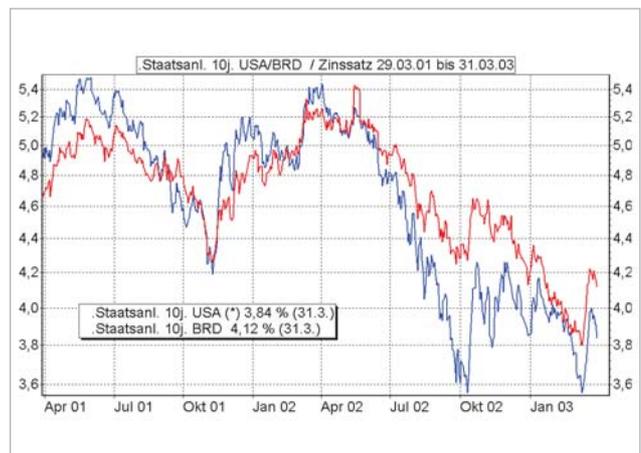
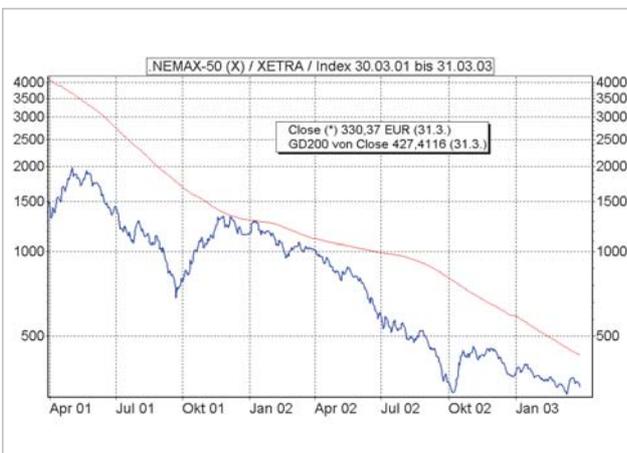
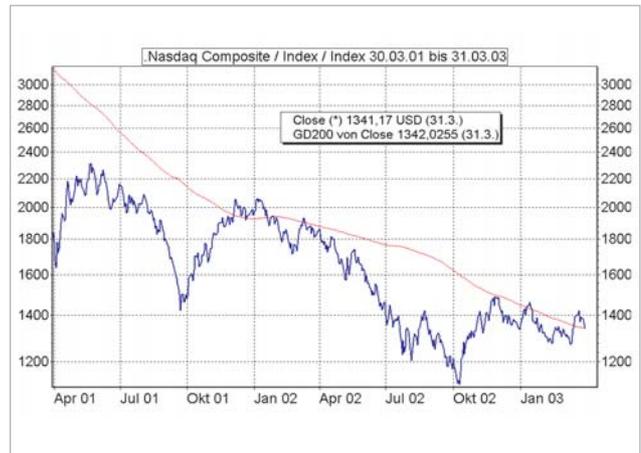
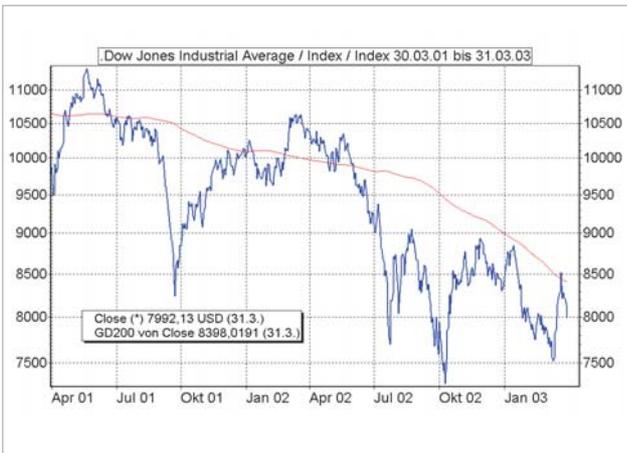
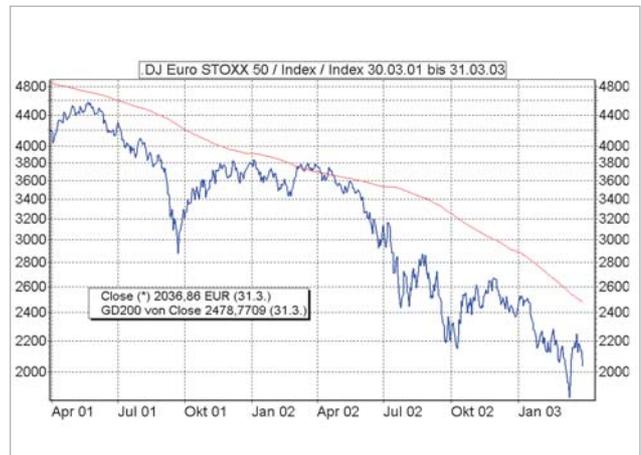
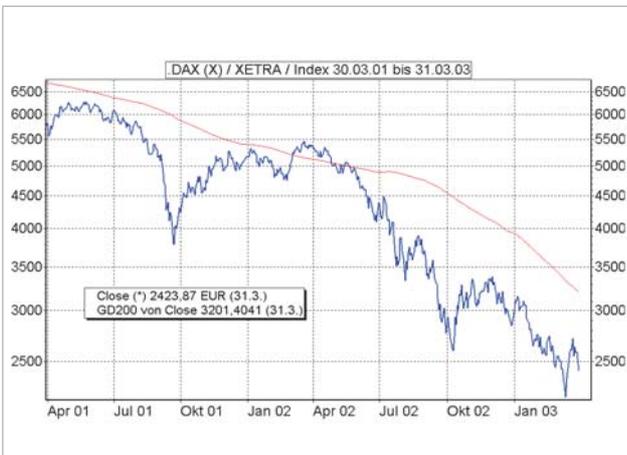


Bericht über die Entwicklung  
der internationalen Finanzmärkte  
im 1. Quartal 2003

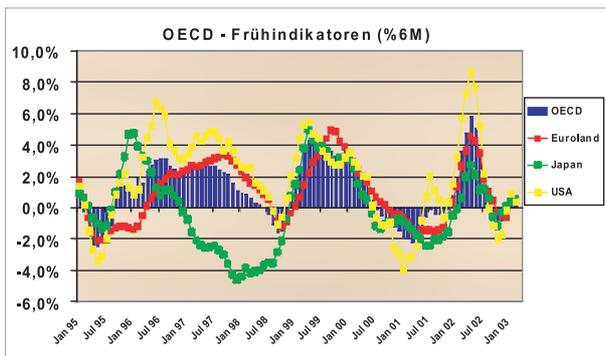


- Wirtschaftsdaten schwächen sich weltweit erneut ab
- Irak-Krise dämpft anhaltend die Zuversicht
- Aktien fallen wider Erwarten nochmals zurück
- Die Renditen an den internationalen Anleihemärkten verbleiben konjunkturbedingt unter Schwankungen auf ihrem niedrigen Niveau
- Der EUR setzt seinen Aufwärtstrend gegenüber dem USD fort



## Rückblick

Im ersten Quartal des laufenden Jahres brachen die Kurse an den internationalen Aktienbörsen wiederum deutlich ein. Einige der weltweit führenden Indizes fielen dabei zwischenzeitlich erneut auf mehrjährige Tiefstände. Verantwortlich für den Kursverfall waren sowohl der sich abzeichnende Beginn des Irakkrieges als auch die wieder schwächer werdenden Konjunkturdaten. Das derzeit anzutreffende unterdurchschnittliche Wachstumstempo der Weltwirtschaft, kann anhand der Frühindikatoren der OECD nachvollzogen werden, die gegenwärtig bei abnehmender bzw. teilweise rückläufiger Dynamik nur knapp oberhalb der Höhe des vor sechs Monaten erzielten Niveaus liegen und damit die anhaltende Konjunkturschwäche bestätigen.



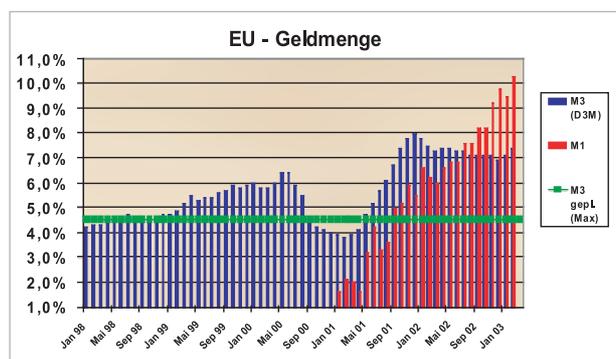
Belastend wirkten insbesondere die Befürchtungen vor den Folgen (u.a. hoher Rohölpreis) eines Angriffs der USA auf den Irak. Die Sorgen vor einer Destabilisierung der gesamten Region nahmen noch zu, nachdem die US-Administration auch einen Alleingang ohne UN-Mandat nicht ausschloß. Aufgrund der damit verbundenen Unsicherheiten kletterte die Risikoaversion der Investoren nochmals, wodurch die als angemessen angesehenen Bewertungskennziffern weiter gedrückt wurden. Erst im direkten Vorfeld des Beginns der Kampfhandlungen verbesserte sich die Anschaffungsneigung der Investoren. Die Kurse an den internationalen Aktienbörsen zogen deutlich an, ohne jedoch - mit Ausnahme des amerikanischen Index der Hochtechnologiewerte, NASDAQ - die bis dahin seit Jahresbeginn angefallenen Verluste ausgleichen zu können.

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	31.12.02	31.03.03	Änderung
Dow-J-Ind.	8.341	7.992	- 4,2%
NASDAQ	1.335	1.342	+ 0,5%
STOXX-50E	2.386	2.037	- 14,6%
DAX	2.893	2.424	- 16,2%
NEMAX-50	359	330	- 8,1%

Trotz des nach wie vor in Relation zu den USA vorherrschenden geringen Bewertungsniveaus in Europa fielen hier die Kursrückgänge weiter überproportional aus. Verantwortlich hierfür ist die hohe Gewichtung des Finanzsektors in den repräsentativen Indizes. Wegen des anhaltenden Kurseinbruchs reduzierten sich die stillen Reserven der Beteiligungsportfolios bei den Banken und Versicherungen weiter erheblich. Bei einigen Instituten sind mittlerweile in den Bilanzen sogar stille Lasten entstanden.

In Reaktion auf die schwachen Wirtschaftsdaten und das negative Umfeld an den Finanzmärkten hat die Europäische Zentralbank im März ihre Leitzinsen weiter um 25 Basispunkte auf mittlerweile nur noch 2,5% zurückgenommen, obwohl das Wachstum der Geldmenge M3 im Dreimonatsdurchschnitt im Vergleich zum entsprechenden Vorjahreszeitraum konstant erheblich über dem von der Notenbank angepeilten Wert (+4,5%) lag (Februar: plus 7,4%). Die reichliche Liquiditätsausstattung des Eurolandes wird auch anhand der Entwicklung der Geldmenge M1 sichtbar, die im Februar das entsprechende Vorjahresniveau um 10,3% überschritt.

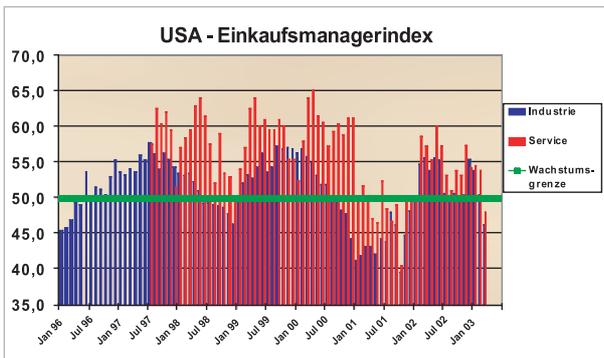


Am Kapitalmarkt verblieben die Renditen auf niedrigem Niveau. Die Rendite der Staatsanleihe der USA lag zum Quartalsschluß mit 3,81% exakt auf dem Stand zum Jahreswechsel. In der Eurozone fiel die Rendite der Staatsanleihe der Bundesrepublik mit gleicher Restlaufzeit sogar weiter auf 4,03% zurück (minus 15 Basispunkte).

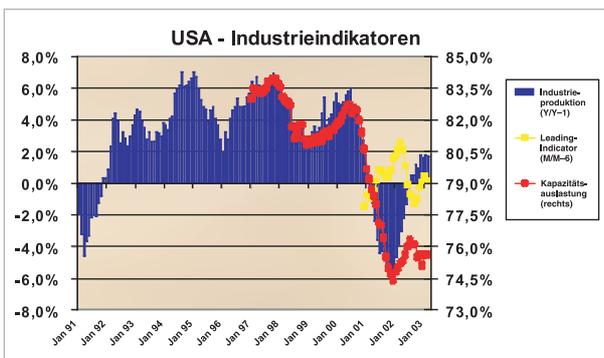
Der EUR setzte gegenüber dem USD seinen Aufwärtstrend fort und notierte mit rund USD 1,09 knapp unterhalb seines seit zehn Jahren existierenden Abwärtstrends.

## Ausblick

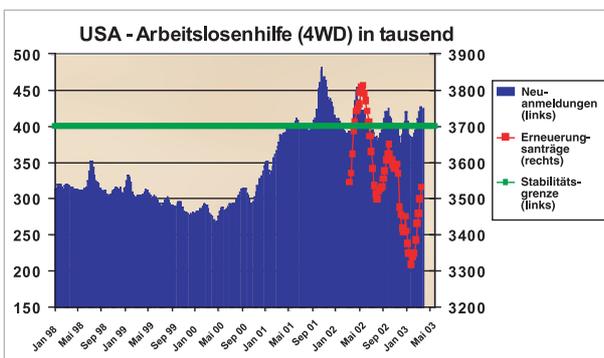
In den USA haben die Zweifel an einer bevorstehenden deutlichen Wachstumserholung erheblich zugenommen. So sind die Einkaufsmanagerindizes des Industrie- und des Sektors nach der unerwartet deutlichen Zunahme im Dezember mittlerweile wieder unter die auf künftiges Wachstum deutende Grenze gefallen.



Die Zunahme der Industrieproduktion verharrt auf einem niedrigen Niveau. Wegen der nach wie vor geringen Kapazitätsauslastung von ca. 75% ist der seit langem erhoffte Anstieg der Investitionsnachfrage der Unternehmen bisher ausgeblieben.

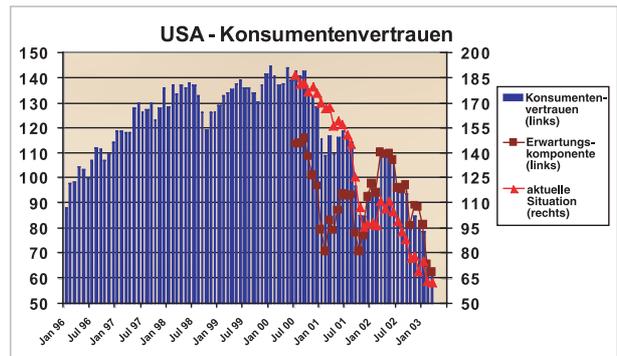


Die schlechte Konjunktur spiegelt sich auch in der Entwicklung des Arbeitsmarktes wider. So nimmt die Zahl der Arbeitssuchenden wegen der anhaltenden Restrukturierungsanstrengungen der Unternehmen erneut zu.

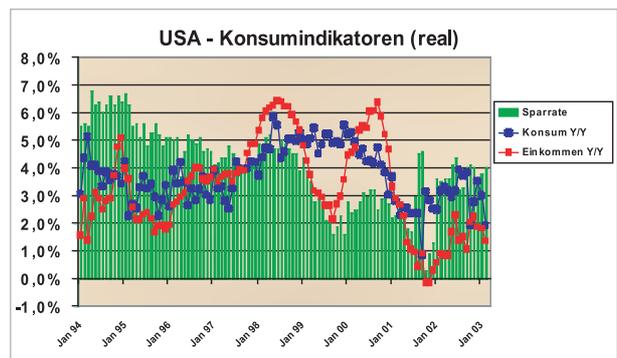


Die Anzahl der Neuanmeldungen auf Arbeitslosenhilfe übersteigt mittlerweile wieder das auf Stabilität am Arbeitsmarkt weisende Niveau i.H.v. 400.000 Personen. Die Anzahl der Erneuerungsanträge wächst ebenfalls wieder.

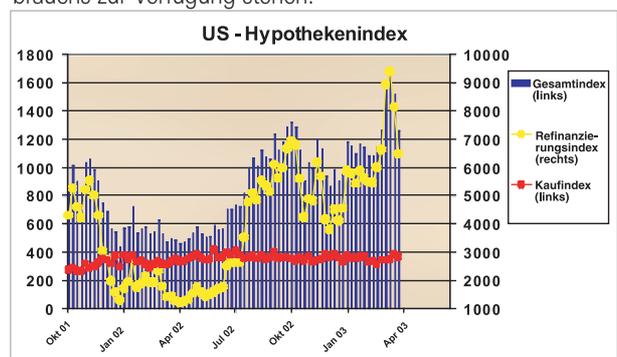
Im Einklang mit dem sich abschwächenden Wachstumsumfeld ist der Index des amerikanischen Verbrauchervertrauens wieder deutlich gesunken. Mittlerweile ist der Index nicht nur unter das schon niedrige Niveau gerutscht, welches unmittelbar nach den Terroranschlägen vom September 2001 markiert worden war, sondern fiel sogar weiter auf das niedrigste Niveau seit zehn Jahren.



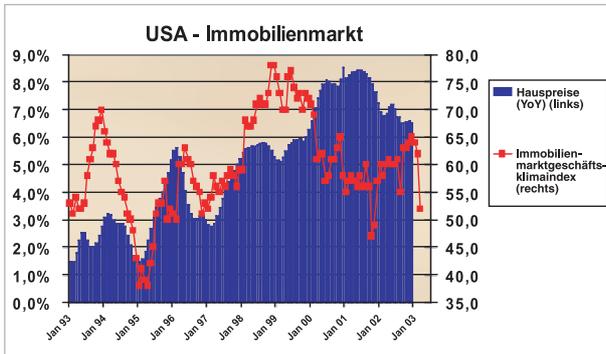
Die schlechte Stimmung bei den Verbrauchern gipfelt in einer zunehmenden Zurückhaltung im Ausgabeverhalten. So wuchsen die Ausgaben der Bevölkerung, die ca. 70% zum Wachstum der amerikanischen Volkswirtschaft beitragen, zuletzt real nur noch um rund 2,0%.



Damit übersteigt der Zuwachs der realen Konsumausgaben jedoch weiterhin das Realwachstum der Einkommen. Die Differenz beruht u.a. auf den sehr hohen Refinanzierungsaktivitäten der Hausbesitzer. Existierende Hypothekarkredite werden bei dem niedrigen Zinsniveau umgeschuldet. Die mit dieser Strategie verbundene Verringerung der monatlichen Tilgungsverpflichtungen erhöht das verfügbare Einkommen der Bevölkerung, so daß zusätzliche Mittel zur Ausdehnung des Verbrauchs zur Verfügung stehen.

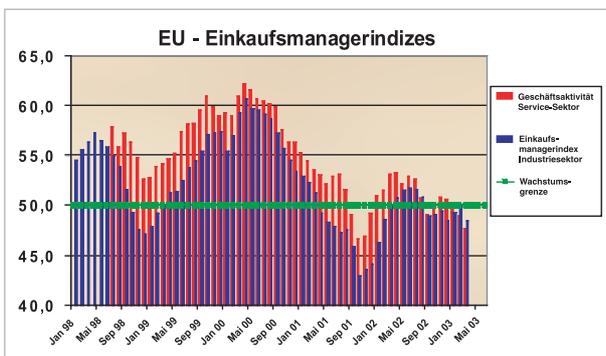


Aufgrund der stetig steigenden Staats- und Leistungsbilanzdefizite werden aber die Kapitalmarktzinsen trotz der schwachen Konjunktur zumindest mittelfristig ansteigen. Die Aktivitäten am Immobilienmarkt und hier insbesondere die Refinanzierungsbemühungen werden dann zurückgehen, wodurch der private Konsum zusätzlich beeinträchtigt werden sollte. Entsprechende ernstzunehmende Hinweise liefert der Geschäftsklimaindex der Bauunternehmen, die mittlerweile mit einer bevorstehenden Aktivitätsabschwächung rechnen.

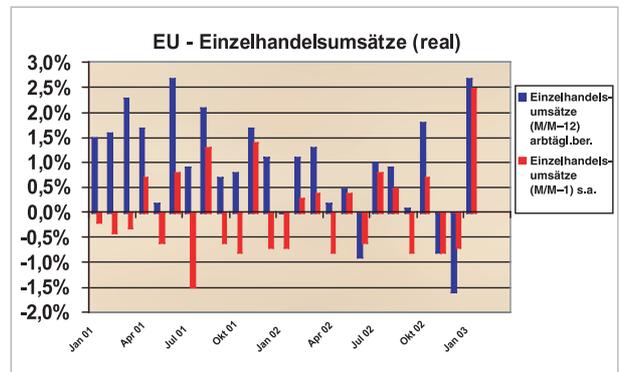


Insgesamt gesehen ist daher die künftige Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft mit erheblichen Risiken verknüpft.

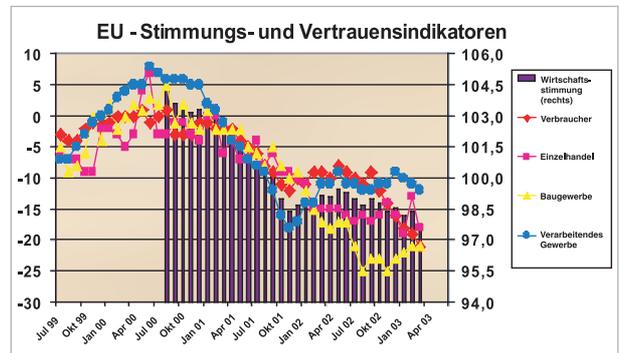
In Europa konnte sich das Wirtschaftswachstum dem Einfluß des international negativen Konjunkturfeldes nicht entziehen. Auch hier befinden sich die Einkaufsmanagerindizes des Industrie- und des Sektors nennenswert unterhalb der auf künftiges Wachstum deutenden Grenze.



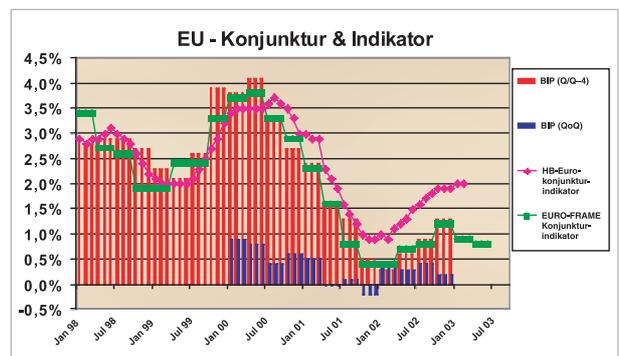
Wegen den ebenfalls anhaltenden Unternehmensrestrukturierungen ist die Arbeitslosenrate im März in der gesamten Union weiter auf 8,7% geklettert. Die Verbrauchsausgaben der Bevölkerung befinden sich auf einem sehr niedrigen Niveau. Die deutliche Zunahme im Januar ist vor dem Hintergrund der rückläufigen Umsätze in den Vormonaten basisbedingt und damit zu relativieren. Interpretationen hin auf eine jetzt anhaltende Ausdehnung der Konsumnachfrage sind nicht nachvollziehbar.



Gegen eine Beschleunigung der Binnennachfrage sprechen auch die Vertrauensindikatoren, die sich derzeit auf einem sehr niedrigen Niveau befinden. Insbesondere der Stimmungsverfall bei den Konsumenten bietet größten Anlaß zur Sorge und kann nur als dramatisch bezeichnet werden.



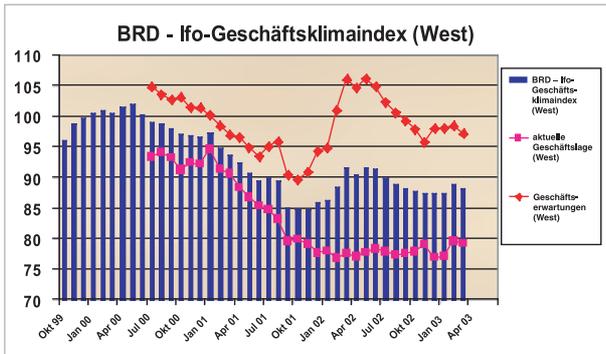
Die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute haben daher ihre Wachstumserwartungen nicht nur für die Eurozone weiter herabgeschraubt.



So wurde beispielsweise der Euroframe-Konjunkturindikator in den vergangenen Monaten kontinuierlich nach unten revidiert.

Insbesondere die Konjunktursituation in Deutschland, der größten Volkswirtschaft des Eurolandes, gibt weiterhin Anlaß zur Sorge. Der Ifo-Geschäftsklimaindex ist ausgehend von dem derzeit vorherrschenden niedrigen Niveau im März wieder gesunken, nachdem er in den beiden Vormonaten gestiegen war. Nach der gängigen Interpre-

tation liefert eine aber erst dreimalige Zunahme hintereinander deutliche Hinweise auf eine bevorstehende Wachstumsbeschleunigung. Insofern sind auch in der Bundesrepublik Hoffnungen auf eine nennenswerte Zunahme der Wachstumsdynamik derzeit nicht angebracht.

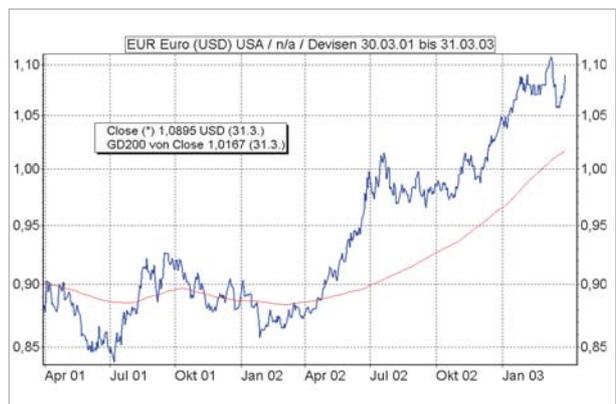


In Frankreich und Italien sind entsprechende Geschäftsklimaindikatoren ebenfalls rückläufig. Somit ist auch im Euroland insgesamt betrachtet von einer merklichen Zunahme der Wirtschaftsdynamik nicht auszugehen.

Aufgrund der eingetrübten Wachstumsperspektiven werden die prognostizierten Expansionsraten für die Wirtschaftsräume von einer immer größer werdenden Anzahl von Volkswirten weiter kontinuierlich Abwärtsrevisionen unterzogen. Es ist zu befürchten, daß die Gewinnschätzungen für die Unternehmen diesem Trend wie in den letzten Monaten nur zeitverzögert folgen. Von daher sind weitere Gewinnrevision zu erwarten. Wegen der schlechten Wachstumsaussichten und der hohen Konjunkturrisiken ist es zusätzlich unwahrscheinlich, daß die Bewertungsprämien eine merkliche Ausdehnung erfahren. Somit sind höhere Abschläge beim angemessenen Kurs-Gewinn-Verhältnis vorzunehmen. Unter Berücksichtigung eines mittelfristig anziehenden Kapitalmarktzinsniveaus aufgrund der zunehmenden Staatsverschuldung sowohl im Euroland als auch in den USA, weiter rückläufiger Unternehmensgewinne und nicht nennenswert abnehmender Risikoprä-

mien (bzw. steigender Wachstumsprämien) erscheint das Kursniveau in den USA, gemessen am Dow-Jones-Index, immer noch zu hoch. Im Euroland ist hingegen ein um 10% -15% höheres Kursniveau gerechtfertigt. Aufgrund der Tatsache, daß immer mehr Marktteilnehmern das hohe Konjunkturrisiko, das besonders in den USA existiert, bewußt wird und auch die Kursanstiege in Zusammenhang mit den Erfolgen der Alliierten im Irak immer geringer ausfallen, muß erst recht in Kombination mit dem aktuell noch hohen Bewertungsniveau in den USA mit weiteren bzw. nochmaligen Kursrückgängen gerechnet werden. Diesem Trend werden sich die europäischen Aktienmärkte wie bisher nicht entziehen können. Insofern sind auch hier nochmals Kursverluste zu erwarten. Ein Niveau von 2.200 Punkten im DAX-Index und auch darunter ist daher nicht auszuschließen.

Der EUR sollte nach Abschluß der derzeitigen Konsolidierungsphase wegen enttäuschender Wachstumshoffnungen in den USA weiter gegenüber dem USD zulegen können. Der damit verbundene Bruch des angesprochenen bedeutsamen Abwärtstrend eröffnet einen Spielraum bis USD 1,20. Ein solch hohes Niveau des EURs wird sich dann zusätzlich negativ auf die europäische Konjunktur auswirken.



*Ohne unser Obligo!*