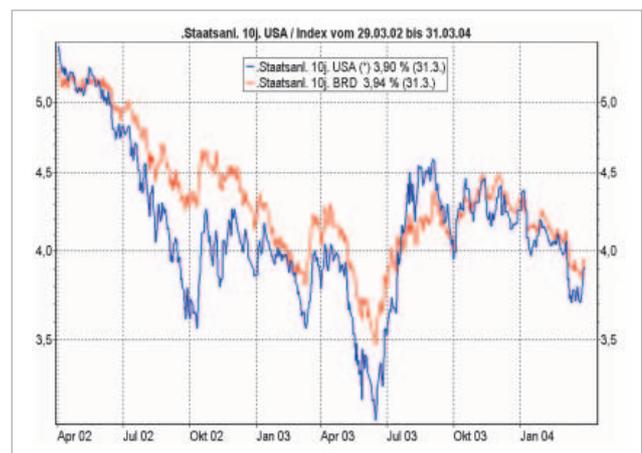
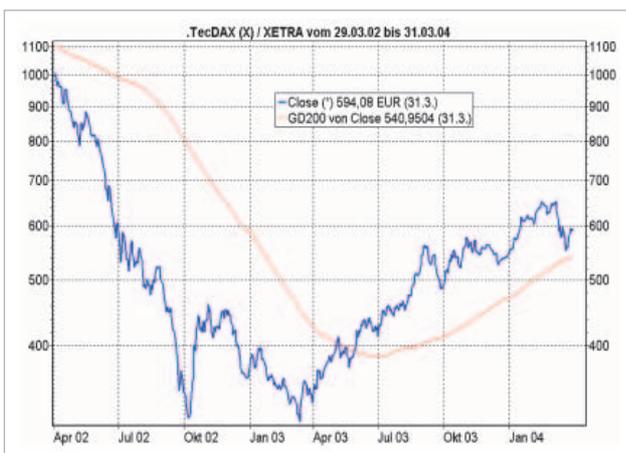
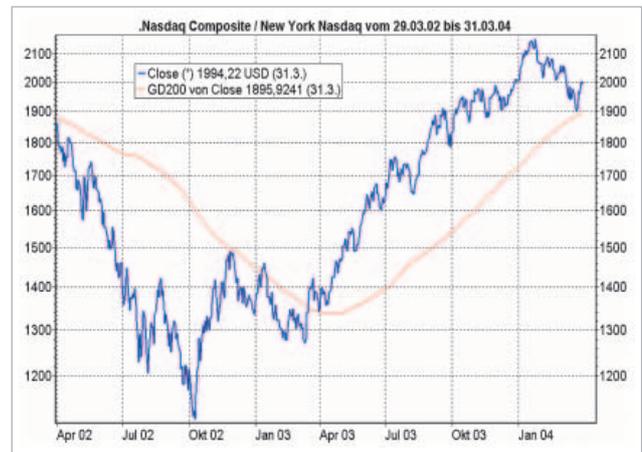
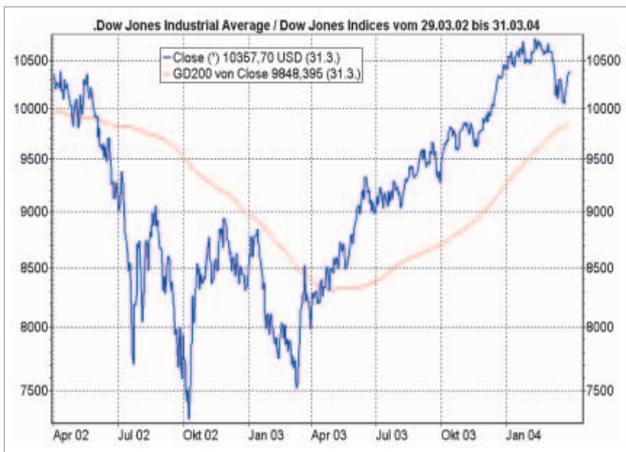
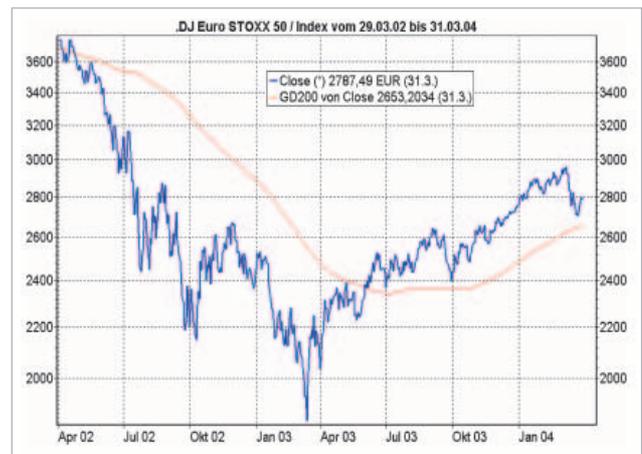
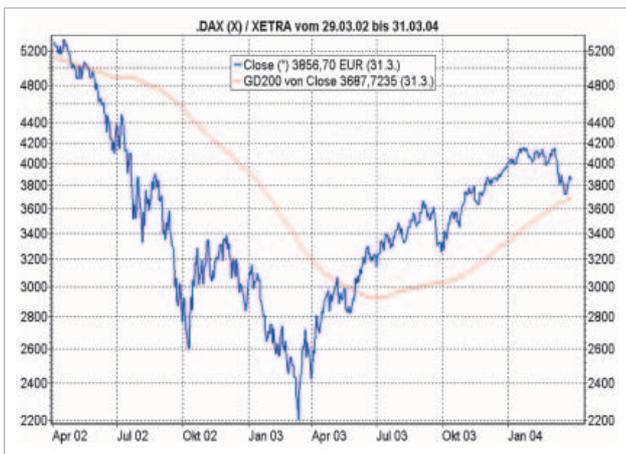


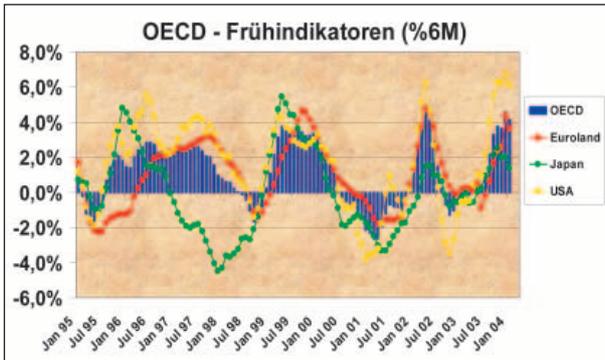
Bericht über die Entwicklung
der internationalen Finanzmärkte
im 1. Quartal 2004

- Das Wachstumsumfeld der Weltwirtschaft konnte sich weiter bessern.
- Die Kurse an den internationalen Aktienbörsen zogen zunächst weiter deutlich an. Nach den Terroranschlägen von Madrid gingen die aufgelaufenen Gewinne überwiegend aber wieder verloren.
- Aufgrund von Sondereffekten kam es an den internationalen Kapitalmärkten zu einem nochmaligen Renditerückgang.
- Der EUR gab nach zwischenzeitlich erneut kräftigen Gewinnen wegen massiven Interventionen zu Gunsten des USD letztendlich leicht nach.

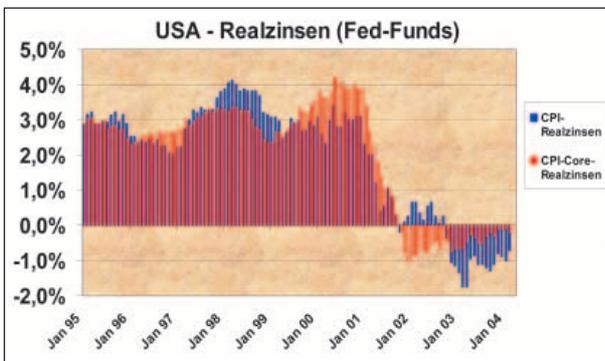


Rückblick

Nachdem das Wachstum in den Industrieländern im Verlauf des zweiten Halbjahres 2003 deutlich an Fahrt aufgenommen hatte, setzte sich die **konjunkturelle Belebung** auch im ersten Quartal des laufenden Jahres fort. Das gegenwärtig weltweit positive Wachstumsumfeld wird durch den Verlauf der Frühindikatoren der OECD verdeutlicht, die sich – gemessen an ihrer sechsmonatigen Veränderungsrate – trotz einer allgemeinen, aber lediglich geringfügigen Abschwächung weiter auf historisch sehr hohem Niveau bewegen.



Der Aufschwung in den Industrieländern wurde dabei anhaltend durch die **expansive Geldpolitik** der jeweiligen Zentralbanken gefördert. So beließ die amerikanische Zentralbank die Fed-Funds-Rate mit 1,0% auf dem niedrigsten Niveau der vergangenen 45 Jahre. Trotz des weiteren Rückgangs sowohl der Inflationsrate in ihrer umfassenden Abgrenzung als auch der um die volatil ausfallenden Bestandteile Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigten Kernrate ist die Realverzinsung am amerikanischen Geldmarkt damit jeweils weiterhin negativ.



Die Europäische Zentralbank hielt – gemessen am Hauptrefinanzierungssatz – mit 2,0% ebenfalls an ihrem geringen Niveau fest.

An den internationalen Kapitalmärkten gerieten die **Renditen** erneut unter Abwärtsdruck. Trotz der Verfestigung des Wirtschaftsaufschwungs fielen sie bis zum Ende des ersten Quartals in den USA und in der Eurozone auf jeweils rund 3,9%. Es handelt sich in beiden Fällen um einen Rückgang von ca. 35 Basispunkten. Das Absinken der Kapitalmarktrenditen ist dabei überwiegend auf Sonderfaktoren zurückzuführen. So intervenierten beispielsweise asiatische Zentralbanken – und hier insbesondere die japanische – massiv zu Gunsten des USD an den Devisenmärkten, um den Aufwertungsdruck ihrer Währungen zu mildern. Die im Zuge der Interventionen erworbenen USD wurden zum Kauf von amerikanischen Staatsanleihen verwendet. In Folge der kräftigen Nachfrage kletterten die Preise für Staatsanleihen in die Höhe, die Renditen gingen zurück.

An den **internationalen Aktienmärkten** hielt der in 2003 einsetzende beeindruckende Kursanstieg zunächst weiter an. Grundlage der Aufwärtsbewegung waren die stetig zunehmenden

den Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft, die fortgesetzte Verbesserung der Ertrags- und Finanzlage der Unternehmen sowie die zunehmende Risikobereitschaft der Anleger. Nach den Terroranschlägen in Madrid nahm die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer deutlich ab und die Kurse gingen weltweit auf Talfahrt. Da nach überwiegender Auffassung die Weltkonjunktur hiervon nicht negativ betroffen sein sollte, kam es gegen Ende des Berichtszeitraums zu einer Stabilisierung. Insgesamt gesehen trat ein uneinheitlicher Verlauf ein.

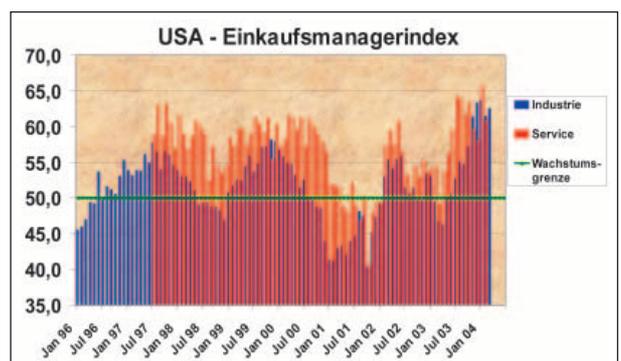
Index	31.12.02	31.12.03	Änderung
Dow-J-Ind.	8.341	10.454	+ 25,3%
NASDAQ	1.335	2.003	+ 50,0%
STOXX-50E	2.386	2.761	+ 15,7%
DAX	2.893	3.965	+ 37,1%
TECDAX	359	542	+ 51,0%

Index	31.12.03	31.03.03	Änderung
Dow-J-Ind.	10.454	10.358	- 0,9%
NASDAQ	2.003	1.994	- 0,4%
STOXX-50E	2.761	2.787	+ 0,9%
DAX	3.965	3.857	- 2,7%
TECDAX	542	594	+ 9,6%

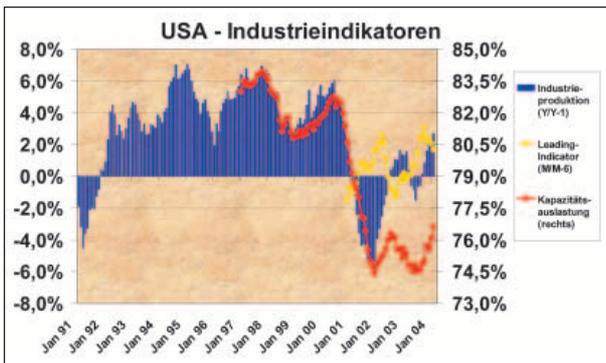
Der **EUR** behielt seinen Aufwärtstrend gegenüber dem USD zu Jahresbeginn vor dem Hintergrund der amerikanischen Zwillingdefizite ebenfalls bei und kletterte bis auf ein Niveau von rund USD 1,30. Die massiven Interventionen asiatischer Zentralbanken und entsprechende Äußerungen von Vertretern der Europäischen Zentralbank spiegelten sich dann jedoch in einer Verschiebung des Angebots- und Nachfrageverhältnisses wider und der EUR ging auf rund USD 1,23 zurück. Im Vergleich zum Jahreswechsel handelt es sich um einen Verlust von ca. zwei US-Cents.

Konjunkturausblick

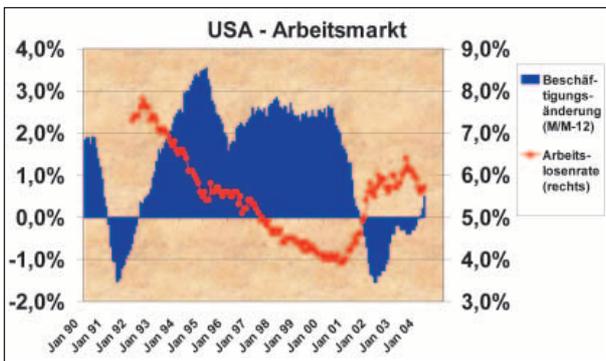
In den **USA** ist von einem Fortgang des robusten Wirtschaftswachstums auszugehen. **Die Stimmungsindikatoren des Unternehmenssektors** befinden sich weiterhin auf einem hohen Niveau. Beispielsweise übertreffen sowohl der Einkaufsmanagerindex der Industrie als auch derjenige des Servicebereiches mit mehr als 60 Punkten die auf künftiges Wachstum deutende Grenze (50 Zähler) nach wie vor erheblich.



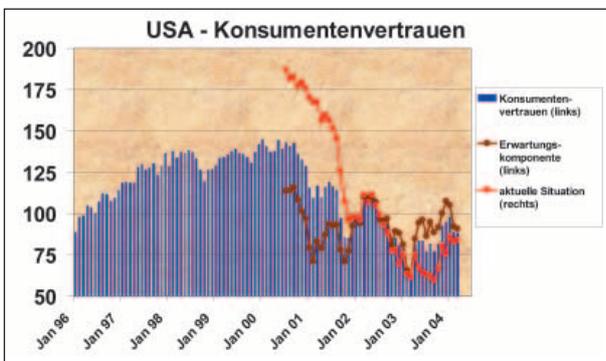
Industrieproduktion und Kapazitätsauslastung ziehen an.



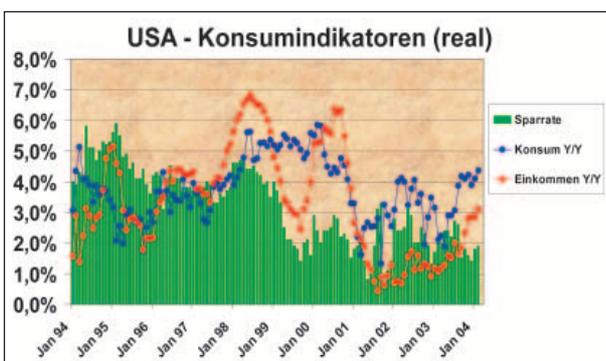
Die optimistischen Geschäftsaussichten der Unternehmen beginnen sich mittlerweile auch auf dem Arbeitsmarkt niederzuschlagen. So findet zum ersten Mal seit über zweieinhalb Jahren im Jahresvergleich wieder eine nennenswerte **Beschäftigungszunahme** statt.



Die sich aufhellenden Beschäftigungsperspektiven sollten sich in den kommenden Monaten in einer Zunahme des allgemeinen **Vertrauens der Bevölkerung** niederschlagen.

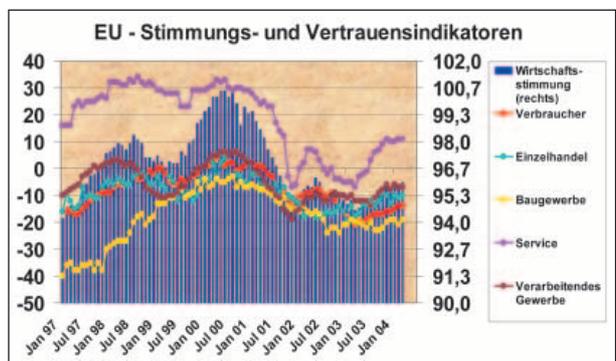


In Kombination mit den noch laufenden Nachwirkungen der durch die amerikanische Administration vorgenommenen Steuerenkungen und den in der Vergangenheit vorgenommenen Refinanzierungsaktivitäten am Immobilienmarkt, die zu einer Erhöhung des zu Konsumzwecken zur Verfügung stehenden Einkommens führten, ist zunächst noch von einer Beibehaltung des hohen Nachfrageniveaus der Verbraucher auszugehen.

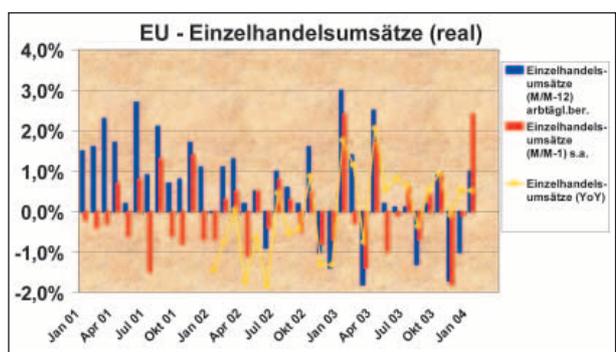


Das absehbare Auslaufen der den Konsum stimulierenden Sondereffekte ab der Jahresmitte sollte spätestens gegen Ende des Jahres zu einer Abschwächung der Ausgabendynamik bei den privaten Haushalten führen. Wegen der mittlerweile guten Beschäftigungsdaten ist darüber hinaus von ersten Zinserhöhungen seitens der amerikanischen Zentralbank im Jahresverlauf 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 **Verlangsamung des Expansionstempos** (aktuell ca. 5,0%) in Richtung Potentialwachstum (3,0% bis 3,5%) ist daher nach wie vor wahrscheinlich.

In der **Eurozone** stellt sich das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld demgegenüber weiterhin erheblich negativer dar. Trotz der ansonsten positiven weltwirtschaftlichen Situation nahmen die **Stimmungs- und Vertrauensindikatoren** im ersten Quartal kaum noch zu.

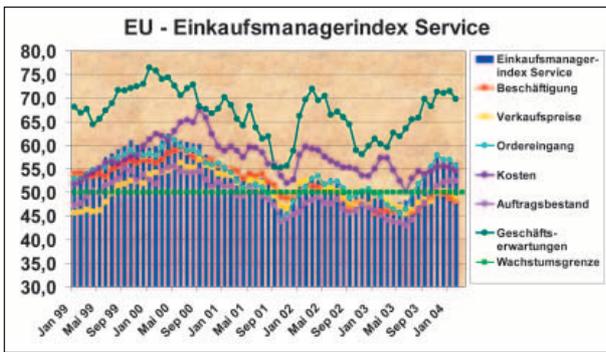


Die schlechte Stimmungslage innerhalb des Eurolandes lastet daher – erneut nicht überraschend – kontinuierlich auf der Binnennachfrage. Beispielsweise nahmen die **Einzelhandelsumsätze** im Verlauf der vergangenen drei Monate weiterhin im direkten Jahresvergleich nur geringfügig zu.

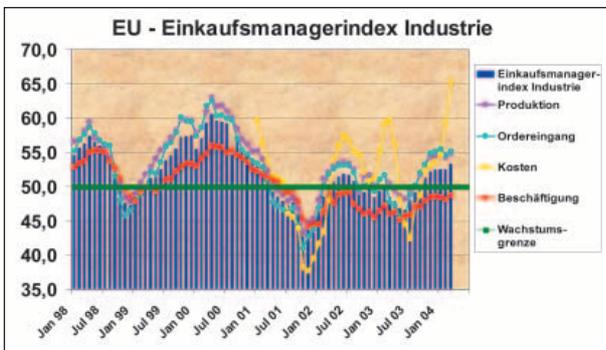


Da aufgrund der enttäuschenden Konjunkturentwicklung Beschäftigungseffekte auf dem Arbeitsmarkt bisher ausgeblieben sind – die **Arbeitslosenrate** verharrt EU-weit seit einem Jahr bei 8,8% - ist eine generelle Zunahme der Nachfragebereitschaft auch in den kommenden Monaten nicht in Sicht.

Voraussetzung für eine Aufhellung der Beschäftigungsperspektiven ist eine Besserung des Stimmungsbildes im Unternehmenssektor.

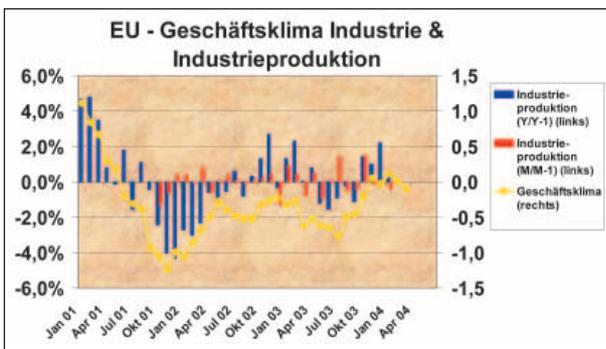


Zwar konnten sich die **Einkaufsmanager-indizes der Unternehmen** des Service- und des Industriesektors oberhalb der Expansionsgrenze behaupten bzw. sogar leicht zulegen – insofern kann in den kommenden Monaten von einer leichten Beschleunigung der Geschäftsaktivitäten ausgegangen werden –, das hohe Kostenniveau zwingt die Unternehmen jedoch zu einer Beibehaltung ihrer Rationalisierungsbemühungen.

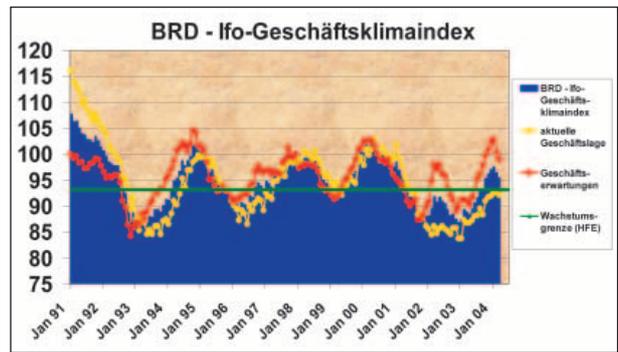


Die Subindizes der Beschäftigung deuten in beiden Sektoren mit Werten unter 50 Punkten nach wie vor auf diesen Umstand hin.

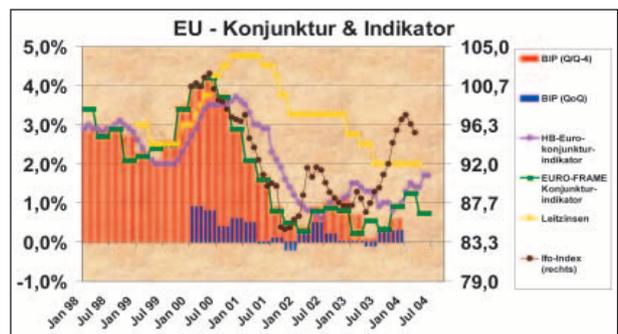
Die Zunahme der **Industrieproduktion** fällt ebenfalls weiterhin nur unterdurchschnittlich aus. Das Niveau des entsprechenden Subindex im Einkaufsmanagerindex des Sektors lässt hier keine gravierende Änderung erwarten. Ein von der EU-Kommission ermittelter Geschäftsklimaindex drang im März sogar in negatives Terrain ein.



Die Vermutung, daß eine nur geringfügige Ausweitung der Aktivität im Unternehmenssektor in den kommenden Monaten zu erwarten ist, wird auch vom Verlauf des bundesdeutschen **Ifo-Geschäftsklimaindexes** genährt. Nach dem rasanten Anstieg im Verlauf des vergangenen Jahres verringerte sich der Index im März zum zweiten Mal hintereinander. Generell wird ein dreimaliger Rückgang in Folge als Hinweis auf eine Wachstumsabschwächung angesehen. Die noch existierende deutliche Differenz zwischen Erwartungshaltung und Lageparameter läßt – vor dem Hintergrund des jüngsten Rückgangs des letztgenannten – ein abermaliges Absinken des Indexes im April nicht unwahrscheinlich erscheinen.

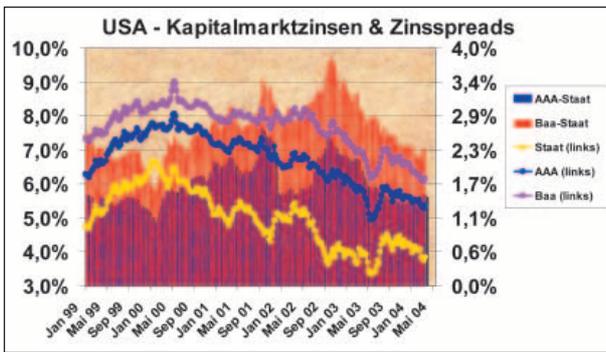


Der bisherige enttäuschende Verlauf der Konsumnachfrage in Kombination mit den nur absehbaren geringen Wachstumsraten im Unternehmenssektor spiegelt sich gegenwärtig in einer **Absenkung der Wachstumsprognosen** für die Eurozone wider. Im Mittel gehen Volkswirte nur noch von einer Zunahme beim BIP von 1,5% bis 1,7% aus. Entsprechende Hinweise liefern auch die Konjunkturindikatoren. So zeichnet sich der Euro-Konjunkturindikator von Euroframe – einem Zusammenschluß führender Wirtschaftsforschungsinstitute – für das zweite Quartal durch einen kräftigen Rückgang aus. Der Euro-Konjunkturindikator des Handelsblattes stagniert bereits wieder ausgehend von seinem lediglich niedrigen Niveau.



Finanzmarktprognose

Unter Heranziehung der derzeitigen Konsensschätzungen sind die **Aktien in den USA** gemessen am Dow-Jones-Index in etwa mit dem 16,5fachen ihres für 2005 erwarteten Gewinns (USD 625,-) bewertet. Das entsprechende Bewertungsniveau am amerikanischen Rentenmarkt liegt demgegenüber nach dem Zinsrückgang derzeit bei ca. 25,6. Insofern verfügen oberflächlich betrachtet Aktien noch über ein nennenswertes Kurspotential. Vor dem Hintergrund des absehbaren Endes der massiven Währungsinterventionen zu Gunsten des USD (Ende des japanischen Fiskaljahres, erwartete Aufwertung der chinesischen Währung) und der gegenwärtig guten Wirtschaftsdaten 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 wieder 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. Die ins Bewußtsein zurückgekehrten Ängste vor islamistischen Terroranschlägen sollten tendenziell zu einer etwas höheren Risikoprämie, als in der jüngsten Vergangenheit beobachtbar, führen. Die in den vergangenen Tagen leichte Zunahme der Renditedifferenzen zwischen Staatsanleihen einerseits und Unternehmensanleihen andererseits scheint diese Annahme zu bestätigen.

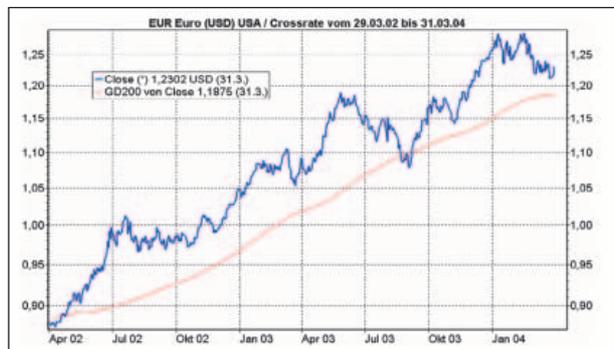


Insgesamt gesehen erscheinen amerikanische Aktien somit gegenwärtig annähernd fair bewertet. Mit einem Anstieg auf 11.000 Indexpunkte im Jahresverlauf (ca. + 5%) kann aber gerechnet werden. Sollten sich aber die o.a. Befürchtungen bewahrheiten und die Wachstumsbeschleunigung auslaufen, müssen Abwärtsrevisionen bei den Unternehmensgewinnschätzungen und darauf aufbauend entsprechende Kursverlusten am amerikanischen Aktienmarkt in den Anlageentscheidungen Berücksichtigung finden.

Der **Aktienmarkt in der Eurozone** ist gemessen am EuroSTOXX-50-Index mit einem Faktor von 13,5 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. 15%. Einem Rückschlag in den USA werden sich die Aktien des Eurolandes aber nicht entziehen können.

Der **EUR** sollte gegenüber dem USD wegen der Zwillingdefizitproblematik und den anstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA mittelfristig weiter steigen (aus USD 1,30 bis 1,35). Aufgrund der gegenwärtig positiven Wirtschaftsdaten bei gleichzeitig zunehmender Skepsis hinsichtlich der europäischen Wachstumsaussichten sollte die erwartete Zunahme allerdings langsamer als in der Vergangenheit erfolgen. Kurzfristig ist auch ein zusätzlicher Rückgang möglich. Anzutreffende Erwartungen hinsichtlich eines Anstiegs auf über USD 1,50 sind u.E. wegen der europäischen Wachstumsproblematik jedoch unrealistisch.



NEWS

Innovatives Vermögensverwaltungs-Konzept

Die derzeitigen gesetzlichen Rahmenbedingungen erlauben es Privatinvestoren, Ihr langfristig angelegtes **Aktien-/Rentendepot** steuerlich zu optimieren. Zinserträge, Dividenden und Kursgewinne werden in dieser Lösung steuerfrei gestellt.

Dieses Anlageinstrument wurde mit Investlife, einer Tochter der **BNP Paribas**, entwickelt und wird durch die Depotbankfunktion der **UBS Wealth Management AG** unterstützt.

Weitere Charakteristika der Konstruktion sind:

- **Erbschafts- und schenkungssteuerliche Vorteile** (2/3 Regelung)
- **Flexible Nachfolgeplanung** (Vererben außerhalb der Erbfolge)
- **Rechtlich anerkannte Struktur**

Gerne präsentieren wir Ihnen unser neues Vermögensverwaltungsprodukt mit noch weiteren Vorteilen in einem persönlichen Gespräch. Bitte rufen Sie uns für eine Terminvereinbarung an.

Unsere Experten in Deutschland und in der Schweiz:

Martin Eininger	+49/7123/204050	• e-mail: m.eininger@phoenixtrust.com
Thomas Beckenbauer	+41/41/6122828	• e-mail: thomas.beckenbauer@swam-ag.ch

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.