeschleunigung auslaufen, muß mit Abwärtsrevisionen bei den Unternehmensgewinnschätzungen und entsprechenden Kursverlusten am amerikanischen Aktienmarkt gerechnet werden.

Der **Aktienmarkt in der Eurozone** ist gemessen am Euro-STOXX-50-Index mit einem Faktor von vierzehn gegenwärtig weiterhin moderat bewertet. Auch hier erwarten Volkswirte analog zur Entwicklung in den USA mittelfristig einen Anstieg der Kapitalmarktrenditen auf rund 5,0%, so daß die vordergründig hohe Attraktivität von Aktienengagements gegenüber Investitionen in langlaufende Staatsanleihen ebenfalls zu relativieren ist. Darüber hinaus ist wegen der generell vergleichsweise geringeren Wachstumsdynamik des Wirtschaftsraums in Relation zu derjenigen in den USA ein höherer Risikoabschlag vorzunehmen. Im aktuellen Bewertungsniveau europäischer Aktien erscheint der Nachteil der geringeren Wachstumsdynamik aber ausreichend berücksichtigt. Insofern beinhalten Engagements in europäischen Aktien ein weiteres Potential von ca. 10%. Einem Rückschlag in den USA werden sich die Aktien des Eurolandes aber nicht entziehen können.

Der **EUR** sollte gegenüber dem USD wegen der Zwillingsdefizitproblematik und den anstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA weiter steigen. Wegen der konjunkturstimulierenden Wirkung einer schwachen Währung kommt der US-Administration der Kursverfall des USD nicht ungelegen. Ein Niveau von USD 1,30 - 1,35 ist daher im Bereich des möglichen.



NEWS

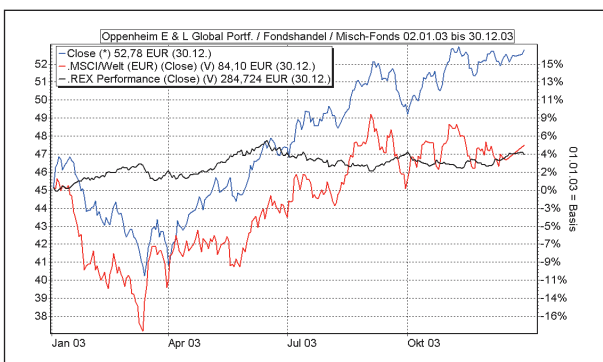
E&L Global Portfolio OP, ein interessanter vermögensverwaltender Fonds

Heute stellen wir Ihnen den **E&L Global Portfolio OP** von Oppenheim (WKN 987725) vor. Dieser Vermögensverwaltungsfonds wird von **Phoenix Trust E&L Asset Management AG** gemanagt und ist von Standard & Poors mit **5 Sternen** ausgezeichnet.

Anlagestrategie

Der **E&L Global Portfolio OP** ist ein international ausgerichteter Investmentfonds der grundsätzlich ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Risiko, Ertrag und Wachstumspotenzialen anstrebt. Je nach Einschätzung der Märkte werden dabei die verschiedenen Anlageklassen (Aktien, Renten, Genuss-Scheine, Liquidität) aktiv gemanagt und im Gesamtportfolio gewichtet. Im Vordergrund steht der langfristig orientierte Vermögensverwaltungsansatz, so dass sich dieser Fonds nicht nur als Basisinvestment für vielfältige Anlageziele, sondern auch besonders für die private Altersvorsorge hervorragend eignet.

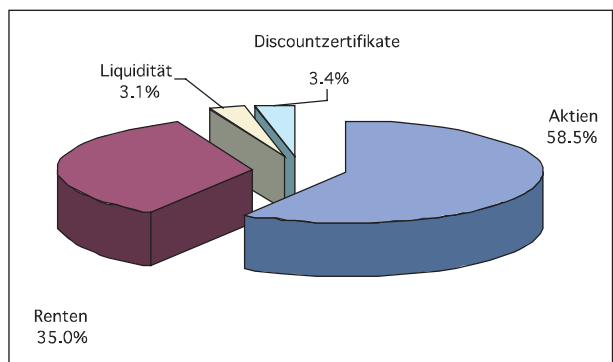
Wertentwicklung: 01.01. - 31.12.2003



Performance 2003

E+L Global Portfolio	+16,9%
MSCI World (Euro)	+ 5,3%
Rentenmarkt (REX Perf.)	+ 4,0%
(Quelle: Market Maker)	

Fondsstruktur



Quelle: Market Maker

Diese Informationen wurden sorgfältig recherchiert und stammen aus ausgewählten Quellen. Wir übernehmen keine Haftung bzw. Garantie für die Korrektheit und Vollständigkeit. Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr.