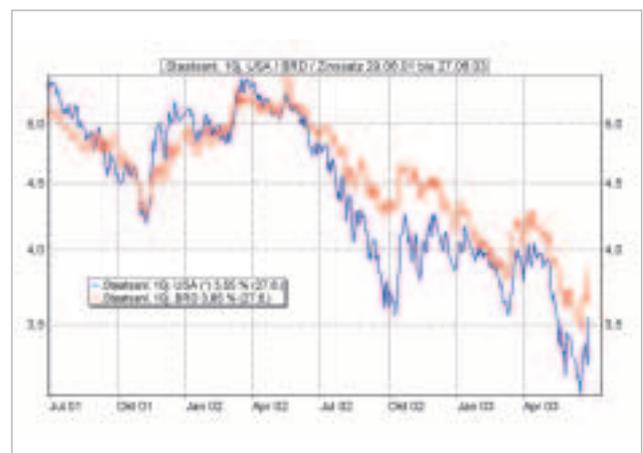
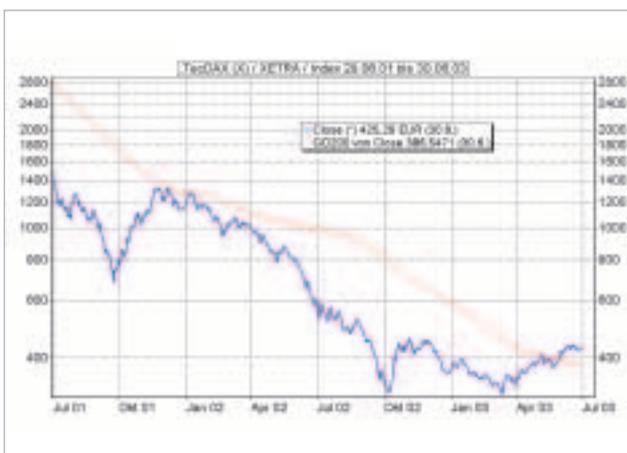
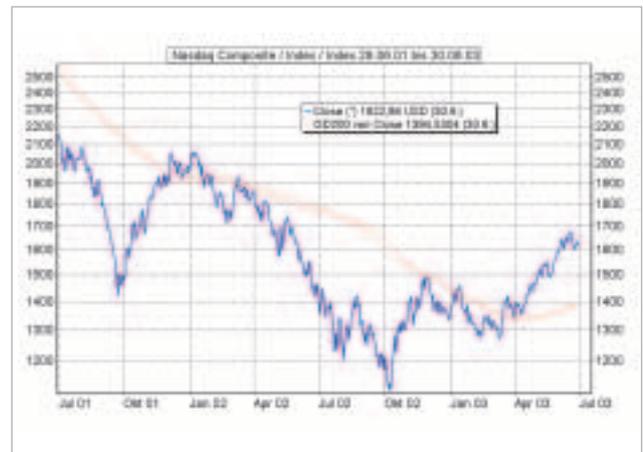
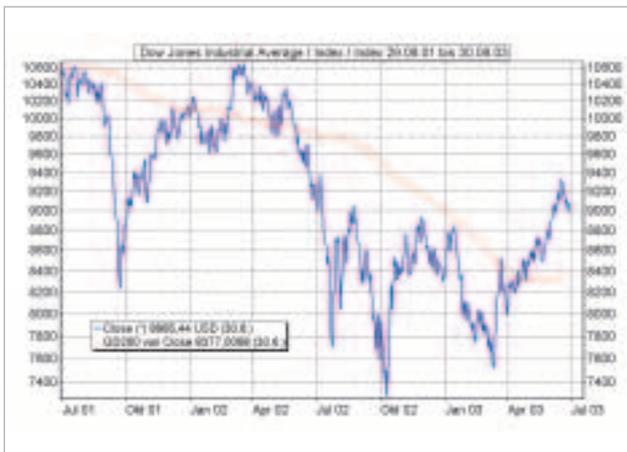
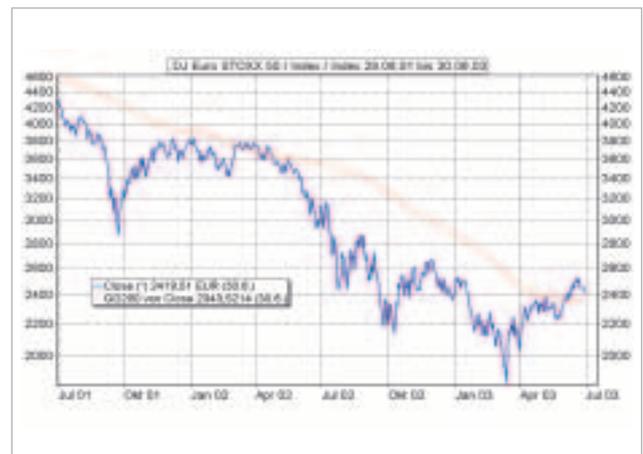
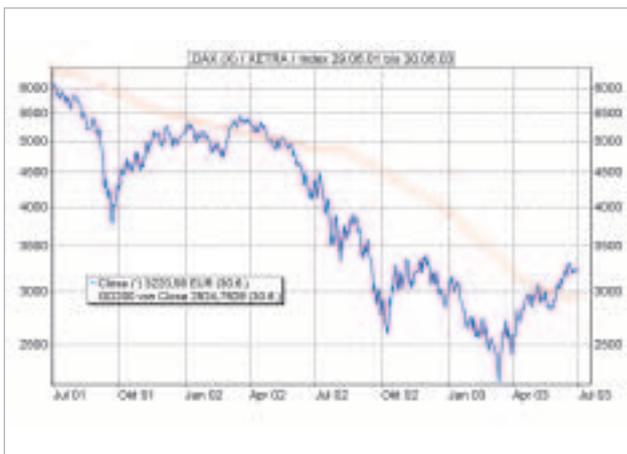


Bericht über die Entwicklung  
der internationalen Finanzmärkte  
im 2. Quartal 2003

- Wirtschaftsdaten in den USA fördern Wachstumshoffnungen
- Risikoaversion der Investoren nimmt ab
- Erneute Leitzinssenkungen durch die amerikanische und europäische Zentralbank
- Die internationalen Aktienmärkte haussieren
- Die Renditen an den internationalen Anleihemärkten fallen wegen Deflationsbefürchtungen und der Ankündigung der amerikanischen Zentralbank, notfalls massiv zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen, weiter zurück
- Der EUR setzt seinen Aufwärtstrend gegenüber dem USD fort



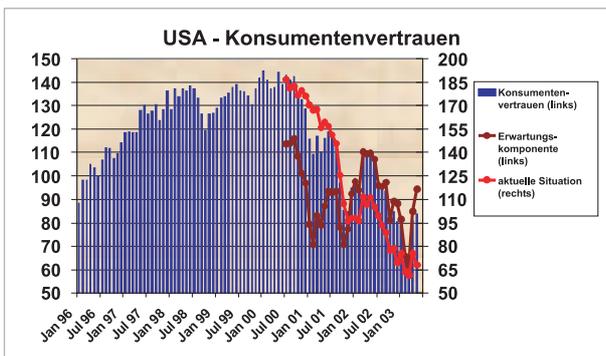
## Rückblick

Im zweiten Quartal des laufenden Jahres ist eine massive Kurserholung an den internationalen Aktienmärkten eingetreten. Aus charttechnischer Sicht übersprangen die führenden internationalen Indizes wichtige Widerstandsmarken, die die Aufwärtsbewegung zusätzlich förderten.

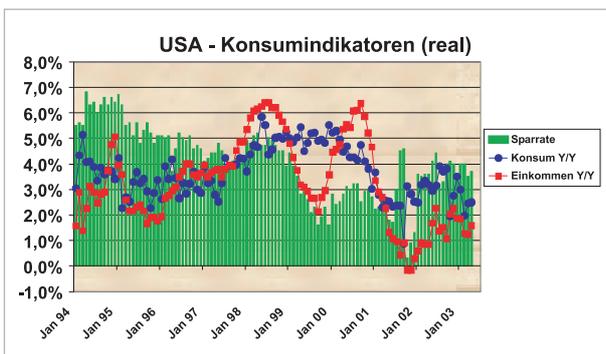
Index	31.12.02	30.06.03	Änderung
Dow-J-Ind.	8.341	8.985	+ 7,7%
NASDAQ	1.335	1.622	+ 21,5%
STOXX-50E	2.386	2.419	+ 1,3%
DAX	2.893	3.220	+ 1,3%
TECDAX	359	425	+ 8,3%

Index	31.12.02	31.03.03	Änderung
Dow-J-Ind.	7.992	8.985	+ 12,4%
NASDAQ	1.342	1.622	+ 20,8%
STOXX-50E	2.037	2.419	+ 18,7%
DAX	2.424	3.220	+ 32,8%
TECDAX	330	425	+ 28,8%

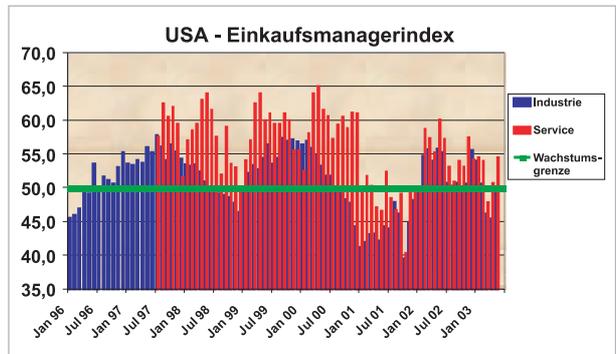
Zurückzuführen ist die Erholung der internationalen Aktienmärkte auf die positive Entwicklung von Wirtschaftsindikatoren insbesondere in den **USA** infolge des aus alliierter Sicht erfolgreichen Endes des Irakkrieges. So stieg in den USA der Index des Verbrauchervertrauens auf über 80 Punkte und damit auf das höchste Niveau seit nahezu neun Monaten.



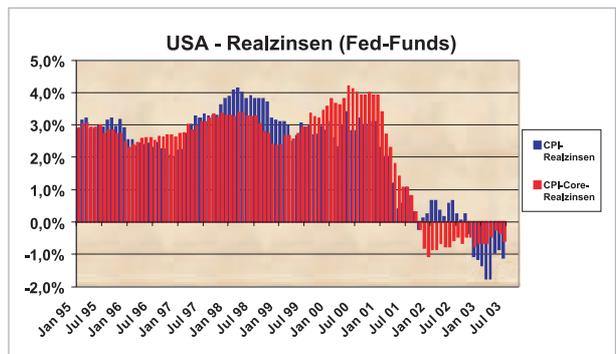
Die Ausgaben der Verbraucher, deren Nachfrageverhalten das Wachstum in den USA zu rund 70% bestimmen, nahmen im Jahresvergleich zuletzt real wieder um über 2,5% zu.



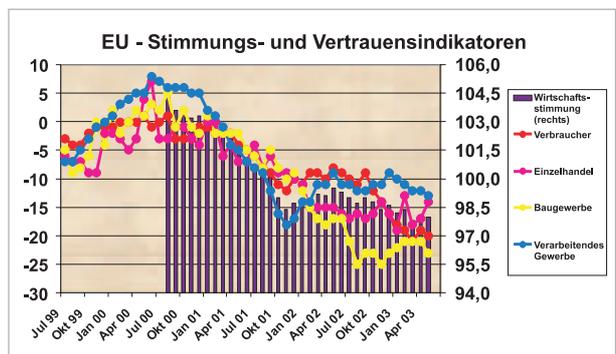
Im Unternehmensbereich zog der Einkaufsmanagerindex des Industriesektors auf nahezu 50 Punkte an. Die auf künftiges Wachstum deutende Grenze wurde somit zumindest fast wieder erreicht. Derjenige des Sektors kletterte sogar auf 54,5 Zähler und eröffnete damit berechnete Hoffnungen auf eine nennenswerte Erholung der Geschäftsaktivität.



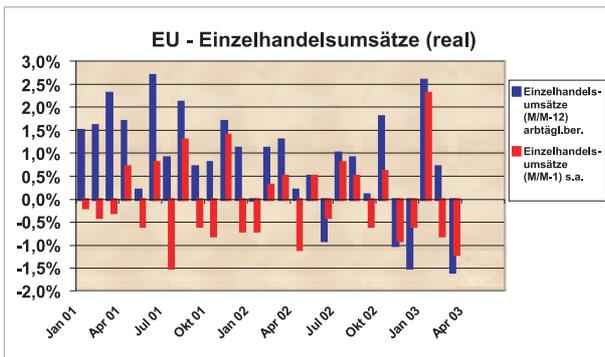
Gefördert wurde die Erwartung auf eine Wachstumserholung darüber hinaus durch die extrem expansive Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank – die Realverzinsung am Geldmarkt erreicht derzeit nach der erneuten Zinssenkung der amerikanischen Zentralbank auf mittlerweile nur noch 1,0% unter Berücksichtigung der Inflationsrate ein Niveau von rund minus 1,0% – und die von der amerikanischen Administration beschlossenen Ausgaben- und Steuersenkungsprogramme.



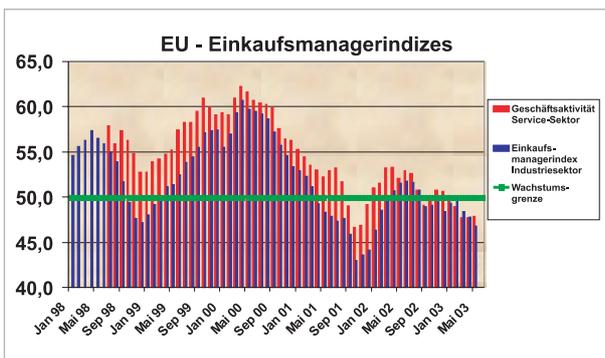
In der **Eurozone** stellt sich das wirtschaftliche Umfeld demgegenüber erheblich negativer dar. Trotz des Endes der Kampfhandlungen im Irak konnten sich die Stimmungs- und Vertrauensindikatoren kaum erholen.



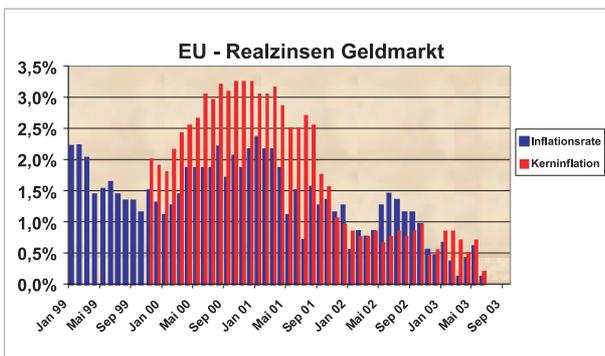
Die Einzelhandelsumsätze sind auf breiter Front rückläufig bzw. stagnieren bestenfalls.



Im Unternehmenssektor sind keine Anzeichen einer beschleunigten Geschäftsaktivität erkennbar. Die Einkaufsmanagerindizes des Industrie- und des Sektors unterschreiten bei insgesamt fortgesetzt fallender Tendenz mit jeweils rund 47,5 Punkten die Wachstumsgrenze nicht unwesentlich.



Zwar ist auch hier die Geldpolitik nach der erneuten Zinssenkung der Europäischen Zentralbank – minus 50 Basispunkte auf 2,0% – mittlerweile bei einer Realverzinsung von rund 0,0% als sehr expansiv einzustufen, die insgesamt begrüßenswerten Beschränkungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes stehen aber wegen des Umfangs der Verschuldung einer Vielzahl von Mitgliedsländern einer expansiven Fiskalpolitik entgegen.



Belastend wirkt sich darüber hinaus auch der starke Anstieg des EURs gegenüber dem USD und den asiatischen Währungen aus, der sich mittlerweile im Außenhandel negativ bemerkbar macht. Allein in den ver-

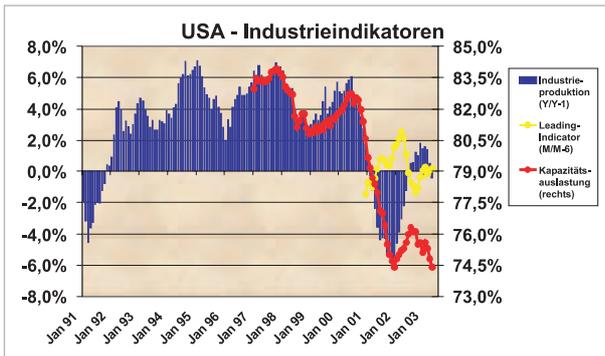
gangenen zwölf Monaten legte der Euro gegenüber dem US-Dollar um rund 25% zu und übertraf zwischenzeitlich mit über USD 1,19 in der Spitze erstmals das Niveau bei seiner Einführung im Januar 1999. Die erwarteten Wachstumsraten für die Eurozone werden daher nicht überraschend kontinuierlich weiter reduziert. Aufgrund des sehr niedrigen Bewertungsniveaus profitierten die europäischen Aktienmärkte allerdings von der Stimulierungsverbesserung in den USA und konnten in Relation hierzu sogar überproportional steigen.

Trotz den zumindest in den USA zunehmenden Hoffnungen auf eine Wachstums-erholung sind die Kapitalmarkrenditen weltweit auf historisch niedrige Niveaus gefallen. Die Rendite für Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren liegen im Euroland und den USA derzeit bei rund 3,8% bzw. 3,5%. Das gegenwärtig niedrige Renditeniveau an den internationalen Rentenmärkten ist dabei auf die vorhandenen Deflationsbefürchtungen, einem massiven Kapitalexpert Japans zur Schwächung der eigenen Währung und der Ankündigung der amerikanischen Zentralbank zurückzuführen, die Renditen am Rentenmarkt über den Ankauf von Staatsanleihen, sofern notwendig, künstlich zu reduzieren.

## Ausblick

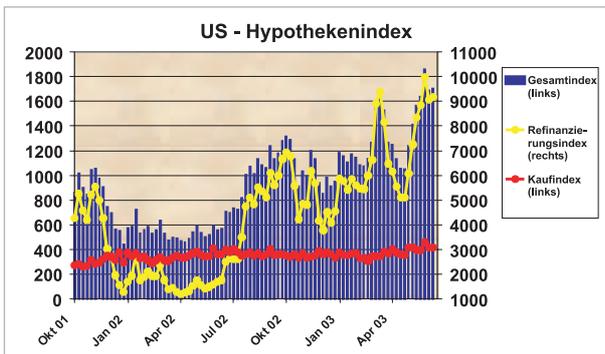
Bei der Prognose des künftigen Verlaufs der Weltkonjunktur und damit der Entwicklung der internationalen Finanzmärkte müssen folgende Überlegungen in den Meinungsbildungsprozeß einbezogen werden: Wegen der dargestellten Entwicklung wichtiger Konjunkturindikatoren gehen Optimisten von einer bevorstehenden Wachstumsbeschleunigung in den USA aus, die den Konjunkturverlauf in den übrigen Regionen der Welt fördern sollte. Ein solches Szenario würde auf mittlere Sicht ein gutes Umfeld für weitere Aktienkurssteigerung darstellen.

Es besteht aber die nicht zu unterschätzende Gefahr, daß die Besserung der Wirtschaftsdaten auf Nachholeffekte zurückzuführen ist, die sich infolge der allgemeinen Investitions- und Kaufzurückhaltung im unmittelbaren Vorfeld und während des Irakkrieges aufgebaut haben. Hinzuweise, daß die vorherrschenden Konjunkturhoffnungen zum wiederholten Male enttäuscht werden könnten, liefert beispielsweise die Höhe der Kapazitätsauslastung in den USA, die gegenwärtig mit ca. 74,5% einem nennenswerten Anspringen der Investitionsnachfrage entgegen steht.



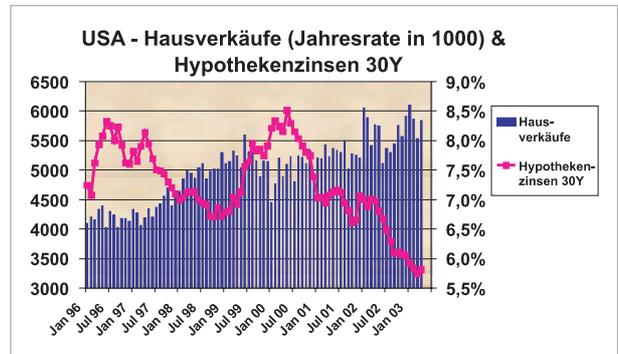
Auch nach Auffassung der amerikanischen Zentralbank müssen erst die Wirtschaftsdaten der kommenden beiden Monate abgewartet werden, um aussagekräftige Anhaltspunkte hinsichtlich der künftigen Wachstumsentwicklung zu erhalten.

Darüber hinaus ist die Volkswirtschaft der USA weiteren latenten und nicht unerheblichen Risiken ausgesetzt. Im Gleichklang mit dem Rückgang der Kapitalmarktrenditen sind auch die Hypothekenzinsen erheblich unter Druck geraten. Die niedrigen Hypothekenzinsen wurden von den Immobilienbesitzern zu Umschuldungen genutzt.

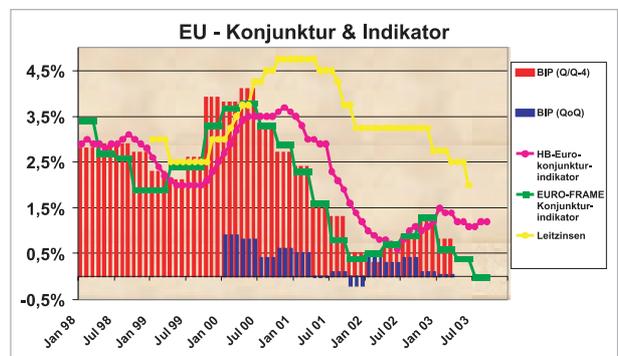


Durch die in den USA vergleichsweise einfache Möglichkeit der Ablösung bestehender Hypotheken und Neuaufnahme der dafür benötigten Finanzmittel zu den gültigen niedrigen Konditionen (Verringerung der Tilgungsraten) ist eine kontinuierliche Steigerung der verfügbaren Einkommen eingetreten, die die Entwicklung der Konsumnachfrage trotz des schwachen Umfeldes am Arbeitsmarkt getragen hat. Aufgrund der stetig steigenden Staats- und Leistungsbilanzdefizite werden aber die Kapitalmarktzinsen – das gilt erst recht bei einer Konjunkturerholung – zumindest mittelfristig ansteigen. Die Aktivitäten am Immobilienmarkt und hier insbesondere die Refinanzierungsbemühungen werden dann zurückgehen, wodurch der private Konsum empfindlich beeinträchtigt werden sollte. Gleichzeitig ist wegen der extrem günstigen Hypothekenzinsen von Vorzieh-effekten beim Erwerb von Wohneigentum auszugehen, der sich künftig ebenfalls

entsprechend negativ bemerkbar machen sollte. Auffällig ist, das trotz des starken Rückgangs der Hypothekenzinsen das Nachfragevolumen keine zusätzlichen Impulse erfahren hat, sondern vor dem Hintergrund des schwachen Umfeldes am Arbeitsmarkt lediglich das sehr hohe Niveau behaupten konnte.



In der Eurozone sind keine Anzeichen eines autonomen Anspringens der Konjunktur erkennbar. Beispielsweise liefert der Konjunkturindikator von Euroframe keine Hinweise auf eine Wachstumserholung. Im dritten Quartal ist hiernach erneut von einer enttäuschenden Wirtschaftsleistung auszugehen. In die gleiche Richtung weist auch der Verlauf des Eurokonjunkturindicators des Handelsblattes, der auf die Prognose des Wirtschaftswachstums in gleitender Jahresrate abzielt.



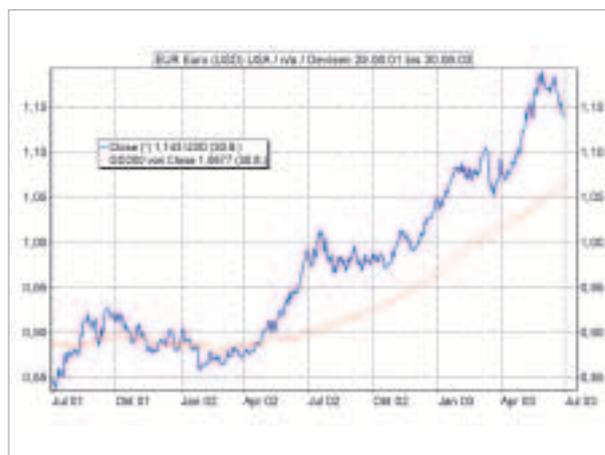
Unter Heranziehung der derzeitigen Konsensschätzungen sind die Aktien in den USA gemessen am Dow-Jones-Index in etwa mit dem Siebzehnfachen ihres für 2004 erwarteten Gewinns bewertet. Das entsprechende Bewertungsniveau am amerikanischen Rentenmarkt liegt demgegenüber derzeit bei ca. 32. Insofern verfügen Aktien über ein beachtliches 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 rund 5,0% für angemessen. Das derzeitige Renditeniveau wird damit als wesentlich zu gering angesehen und sollte nach dem Abklingen der o.a. Sonderfaktoren mittelfristig daher anziehen. Unter Berück-

sichtigung 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. Insgesamt gesehen erscheinen amerikanische Aktien somit fair bewertet. Sollten sich aber die o.a. Befürchtungen bewahrheiten und eine Wachstumsbeschleunigung ausbleiben, muß mit Abwärtsrevisionen bei den Unternehmensgewinnsschätzungen und entsprechenden Kursverlusten am amerikanischen Aktienmarkt gerechnet werden.

Der Aktienmarkt in der Eurozone ist gemessen am EuroSTOXX-50-Index mit einem Faktor von unter vierzehn gegenwärtig moderat bewertet. Auch hier erwarten Volkswirte nach einem Abklingen der Deflationsbefürchtungen 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 vorzuneh-

men. Im aktuellen Bewertungsniveau europäischer Aktien erscheint der Nachteil der geringeren Wachstumsdynamik aber mehr als ausreichend berücksichtigt. Insofern beinhalten Engagements in europäischen Aktien ein weiteres Potential von 5% - 10%. Einem Rückschlag in den USA werden sich die Aktien des Eurolandes aber nicht entziehen können.

Der EUR sollte nach Abschluß der derzeitigen Konsolidierungsphase gegenüber dem USD wegen der Zwillingssdefizitproblematik weiter steigen.



*Ohne unser Obligo!*