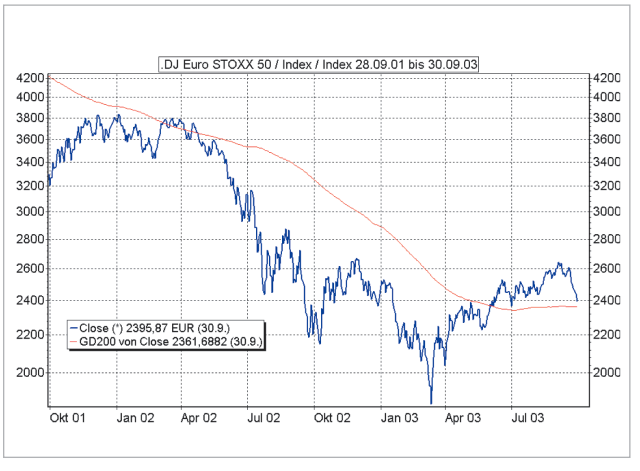
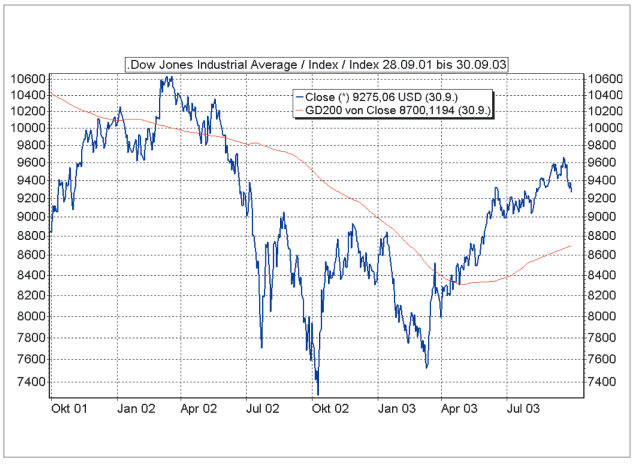
Bericht über die Entwicklung der internationalen Finanzmärkte im 3. Quartal 2003

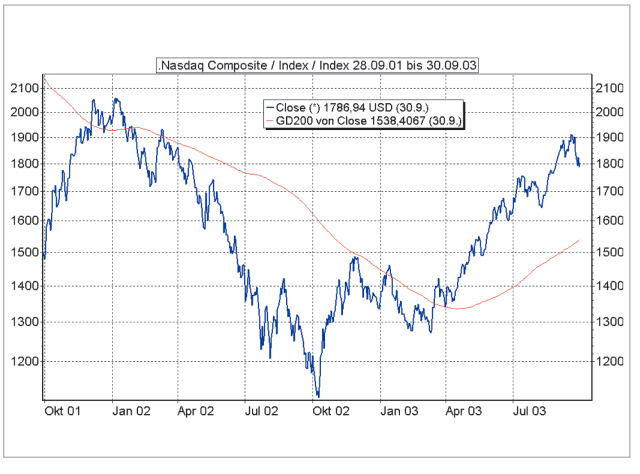
Swiss Asset Management

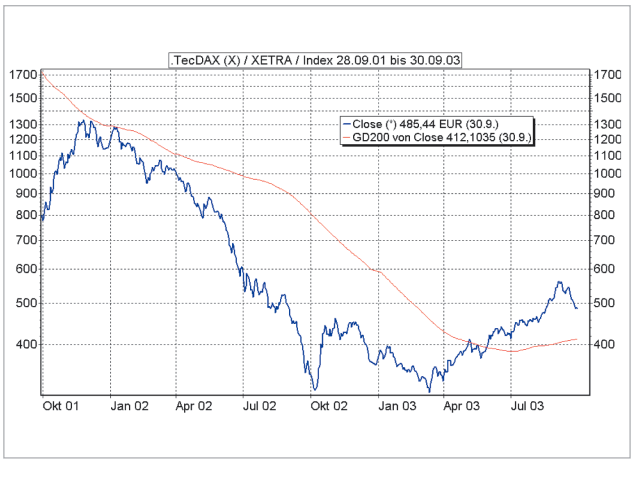
Phoenix Trust

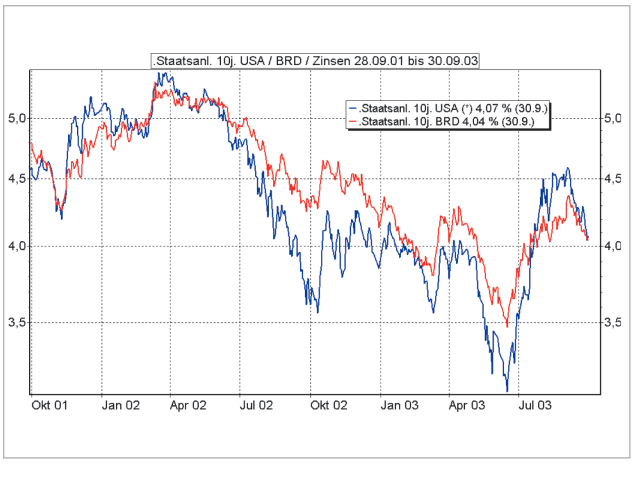
- Erwartete Wachstumsbeschleunigung in den USA tritt ein
- Europäische Konjunktur zeigt Anzeichen einer Stabilisierung
- Risikoaversion der Investoren nimmt weiter ab
- Die Aktienkurse profitieren überwiegend von gebesserten Wachstumsaussichten, geben aber einen Großteil ihrer Gewinne gegen Ende des Berichtszeitraums wieder ab
- Renditen an den internationalen Finanzmärkten steigen
- Der EUR nimmt nach einer ausgeprägten technischen Reaktion seinen Aufwärtstrend gegenüber dem USD wieder auf











Rückblick

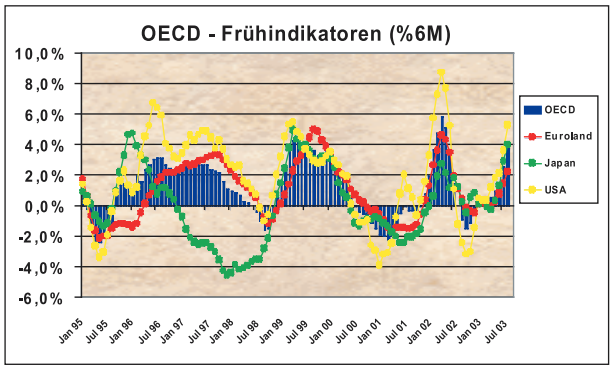
Im dritten Quartal des laufenden Jahres setzte sich die Kurserholung an den internationalen Aktienmärkten, wenn auch abgeschwächt, zunächst weiter fort. Die internationalen Aktienindizes markierten dabei zwischenzeitlich neue Jahreshöchststände. In den letzten Tagen des Berichtszeitraums kam es jedoch zu massiven Verkaufswellen, so daß zumindest in Europa einen Großteil der zuvor erzielten Quartalsgewinne wieder verloren ging.

Index	31.12.02	30.09.03	Änderung
Dow-J-Ind.	8.341	9.275	+ 11,2%
NASDAQ	1.335	1.787	+ 33,9%
STOXX-50E	2.386	2.396	+ 0,4%
DAX	2.893	3.257	+ 12,6%
TECDAX	359	485	+ 35,1%

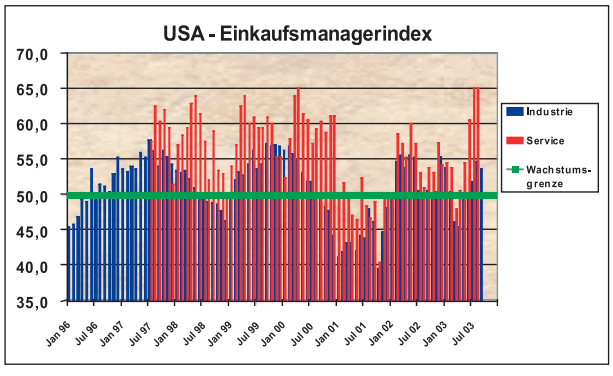
Index	30.06.03	30.09.03	Änderung
Dow-J-Ind.	8.985	9.275	+ 3,2%
NASDAQ	1.622	1.787	+ 10,2%
STOXX-50E	2.419	2.396	- 1,0%
DAX	3.220	3.257	+ 1,1%
TECDAX	425	485	+ 14,1%

Verantwortlich für den erheblichen Kursrückgang war zum einen die schwache Entwicklung des US-Dollars. Im Anschluß an eine Erklärung der in der Gruppe der G7 vertretenen Industriestaaten, nach der eine größere Flexibilität der Wechselkurse wünschenswert sei, wurde die amerikanische Währung vor dem Hintergrund der hohen Zwillingsdefizite massiv abgestoßen. Zum anderen kündigten die Staaten der OPEC vollkommen überraschend eine Kürzung ihrer Erdölproduktion an. Als Reaktion zog der Preis für Rohöl sofort deutlich an, woraufhin Sorgen hinsichtlich der Dauerhaftigkeit der einsetzenden Wachstumsbeschleunigung in den Vordergrund der Anlageüberlegungen traten. Darüber hinaus wurden mit dem Bruch wichtiger charttechnischer Unterstützungsmarken zusätzliche Verkaufssignale generiert.

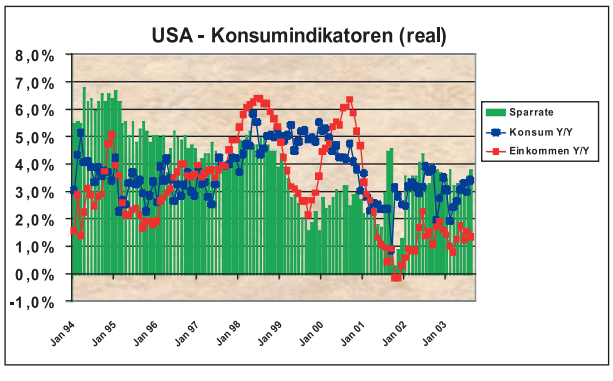
Zunächst setzte sich der Aufwärtstrend, der im Vorquartal begonnen hatte, aber weiter fort. Wichtige Wirtschaftsindikatoren lieferten Hinweise auf eine weltweit einsetzende Wachstumsbeschleunigung. Beispielsweise zogen die Frühindikatoren der OECD z.T. deutlich an. Die Investoren schöpften Hoffnungen auf eine Erholung der Weltkonjunktur.



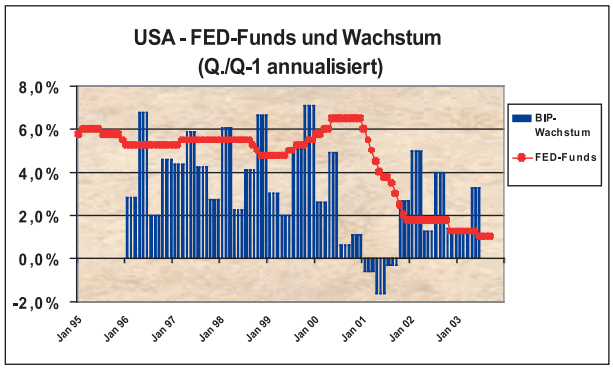
In den **USA** besserten sich die Einkaufsmanagerindizes des Industrie- und des Servicesektors, die jeweils die auf künftiges Wachstum deutende Expansionsschwelle überwinden konnten. Derjenige des Servicesektors markierte im Verlauf des dritten Quartals mit 65,1 Punkten (aktuell: 63,3 Zähler) sogar einen neuen historischen Höchststand.



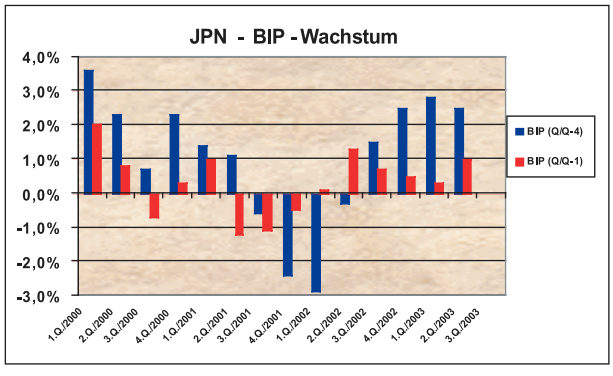
Auch die Nachfragebereitschaft der Bevölkerung, die zu rund 70% für die Höhe des amerikanischen Wirtschaftswachstums verantwortlich ist, nahm erneut kräftig zu. Getrieben von den vorgenommenen Steuererleichterungen der Bush-Administration und den die verfügbaren Einkommen erhöhenden Effekten des Refinanzierungsbooms kletterte die reale Konsumnachfrage trotz nur geringfügig steigender Einkommen im Jahresvergleich zuletzt um rund 3,5%.



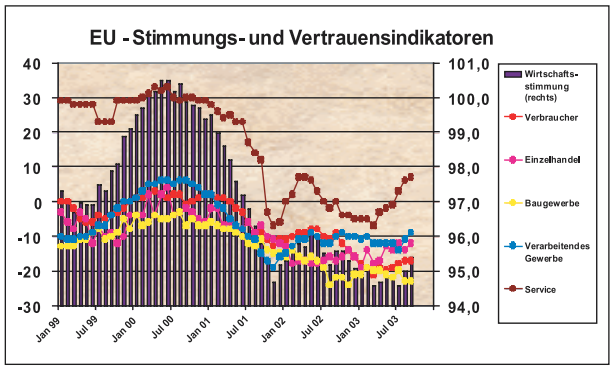
Da auch die Staatsnachfrage nicht zuletzt wegen den Auswirkungen des Irakkrieges kräftig expandierte, erreichte bereits im zweiten Quartal die annualisierte Wachstumsrate ein Niveau i.H.v. 3,3%.



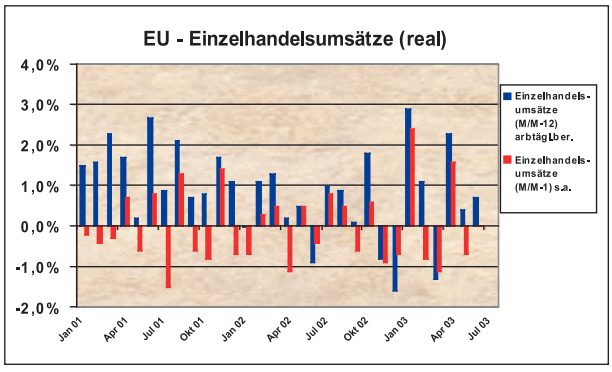
Auch in **Japan** setzte eine merkliche Wachstumsbeschleunigung ein. Wegen der starken Exportnachfrage insbesondere aus den USA und aus China sowie einer Stabilisierung der Inlandsnachfrage nahm das BIP im zweiten Quartal um 1,0% zu. Das Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals wurde um 2,5% übertroffen.



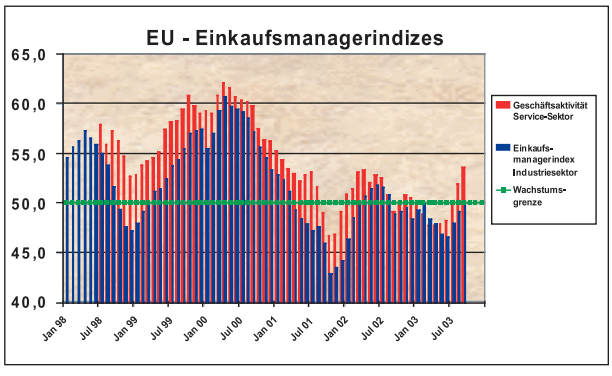
In der **Eurozone** stellt sich das wirtschaftliche Umfeld demgegenüber weiterhin erheblich negativer dar. Trotz des ansonsten positiven weltwirtschaftlichen Umfeldes erholten sich die Stimmungs- und Vertrauensindikatoren nur sehr zaghaft. Eine Ausnahme im positiven Sinne bildet hier nur der Servicesektor,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



Die schlechte Stimmungslage innerhalb des Eurolandes lastet daher - nicht überraschend - weiterhin auf der Binnennachfrage. Beispielsweise nahmen die Einzelhandelsumsätze auch in den vergangenen drei Monaten bestenfalls nur geringfügig zu.



Die Einkaufsmanagerindizes des Industrie- und des Servicesektors befinden sich mittlerweile zwar wieder auf der Höhe der Expansionsgrenze, insgesamt gesehen zeichnet sich aber bisher lediglich eine Stabilisierung der Geschäftsaktivität auf niedrigem Niveau ab.

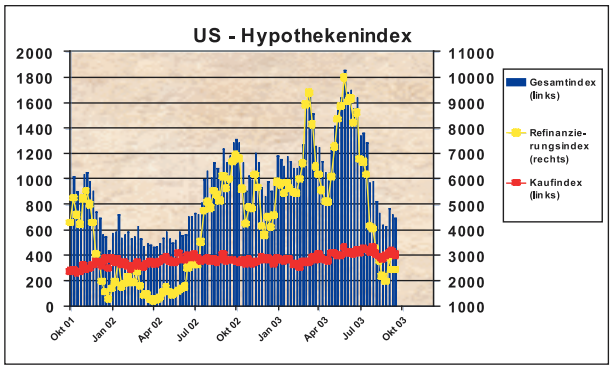


Im Zuge der mit Ausnahme des Eurolandes deutlich verbesserten Wachstumsaussichten und des Abklingens der Deflationsbefürchtungen zogen die Kapitalmarktrenditen in der Spitze weltweit um über einen Prozentpunkt an. Wegen des deutlichen Einbruchs der Kurse an den internationalen Aktienmärkten, der damit verbundenen zunehmenden Nachfrage nach (vermeintlich !) risikoarmen Anlageformen und der wieder zunehmenden Konjunkturängste aufgrund der jüngsten Entwicklungen bildeten sie sich jedoch wieder zurück. Insgesamt gesehen trat gegenüber dem Schlußstand des zweiten Quartals des laufenden Jahres sowohl in den USA als auch in der Eurozone bei den entsprechenden Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit ein Renditeanstieg um rund 0,5 Prozentpunkte auf 3,94% bzw. 4,0% ein.

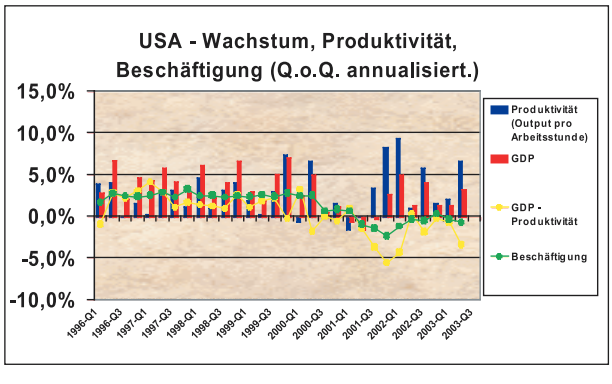
Der EUR litt im Berichtszeitraum nach dem kräftigen Anstieg im Vorquartal zunächst unter Gewinnmitnahmen, die sich nach der Veröffentlichung der guten amerikanischen Konjunkturdaten nochmals ausweiteten. Nach den o.a. Erklärungen der G7-Finanzminister setzte jedoch eine kräftige Trendwende ein und der EUR beendete das Quartal mit einem Stand von USD 1,1670.

Ausblick

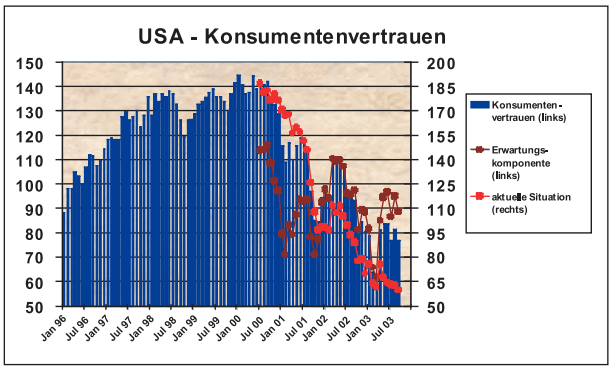
Die derzeit aus den USA kommenden Wirtschaftsdaten unterstützen die Sichtweise der Wachstumsoptimisten. Eine nicht unbedeutende Anzahl von Volkswirten geht nicht zuletzt wegen der anhaltend starken Verbrauchernachfrage und dem jüngsten Anziehen der Investitionsnachfrage bereits von einer Zunahme der Wirtschaftsleistung um bis zu 5,0% aus. Der Konjunkturverlauf in den übrigen Regionen der Welt sollte hiervon profitieren. Ein solches Szenario würde auf mittlere Sicht ein weiterhin gutes Umfeld für Aktienkurssteigerung darstellen. Es ist aber offensichtlich, daß beispielsweise die Konsumnachfrage in den USA aktuell von den Steuererleichterungen der amerikanischen Regierung und den Refinanzierungseffekten profitiert, die aus der Umschuldung bestehender Hypothekarkredite zu den gegenwärtig niedrigen Zinsen und der damit verbunden Reduzierung der Tilgungsleistungen bei gleichzeitiger Zunahme der für Konsumzwecke zur Verfügung stehenden Einkommensteile her resultieren. Wegen der gestiegenen Kapitalmarktzinsen und der Tatsache, daß in den vergangenen Monaten ein Großteil der Immobilienbesitzer bereits von den attraktiven Refinanzierungsbedingungen bereits Gebrauch gemacht hat, liegt das Niveau der Refinanzierungsaktivität mittlerweile um rund 75% unter dem Ende Mai verzeichneten Niveau. Insofern ist ein Ende der hieraus herrührenden zusätzlichen Nachfrageeffekte in den kommenden Monaten absehbar.



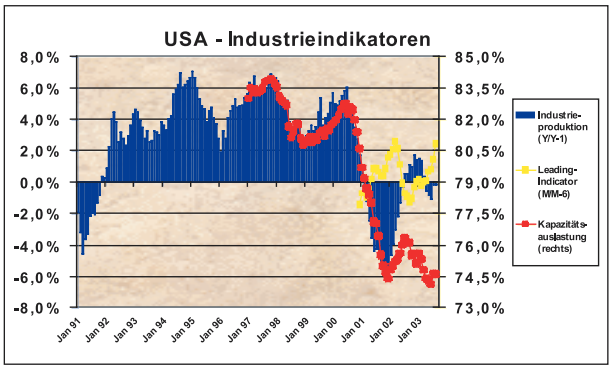
Die Verbrauchernachfrage kann auch von einer anderen Seite her unter Druck geraten. Aufgrund der derzeit hohen Produktivitätssteigerung in den USA reicht das aktuelle Wirtschaftswachstum nicht aus, zusätzliche Arbeitsplätze zu schaffen.



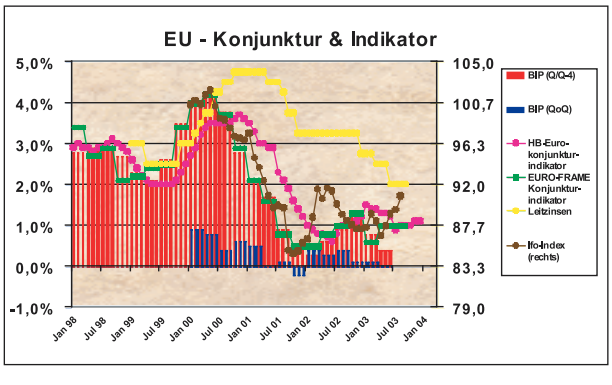
Sollte dieser Trend auch künftig anhalten, ist von einer weiteren Beeinträchtigung der Stimmungslage der Bevölkerung auszugehen. Angesichts des schon sehr niedrigen Niveaus - die aktuelle Lagebeurteilung befindet sich beispielsweise auf dem niedrigsten Stand der vergangenen zehn Jahre - erscheint dann ein Rückgang der Konsumgewohnheiten unausweichlich.



Ob die Investitionsnachfrage bei anhaltender Unterauslastung der Kapazitäten diese Nachfragelücke dann ausfüllen kann, erscheint aus heutiger Sicht sehr zweifelhaft.

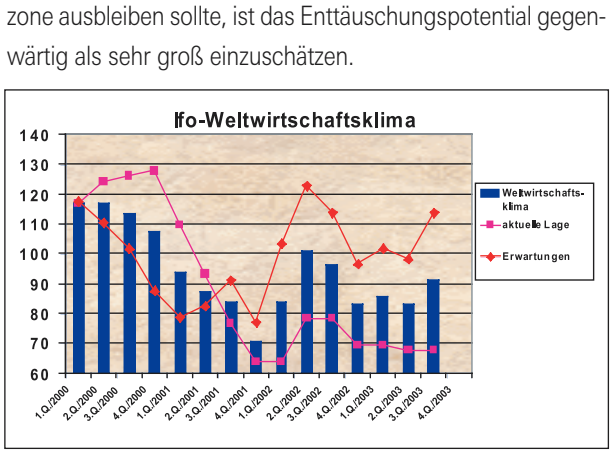


In der Eurozone sind auch weiterhin keine Anzeichen eines autonomen Anspringens der Konjunktur erkennbar. Nach der Stag-nation im zweiten Quartal liefern die Konjunkturindikatoren des Handelsblattes und von Euroframe genau wie die Einkaufsmanagerindizes allenfalls Hinweise auf eine zaghafte Wachstumserholung.

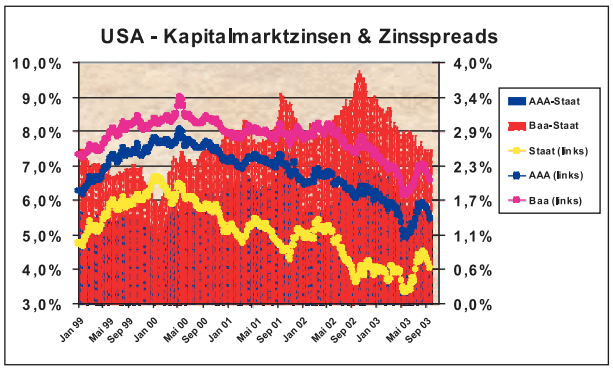


Generell basiert der größte Teil der anziehenden weltweiten weichen Konjunkturindikatoren auf einer erheblichen Steigerung der Erwartungskomponente. Die Einschätzung der aktuellen Lage befindet sich demgegenüber noch auf sehr niedri-

gem Niveau. Sofern die gegenwärtige Wachstumsbeschleunigung auslaufen bzw. die erwartete Expansion in der Eurozone ausbleiben sollte, ist das Enttäuschungspotential gegenwärtig als sehr groß einzuschätzen.



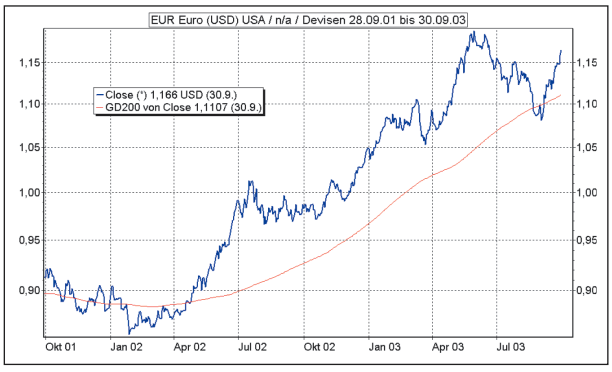
Unter Heranziehung der derzeitigen Konsensschätzungen sind die Aktien in den USA gemessen am Dow-Jones-Index in etwa mit dem 17,5fachen ihres für 2004 erwarteten Gewinns bewertet. Das entsprechende Bewertungsniveau am amerikanischen Rentenmarkt liegt demgegenüber nach dem Zinsanstieg derzeit bei ca. 24. Insofern verfügen oberflächlich betrachtet Aktien noch über ein nennenswertes Kurspotential. Vor dem Hintergrund der ausufernden Zwillingsdefizite (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. Aus charttechnischer Sicht deuten sich bedeutende Trendumkehrformationen an. 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, die aber aufgrund des Abklingens der Risiken nach dem Ende des Irakkrieges geringer anzusetzen sind. Hinweise dafür liefern die rückläufigen Renditedifferenzen zwischen Staats- und Unternehmensanleihen.



Insgesamt gesehen erscheinen amerikanische Aktien somit weiterhin annähernd fair bewertet (Chance: +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 EuroSTOXX-50-Index mit einem Faktor von fünfzehn 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 der Erklärung der G7-Finanzminister weiter steigen. Ein Niveau von USD 1,20 - 1,25 ist im Bereich des möglichen.



Quelle: Market Maker

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

SwAM Swiss Asset Management AG, Achereggstrasse 3a, P.O. Box 118, CH-6362 Stansstad
Phone +41-41-612 28 28, Fax +41-41-612 28 29, E-mail info@swam-ag.ch Internet www.swam-ag.ch
Phoenix Trust E&L Asset Management AG • Innere Heerstrasse 4 • D-72555 Metzingen
Phone +49-7123-2040-3 • Fax +41-7123-2040-45 • E-mail am@phoenixtrust.com • www.phoenixtrust.com