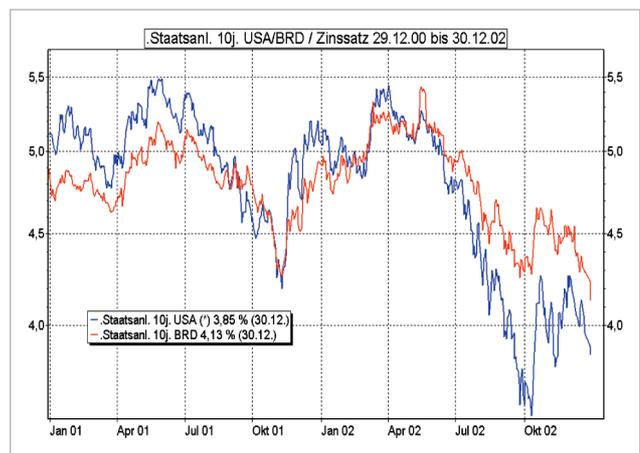
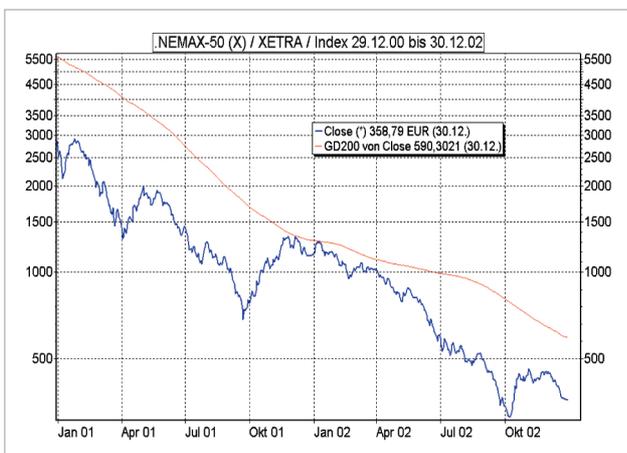
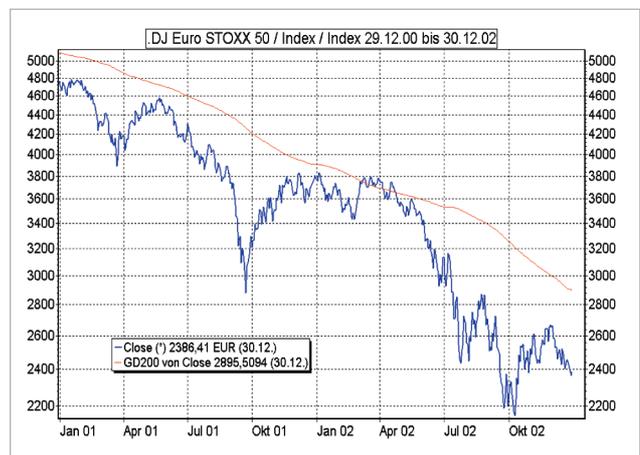
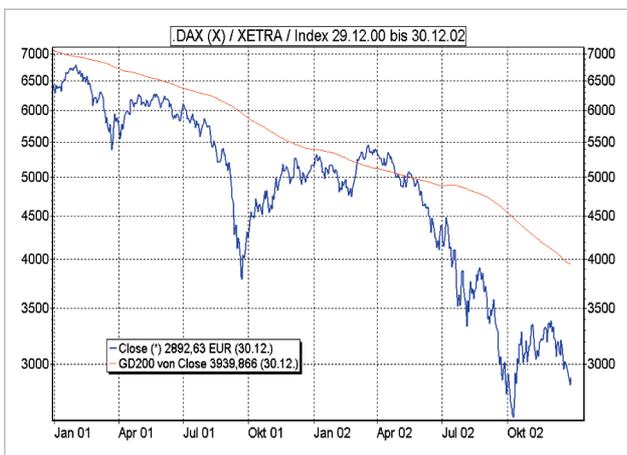


Bericht über die Entwicklung
der internationalen Finanzmärkte
im Jahr 2002 sowie ein Ausblick
auf das Jahr 2003



- Die Weltkonjunktur schwächte sich im vergangenen Jahr nach einer Zwischenerholung im ersten Quartal weiter ab. Eine Konjunkturerholung sollte in 2003 spätestens ab Jahresmitte einsetzen.
- Die internationalen Aktienmärkte brachen in 2002 wiederum deutlich ein. In 2003 sollte es jedoch zu der seit langem erhofften Trendwende, bei allerdings eingeschränktem Kurspotential, kommen.
- Die internationalen Zentralbanken antworteten auf die Wachstumsabschwächung erneut mit Zinssenkungen. Die Kapitalmarktzinsen fielen im Einklang mit der unerwarteten Wachstumsabschwächung. Im Verlauf des Jahres 2003 sollte auch hier eine Trendumkehr (Zinsanstieg) eintreten.
- Der EUR befestigte sich in 2002 deutlich gegenüber dem USD. Der Aufwärtstrend sollte in 2003 abgeschwächt anhalten.



Rückblick auf 2002

Weltwirtschaftliches Umfeld

Bis in das zweite Quartal hinein befand sich die Konjunktur der Weltwirtschaft in einer wieder expansiven Phase. Die in Folge der Terroranschläge aufgetretenen Befürchtungen hinsichtlich einer bevorstehenden längeren Schwächephase oder gar einer Rezession bewahrheiteten sich nicht. Entgegen den vorherrschenden Erwartungen setzte ausgehend von den USA eine deutliche Belebung ein. Wichtige volkswirtschaftliche Indikatoren zogen an und die Kurse an den internationalen Aktienbörsen kletterten auf breiter Front. Die von den USA ausgehende Nachfrageerholung griff auf die ostasiatischen Schwellenländer über, so daß auch dort ein kräftiger Aufschwung einsetzte. In den mitteleuropäischen und baltischen Transformationsstaaten war die gesamtwirtschaftliche Aktivität ebenfalls deutlich aufwärtsgerichtet. Lediglich in Lateinamerika konnte sich die Konjunktur im ersten Halbjahr 2002 von dem Abschwung in 2001 wegen der politischen Unsicherheiten in Kombination mit Kapitalabflüssen bei steigenden Preisen und Zinsen nicht erholen. Ab dem Sommer verschlechterte sich das wirtschaftliche Klima jedoch erheblich. Infolge von Skandalen um geschönte Bilanzen, unkorrekten Wirtschaftsprüfungen und bewußt falschen Aktienempfehlungen von Analysten setzte eine umfassende Vertrauenskrise ein. Die Geschäfts- und Gewinnerwartungen gingen kräftig zurück. Die Aktienkurse brachen weltweit wieder ein. Für zusätzliche Verunsicherung sorgten die Kriegsängste im Zusammenhang mit dem Irak-Konflikt. Die Ölpreise kletterten daraufhin kräftig, wodurch die Produktion und die Nachfrage zusätzlich erheblich belastet wurden. Insgesamt gesehen erreichte die weltwirtschaftliche Wachstumsrate in 2002 mit einer Rate von ca. 2,75% jedoch ein höheres Niveau als im Jahr 2001 (+2,2%).

Industrieländer

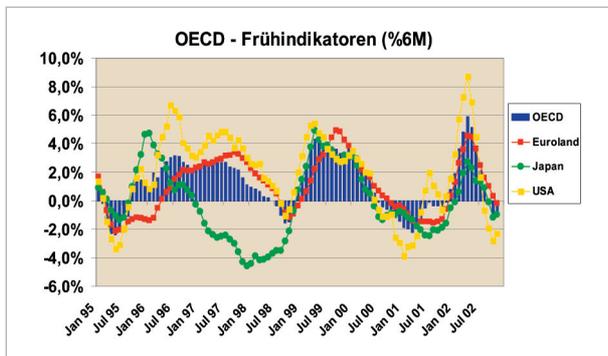
Begünstigt durch die drastischen Zinssenkungen der amerikanischen Zentralbank in 2001 und eine expansive Fiskalpolitik der amerikanischen Regierung konnte in den USA zu Beginn des Jahres 2002 eine deutliche Wachstumsbelebung beobachtet werden. Mit dem Einsetzen der Vertrauenskrise schwächte sich die Wirtschaftsdynamik im weiteren Jahresverlauf allerdings wieder ab. Das Vertrauen in die Dynamik der amerikanischen Volkswirtschaft wurde durch Revision wichtiger gesamtwirtschaftlicher Daten zur Jahresmitte zusätzlich geschädigt. So wurde die Wachstumsrate in den USA

rückwirkend um bis zu einen Prozentpunkt nach unten revidiert. Das hatte zur Folge, daß in 2001 drei Quartale hintereinander einen Rückgang der Wirtschaftsaktivität verzeichneten, während es zuvor nur ein Quartal war, und damit eine Rezession vorlag. Der Abwärtsrevision einer Vielzahl von gesamtwirtschaftlichen Daten unterlag auch die Höhe der Ausrüstungsinvestitionen. Diese waren im vorangegangenen Boom sehr viel langsamer gestiegen und danach stärker gefallen als bisher angenommen. Damit erfuhr auch die Potentialwachstumsrate eine deutliche Korrektur. Während man bisher davon ausging, daß die amerikanische Volkswirtschaft inflationsneutral um 3,0 bis 3,5% p.a. expandieren könnte, wurde diese Rate nun auf 2,5% bis 3,0% p.a. reduziert. Die Revision hatte erhebliche negative Auswirkungen auf die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Gewinnaussichten der amerikanischen Unternehmen, wodurch die Abnahme der Wirtschaftsdynamik zusätzlich gefördert wurde.

In Japan mehrten sich zu Jahresbeginn ebenfalls die Hoffnungen auf eine konjunkturelle Erholung. U.a. wegen der ungelösten Bankenproblematik übertrugen sich die expansiven außenwirtschaftlichen Impulse jedoch nicht auf die Binnennachfrage. Mit der von den USA ausgehenden nachlassenden weltwirtschaftlichen Dynamik legte die wirtschaftliche Aktivität in Japan wieder den Rückwärtsgang ein. Insgesamt gesehen war das Wirtschaftswachstum auf Jahressicht zum dritten Mal in Folge rückläufig.

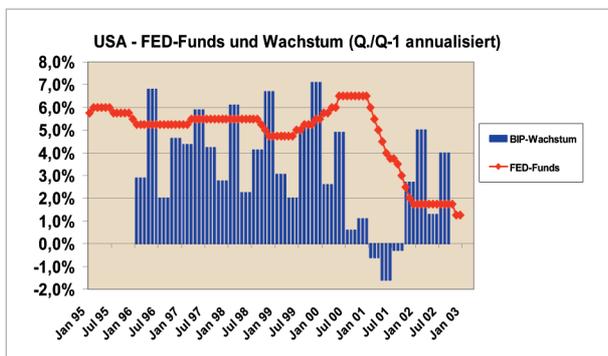
Auch in der Eurozone verlief die gesamtwirtschaftliche Entwicklung enttäuschend. Maßgeblich für das geringe Expansionstempo – die Wachstumsrate fiel in 2002 unter ein Prozent – war die Binnennachfrage, die sich zwar etwas belebte, aber insgesamt schwach blieb. Verantwortlich für die EU-weit geringe Binnennachfrage ist überwiegend das Wachstumsumfeld in Deutschland aufgrund einer katastrophalen Wirtschaftspolitik der dortigen Regierung. So nahm in Deutschland das BIP in 2002 nach ersten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes lediglich um 0,2% zu.

Die Eintrübung des Wachstumsumfeldes nicht nur in den Industrieländern läßt sich anhand der Entwicklung der jeweiligen Frühindikatoren der OECD nachvollziehen, die sich seit Jahresmitte kontinuierlich abgeschwächt haben und mittlerweile in der Veränderungsrate erneut in den negativen Bereich abgetaucht sind.

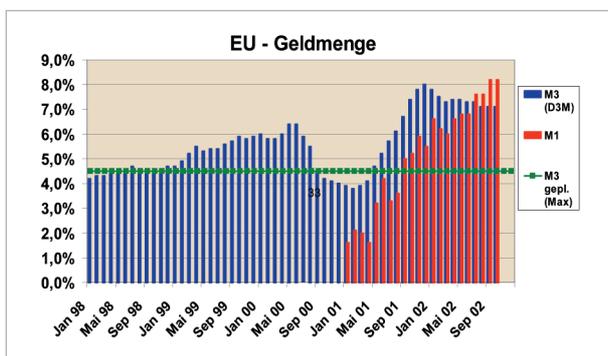


Rentenmärkte

Um dem Vertrauensverlust entgegenzuwirken, hat die amerikanische Zentralbank nach den drastischen Zinssenkungen in 2001 bereits ausgehend von dem niedrigsten Niveau seit über 40 Jahren die Geldmarktzinsen im November weiter um 50 Basispunkte auf 1,25% reduziert.



Die Europäische Zentralbank schloß sich dem Zinsschritt an und führte ihren Leitzinssatz ebenfalls um 50 Basispunkte auf 2,75% zurück, obwohl das Wachstum der Geldmenge M3 im November mit einer Rate von 7,1% im Jahresvergleich erheblich über dem von der Zentralbank angepeilten Wert (+4,5%) lag.



Am Kapitalmarkt waren die Renditen im Jahr 2002 erneut ausgeprägten Schwankungen ausgesetzt. Während sie im Zuge der Konjunkturoffnungen zu Jahresbeginn in den USA auf rund 5,4% und in der Eurozone bis auf ca. 5,25% kletterten, fielen sie im Einklang mit der sich abschwächenden Wirtschaftsdynamik bis zum Jahre-

sende wieder deutlich zurück und unterschritten dabei sogar die nach den Terroranschlägen des Vorjahres erreichten Niveaus teilweise erheblich. Zum Jahreswechsel sanken die Renditen für Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren in den USA und im Euroland auf einen Stand von 3,81% bzw. 4,18%.

Aktienmärkte

Die Kurse an den internationalen Aktienbörsen standen nach dem Auslaufen der Erholung im Anschluß an die Terroranschläge zu Beginn des zweiten Quartals und der dann zunehmenden Konjunkturbefürchtungen kontinuierlich unter Abgabedruck, der im dritten Quartal nochmals zunahm. Per saldo schloßen die Kurse an den internationalen Aktienbörsen zum dritten Mal in Folge deutlich im Minus.

Index	31.12.01	31.12.02	Änderung
Dow-J-Ind.	10.021	8.341	-16,8%
NASDAQ	1.950	1.335	-31,5%
STOXX-50E	3.806	2.386	-37,3%
DAX	5.160	2.893	-43,9%
NEMAX-50	1.150	359	-68,8%

Index	30.09.02	31.12.02	Änderung
Dow-J-Ind.	7.592	8.341	+ 9,9%
NASDAQ	1.172	1.335	+13,9%
STOXX-50E	2.204	2.386	+ 8,3%
DAX	2.769	2.893	+ 4,5%
NEMAX-50	334	359	+ 7,5%

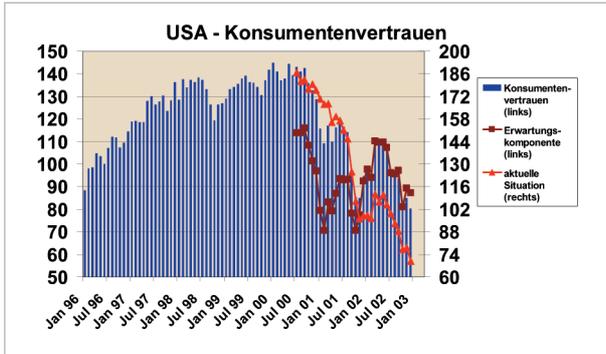
Währungen

Der EUR konnte gegenüber dem USD in 2002 kontinuierlich zulegen. Grundlage der Erholung war die Wiederkehr der Zwillingdefizitproblematik (Leistungsbilanzdefizit und Staatsdefizit) in den USA in Kombination mit den dort reduzierten Wachstumsaussichten nach der deutlichen Abwärtsrevision wichtiger Wirtschaftsdaten. Der EUR kletterte im Jahresverlauf von USD 0,89 auf USD 1,05. Es handelt sich hierbei um einen Anstieg i.H.v. 18%.

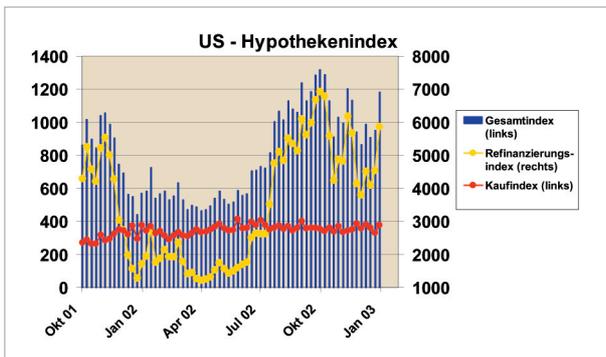
Konjunkturausblick

In den **USA** sind die Wachstumsaussichten in 2003 mit deutlichen Risiken behaftet. Es besteht die Gefahr, daß die Konsumnachfrage, die zu rund 70% für die Höhe des dortigen Wirtschaftswachstums verantwortlich ist, geringer als z.Z. angenommen expandiert. So ist der Index des Konsumentenvertrauens im Zuge der jüngsten Kon-

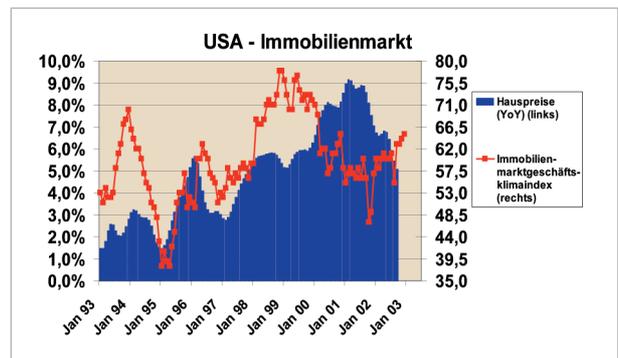
junkturabkühlung unter das Niveau gefallen, das nach den Terroranschlägen im September 2001 beobachtet werden konnte. Der Teilindex, der Auskunft über die Einschätzung der aktuellen Lage gibt, notiert sogar erheblich darunter.



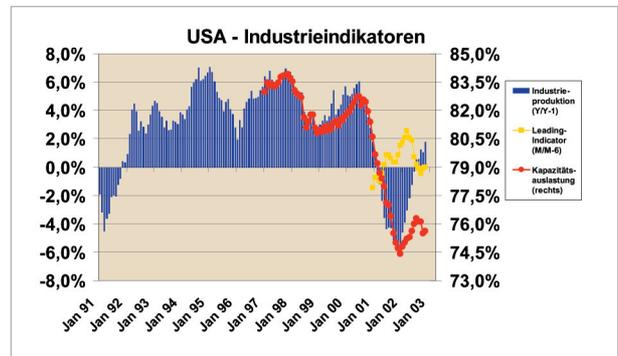
Darüber hinaus wurde die Verbrauchernachfrage in 2002 entscheidend durch die deutlich gesunkenen Kapitalmarktzinsen gestützt. Im Zuge ihres Rückgangs sind auch die Zinsen für Hypothekarkredite stark unter Druck geraten und bis auf ca. 6,0% für die dreißigjährigen Laufzeiten gefallen. In den USA ist es sehr leicht möglich, Umschuldungen bestehender Hypothekarkredite vorzunehmen und damit den aktuellen Konditionen anzupassen. Die damit verbundenen Zinersparnisse heben das verfügbare Einkommen und stärken den privaten Verbrauch. Wie anhand des nachfolgenden Indikators (gelb) ersichtlich ist, haben die Immobilienbesitzer in den USA von dieser Möglichkeit erheblichen Gebrauch gemacht.



Da ein anhaltender Rückgang der Kapitalmarktzinsen aufgrund der Zwillingdefizitproblematik nicht zu erwarten ist, sollten die aus der Refinanzierung her resultierenden Impulse im Verlauf des Jahres 2003 allmählich auslaufen. Gleichzeitig schwächt sich auch die Preissteigerungsrate bei den Hauspreisen ab, so daß auch am Immobilienmarkt selbst mit einem Nachlassen der Aktivität gerechnet werden muß.

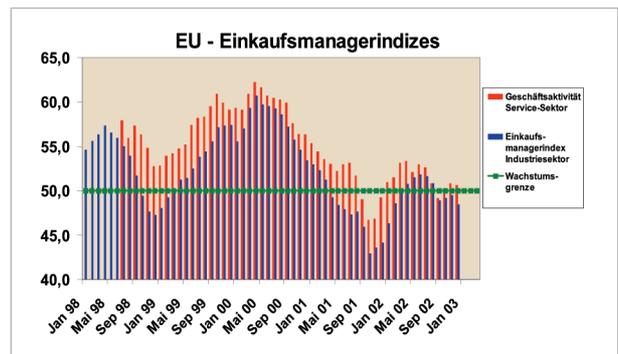


Die Hoffnungen auf ein Anziehen der Investitionsnachfrage sind in 2002 wegen der vorhandenen Überkapazitäten kontinuierlich enttäuscht worden. Auch in den kommenden Monaten erscheint eine Zunahme der Investitionsbereitschaft der Unternehmen eher unwahrscheinlich. Verantwortlich hierfür ist die nach wie vor geringe Kapazitätsauslastung, die es erlaubt, zusätzliche Aufträge mit dem bestehenden Maschinenpark zu befriedigen.

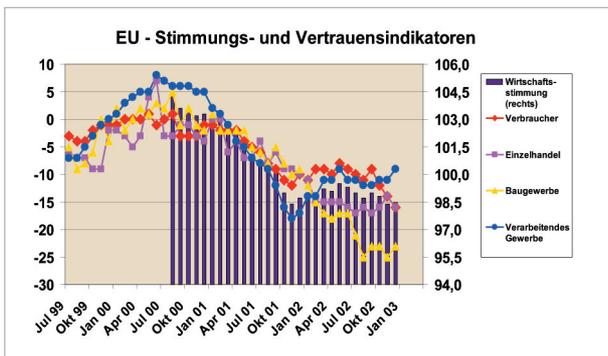


Stimulierende Impulse gehen jedoch z.Z. von der Staatsnachfrage aus, die im Zuge der Terrorbekämpfung und der Kriegsvorbereitungen massiv ausgedehnt worden ist. Insgesamt gesehen rechnen Ökonomen im Schnitt für die USA mit einer Wachstumsrate von 2,5% in 2003.

In der **Eurozone** deuten sowohl die Früh-, als auch die Vertrauens- und Stimmungsindikatoren auf eine Fortdauer der Konjunkturschwäche hin. So befindet sich der Einkaufsmanagerindex des Industriesektors unterhalb der Wachstumsgrenze. Derjenige des Sektors deutet lediglich schwache Expansion an.



Die schlechte Stimmung im Wirtschaftsraum ist auch anhand der Stimmungsindikatoren nachvollziehbar. Der umfassende Stimmungsindikator für die Eurozone hat sich während des gesamten Jahres nicht von dem Stand, auf den er unmittelbar nach den Terroranschlägen in den USA gefallen ist, erholt. Auffällig ist ausgehend von der trüben Verbrauchersituation in Deutschland wegen der Steuer- und Abgabenerhöhungen insbesondere die Situation der Binnennachfrage. Hier gehen derzeit die entsprechenden Teilindikatoren deutlich zurück.



Als Konsequenz der Entwicklung werden die Wachstumserwartungen für das Euroland kontinuierlich nach unten revidiert. Im Mittel erwarten Analysten eine Zunahme der Wirtschaftsaktivität von lediglich 1,5%. Erst in 2004 wird mit einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gerechnet.

Wegen der Kriegsgefahr im Nahen Osten sind die bisherigen und auch folgenden Prognosen mit großen Unsicherheiten behaftet.

Finanzmarktprognose

Wie wird sich das erwartete Konjunktur-szenario an den internationalen Finanzmärkten auswirken?

Die Konsensgewinnschätzung für den Dow-Jones-Industrial-Index auf Basis der Einzelschätzungen der in ihm enthaltenen Unternehmen, zugrunde gelegt werden die Gewinne des Jahres 2003, lautet auf rund USD 495,-. Damit wird die Schätzung für das vergangene Jahr um ca. 10% übertroffen. Aufgrund der z.Z. eher enttäuschend ausfallenden Geschäftsaussichten der Unternehmen sollten hier Abwärtsrevisionen während des Jahres eintreten (Rückgang auf plus 5,0%). Die anhaltende Bereinigung der Überkapazitäten und die historisch niedrigen Lagerbestände lassen jedoch eine Wachstumsbeschleunigung in den USA in 2004 zu. Im Jahr 2004, das für die Kursprognose heranzuziehen ist, erscheint daher eine weitere Steigerung der Unternehmensgewinne ausgehend von

dem niedrigeren Niveau in Höhe v. 10% möglich. Insofern geht die Prognose von einem Indexgewinn i.H.v. USD 515,- aus. Bei dem aktuellen Niveau des Indexes i.H.v. rund 8.600 Punkten erreicht das Aktienmarkt-KGV einen Stand i.H.v. 16,7 Zählern. Da das Zinsniveau am amerikanischen Kapitalmarkt gegen Jahresende defizitbedingt auf ca. 5,0% klettern sollte, erreicht das KGV des Rentenmarktes auf Basis der erwarteten Rendite den Faktor 20,0. Bei einer aktuellen Risikoprämie von 3,3 Punkten erscheint das Kurspotential des amerikanischen Aktienmarktes unter Berücksichtigung des derzeitigen Risikoumfeldes eingeschränkt. 9.500 Punkte sollten im Jahresverlauf allerdings erreichbar sein (Aktienmarkt-KGV: 18,5). Bei einer Lösung der Irakkrise sind kurzfristig auch höhere Niveaus denkbar.

Für den Euro-STOXX-50-Index erwarten Analysten einen Anstieg des Gewinns für das Jahr 2004 von ca. 20% auf EUR 215,-. Das schwache Wachstumsumfeld und der steigende Kurs des EUR lassen jedoch auch hier Abwärtskorrekturen wahrscheinlich erscheinen. Insofern wird bei der Kursprognose eine Indexgewinn von EUR 200,- zugrunde gelegt. Im Einklang mit dem erwarteten Zinsanstieg in den USA sollte das Renditeniveau am Kapitalmarkt nicht wesentlich über 5,0% hinausgehen. Auf Basis der erwarteten Renditeentwicklung erreicht das KGV des Rentenmarktes daher ebenfalls den Faktor 20. Das KGV der Aktienmärkte im Euroland liegt historisch betrachtet unterhalb desjenigen des amerikanischen Aktienmarktes. Unter Berücksichtigung des schwachen Wachstumsumfeldes erscheint im Euroland insgesamt gesehen ein Aktienmarkt-KGV i.H.v. 14,0 angemessen. Insofern lässt sich daher ein Kursziel beim Euro-STOXX-50-Index i.H.v. 2.800 Punkten ableiten (+17%).

Der **EUR** sollte auf Jahressicht gegenüber dem USD wegen der zunehmenden Zwillingsdefizitproblematik in den USA weiter leicht zulegen können (auf USD 1,10).



Ohne unser Obligo!