

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · Juni 2004

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

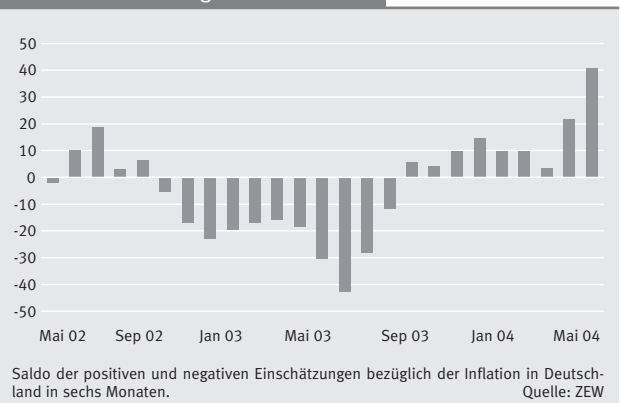
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 03.05.04 – 17.05.04 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 21.05.04) wiedergegeben.

Inflations- und Zinssorgen

Das Niveau von 2.900 Punkten hat der Eurostoxx-50 nur einen knappen Monat lang verteidigen können. Seit Ende April hat der Index wieder 10 Prozent auf 2.700 Punkte nachgegeben. Ein wichtiger Grund hierfür dürfte die Angst vor einer baldigen Zinserhöhung seitens der US-Zentralbank gewesen sein. Die befragten Experten sind fast einstimmig der Auffassung, dass die US-Zentralbank die Zinsen noch vor der Präsidentenwahl im November, wahrscheinlich noch im August, erhöhen wird. Solch ein Vorgehen wäre zwar ungewöhnlich, weil die Fed üblicherweise kurz vor den Wahlen die Zinsschraube nicht anzieht, um sich nicht dem Verdacht auszusetzen, Wahlkampf zu betreiben. Vor dem Hintergrund der weltweit anziehenden Inflation, nicht zuletzt in Folge der Ölpreiserhöhung und des kräftigen Wirtschaftswachstums in den USA, wird sich dies aber in diesem Jahr kaum vermeiden lassen.

Die US-Zentralbank würde damit weltweite Zinserhöhungstendenzen einläuten und auch den Druck auf die Europäische Zentralbank erhöhen, die Zinsen anzuheben. Tatsächlich steigt auch im Euroraum die Inflation. Sie erreichte im April bereits die Zwei-Prozent-Marke und jeder zweite Experte erwartet überdies einen weiteren Anstieg. Vor diesem Hintergrund schließen die Experten nunmehr eine weitere Zinssenkung der Europäischen Zentralbank aus. Eine Minderheit von 25 Prozent erwartet sogar, dass auch die europäische Notenbank die Zinsswen-

Inflationserwartungen Deutschland



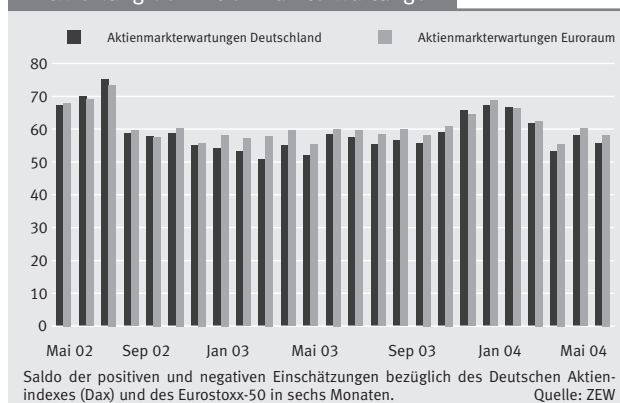
de in den nächsten sechs Monaten einläuten und die Zinsen erhöhen wird. Die europäische Konjunktur würde aber unter einer baldigen Zinserhöhung leiden, da die Konjunktur im Euroraum noch längst nicht so gefestigt ist wie die in den USA. Auch die europäischen Aktienkurse könnten wegen den aufkeimenden Zinserhöhungserwartungen vorübergehend unter Druck bleiben. Da die Zinssenkungsfantasie nun fehlt, wird das Augenmerk in Zukunft stärker auf die Unternehmensgewinne gerichtet sein.

Die Experten schätzen die Entwicklung des Eurostoxx-50 auf Sicht von sechs Monaten im Mai etwas weniger optimistisch ein als noch im Vormonat. Ebenfalls leicht gesunken ist der Indikator der Aktienmarkterwartungen für den Dax. Insbesondere der deutsche Tec-Dax hat nach Einschätzung der Experten an Attraktivität verloren. Trotz meist guter Quartalszahlen einiger Unternehmen kann wohl derzeit der Tec-Dax angesichts der weltweiten Zinsunsicherheit kaum profitieren.

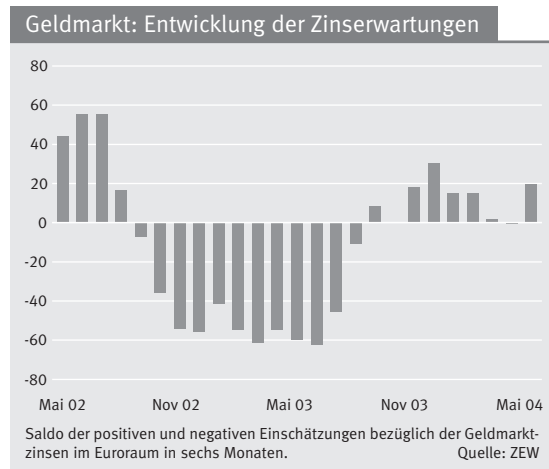
Der steigende Inflationsdruck im Euroraum wird schließlich den Zins langlaufender Anleihen erhöhen und deren Kurse drücken. Mehr als zwei Drittel der Experten erwarten auf Sicht der nächsten sechs Monate steigende Langfristzinsen. Besitzer langlaufender Anleihen müssten daher bei einem Verkauf vor Fälligkeit Kursverluste realisieren. Kurzlaufende Anleihen sollten daher derzeit präferiert werden.

Volker Kleff

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



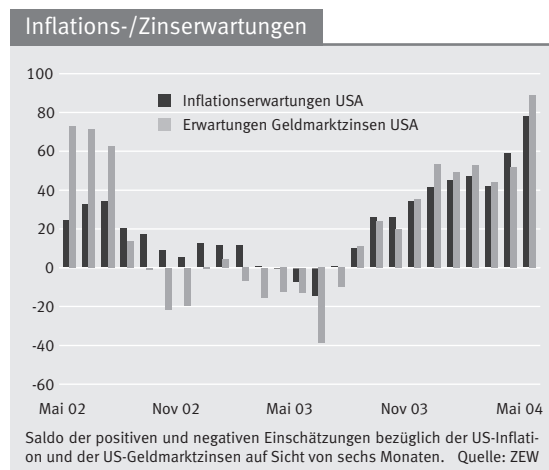
Euroraum: Ölpreis lässt EZB kalt



Trotz der Rekordpreise auf den Ölmärkten geht immer noch eine knappe absolute Mehrheit der Experten entweder von einer konstanten oder gar sinkenden Inflationsrate aus. 48,4 Prozent sehen hingegen mittelfristig Preissteigerungen auf die Eurozone zukommen. Zu erklären ist dieser offenbar nur locker empfundene Zusammenhang zwischen Ölpreisen und Inflation wie folgt: Zum einen wird die aktuelle konjunkturelle Situation immer noch überwiegend als schlecht beurteilt, was auf begrenzte Möglichkeiten der Produzenten zur Überwälzung von höheren Input-Preisen hindeutet. Zum anderen sieht eine Mehrheit von 53,8 Prozent der Analysten in den gegenwärtigen Ölpreisen eine Übertreibung nach oben, die bald wieder korrigiert werden dürfte. Demgegenüber rechnen 33,9 Prozent mit anhaltend hohen und 12,3 Prozent mit weiter steigenden Ölnotierungen. Diese insgesamt noch vergleichsweise gelassene Bewertung der Ölpreisentwicklung erklärt, dass der Umschwung in den geldpolitischen Erwartungen nicht stärker ausgefallen ist.

Dr. Friedrich Heinemann

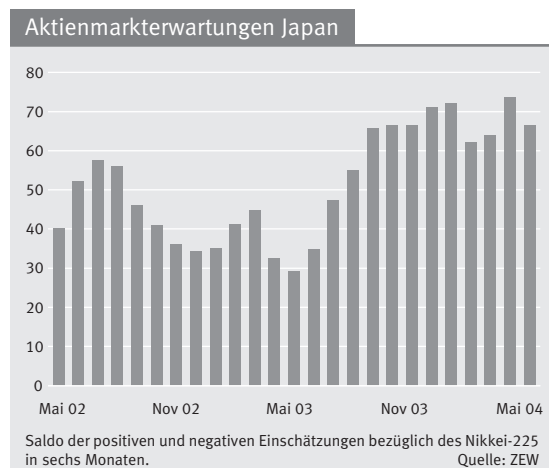
USA: Zinserhöhungsdruck



Die letzten beiden Monate waren vermehrt von positiven Nachrichten aus den USA geprägt. Dementsprechend stufen die Experten auch die Konjunktursituation in den USA erneut besser ein. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten steigt von 25 Punkten auf 39 Punkte. Allerdings sinken die mittelfristigen Erwartungen bezüglich einer weiteren Belebung der US-Konjunktur wieder leicht. Nur noch 31 Prozent der Experten rechnen mit einer verbesserten konjunkturellen Entwicklung auf Sicht von sechs Monaten. Dagegen sind die Erwartungen für die Aktienmarktentwicklung weiter mehrheitlich positiv. Derzeit tragen der hohe Ölpreis und der schwache Dollar zu einem Anziehen der Konsumenten- und Erzeugerpreise bei. Etwa 80 Prozent der Analysten rechnen mittelfristig noch mit weiteren Preissteigerungen, dieser Anteil ist in den vergangenen beiden Monaten um ganze 32 Prozentpunkte angestiegen. Entsprechend erwarten knapp 90 Prozent der Experten steigende Zinsen – im Gegensatz zu lediglich 52,9 Prozent im April.

Dr. Claudia Stirböck

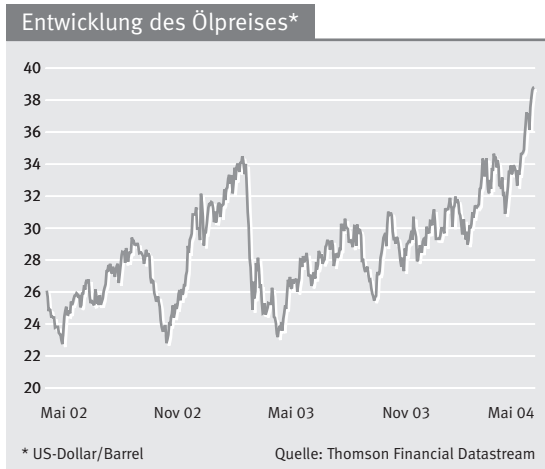
Japan: Experten erwarten Verschnaufpause



Vorläufige Zahlen zum BIP-Wachstum im vergangenen Fiskaljahr übertrafen die bereits hohen Erwartungen, das offizielle Ende der Deflation naht und jüngste Untersuchungen der Finanzaufsicht zeigen, dass die Kreditwirtschaft wieder erstartet. Auch die Bilanzsaison der Unternehmen verläuft weiterhin erfreulich. Der Weg zur vollständigen Gesundung der japanischen Wirtschaft ist jedoch immer noch sehr steinig. Mittelfristig belastet insbesondere der derzeit hohe Ölpreis gepaart mit dem schwächelnden Yen die Entwicklung der stark auf Erdölimporte angewiesenen Wirtschaft. Auch für die Analysten scheint der Zeitpunkt gekommen zu sein, die Risikofaktoren wieder in den Vordergrund zu rücken. So sank der Saldo der 6-Monats Konjunkturerwartungen auf 50,6 Punkte (April: 55,3), und auch die Aktienmarktprognosen gingen deutlich zurück. Beide Saldo befinden sich jedoch weiterhin auf hohem Niveau, sodass die Einschätzungen der Analysten wohl eher auf eine Verschnaufpause als auf eine Trendwende hindeuten.

Matthias Meitner

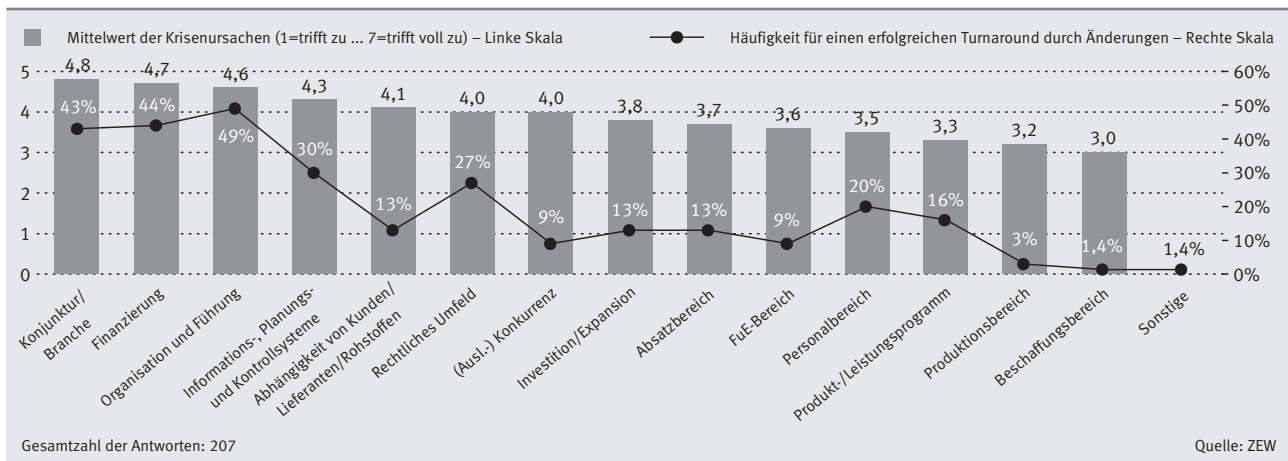
Ölpreis: Belastung für den Euro-Raum zeichnet sich ab



Der Anstieg des Ölpreises ist seit Monaten ungebremst; er befindet sich inzwischen nahe der historischen Höchststände von 1990. Hintergrund sind die Ängste über mögliche Versorgungsengpässe. Bisher trafen die Auswirkungen der gesteigerten Rohöl-Notierung in den vergangenen Monaten vor allem die US-Wirtschaft, während der Euro-Raum die Ölpreissteigerungen durch den starken Euro kompensieren konnte. Inzwischen gibt es aber auch erste Anzeichen für eine Belastung des Euro-Raums durch anziehende Energie- und Vorgüterpreise. 48,4 Prozent der Experten sehen nun zunehmende Inflationsrisiken für die nächsten sechs Monate, nach lediglich 14,5 Prozent noch vor zwei Monaten. Allerdings könnten konjunkturelle Auswirkungen des hohen Ölpreisniveaus eher kurzfristiger Natur sein, wenn der Ölpreis seine Rekordhöhen wieder verlässt. Einen solchen Rückgang prognostizieren 53,8 Prozent der Experten. Vom Dollar, für den keine Veränderung gegenüber dem Euro gesehen wird, erwarten sie hingegen keinen Beitrag zur Entspannung.

Dr. Claudia Stirböck

Sonderfrage: Krisenursachen und Krisenbewältigung in Unternehmen



Die Anzahl der Unternehmen, die sich in einer Ertrags- oder Liquiditätskrise befinden, nahm in den vergangenen Jahren sprunghaft zu. Für Investoren ergeben sich daraus neue Risiken, aber auch völlig neue Anlagechancen. Bereits in den ersten beiden Teilen dieser Sonderfrage (Dezember 2003 und März 2004) wurden die Analysten zu ihrer Einschätzung bezüglich Finanzbeteiligungen an Krisenunternehmen befragt. Im dritten Teil interessieren nun die Krisenursachen und mögliche Ansätze zur Krisenbewältigung. Zu dieser Thematik äußerten sich 207 Analysten. Als Ursachen für Unternehmenskrisen im deutschen Mittelstand gaben die Finanzmarktexperten vor allem die konjunkturelle Lage und die Branchensituation an (Mittelwert: 4,8). Aber auch unternehmensinterne Faktoren, wie eine schlechte Finanzierung, ungenügende Organisation und Führung sowie defekte Informations-, Planungs- und Kontrollsysteme, tragen nach ihrer Ansicht maßgeblich zum Entstehen von kritischen Unternehmenssituationen bei. Kaum Einfluss auf mittelständische Unternehmenskrisen haben dagegen Defizite in der Beschaffung, in der Produktion, sowie im Produkt- und Leistungsprogramm. Das Antwortverhalten zu dieser Frage ist im Einklang mit den Ergebnissen bishe-

riger empirischer Studien. Die zweite Frage beschäftigte sich damit, wie eine Unternehmenskrise überwunden werden kann (Turnaround). Nach Meinung der Analysten sind Veränderungen im Bereich Organisation und Führung (49 Prozent der Nennungen) am erfolgversprechendsten, gefolgt von Änderungen in der Unternehmensfinanzierung (44 Prozent). Dies lässt vermuten, dass besonders Finanzinvestoren mit frischem Eigen-, Fremd- oder Mezzanine-Kapital, sowie mit ihrer Unternehmensführungs- und Branchenexpertise einiges zur Gesundung von Mittelständlern beitragen können. Zusätzlich haben externe Einflüsse, wie beispielsweise eine Konjunkturerholung oder eine Veränderung des rechtlichen Umfelds, aber auch vom Management beeinflussbare Änderungen, wie die Verbesserung des internen Informationsflusses oder grundsätzliche Änderungen im Personalbereich, eine positive Wirkung auf die Erholung von angeschlagenen Unternehmen.

Andreas Kucher, Matthias Meitner

Die Umfrage wurde in Zusammenarbeit mit Andreas B. Kucher durchgeführt. Kucher ist selbstständiger Unternehmensberater in Frankfurt/Main und beschäftigt sich unter anderem mit der Restrukturierung und Übernahme von Krisenunternehmen in Zusammenarbeit mit internationalen Private Equity-Fonds.

ZEW - Finanzmarkttest Mai 2004: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	2,9	(+1,2)	43,6	(+1,4)	53,5	(-2,6)	-50,6	(+3,8)
Deutschland	1,3	(+0,4)	21,5	(-4,2)	77,2	(+3,8)	-75,9	(-3,4)
USA	44,5	(+12,9)	50,0	(-11,8)	5,5	(-1,1)	39,0	(+14,0)
Japan	15,1	(-3,1)	60,7	(+8,8)	24,2	(-5,7)	-9,1	(+2,6)
Großbritannien	37,1	(+9,4)	55,1	(-10,3)	7,8	(+0,9)	29,3	(+8,5)
Frankreich	3,4	(+1,3)	39,4	(+4,2)	57,2	(-5,5)	-53,8	(+6,8)
Italien	1,4	(-0,3)	30,0	(-0,9)	68,6	(+1,2)	-67,2	(-1,5)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	62,7	(+0,6)	33,8	(-1,1)	3,5	(+0,5)	59,2	(+0,1)
Deutschland (=ZEW Indikator)	51,5	(-2,8)	43,4	(+2,3)	5,1	(+0,5)	46,4	(-3,3)
USA	31,0	(-3,2)	58,6	(+3,3)	10,4	(-0,1)	20,6	(-3,1)
Japan	53,6	(-4,1)	43,4	(+3,5)	3,0	(+0,6)	50,6	(-4,7)
Großbritannien	23,7	(-2,0)	69,5	(+1,1)	6,8	(+0,9)	16,9	(-2,9)
Frankreich	53,4	(-4,1)	42,9	(+4,2)	3,7	(-0,1)	49,7	(-4,0)
Italien	53,4	(+0,1)	42,9	(+1,4)	3,7	(-1,5)	49,7	(+1,6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	48,4	(+20,4)	44,9	(-19,9)	6,7	(-0,5)	41,7	(+20,9)
Deutschland	47,0	(+19,3)	46,6	(-19,8)	6,4	(+0,5)	40,6	(+18,8)
USA	79,7	(+18,5)	18,7	(-18,1)	1,6	(-0,4)	78,1	(+18,9)
Japan	54,7	(+6,2)	44,3	(-6,1)	1,0	(-0,1)	53,7	(+6,3)
Großbritannien	59,9	(+14,4)	37,7	(-14,3)	2,4	(-0,1)	57,5	(+14,5)
Frankreich	46,8	(+20,2)	47,4	(-20,0)	5,8	(-0,2)	41,0	(+20,4)
Italien	48,3	(+20,6)	46,2	(-19,0)	5,5	(-1,6)	42,8	(+22,2)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	25,7	(+9,9)	68,2	(+0,2)	6,1	(-10,1)	19,6	(+20,0)
USA	89,7	(+36,8)	9,7	(-36,1)	0,6	(-0,7)	89,1	(+37,5)
Japan	27,0	(+2,6)	73,0	(-2,6)	0,0	(+/-0,0)	27,0	(+2,6)
Großbritannien	64,1	(+17,2)	34,9	(-16,8)	1,0	(-0,4)	63,1	(+17,6)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	68,3	(+7,2)	27,5	(-4,8)	4,2	(-2,4)	64,1	(+9,6)
USA	82,1	(+7,0)	14,3	(-7,3)	3,6	(+0,3)	78,5	(+6,7)
Japan	69,0	(+6,0)	30,3	(-5,6)	0,7	(-0,4)	68,3	(+6,4)
Großbritannien	75,1	(+8,1)	21,8	(-8,7)	3,1	(+0,6)	72,0	(+7,5)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	65,5	(-2,1)	27,2	(+2,2)	7,3	(-0,1)	58,2	(-2,0)
DAX (Deutschland)	64,1	(-2,5)	27,6	(+2,6)	8,3	(-0,1)	55,8	(-2,4)
TecDax (Deutschland)	59,8	(-5,0)	27,5	(+2,8)	12,7	(+2,2)	47,1	(-7,2)
Dow Jones Industrial (USA)	56,0	(-3,3)	33,3	(+3,2)	10,7	(+0,1)	45,3	(-3,4)
Nikkei 225 (Japan)	71,6	(-7,3)	23,3	(+7,5)	5,1	(-0,2)	66,5	(-7,1)
FT-SE-100 (Großbritannien)	57,7	(-0,5)	34,0	(+0,8)	8,3	(-0,3)	49,4	(-0,2)
CAC-40 (Frankreich)	61,3	(-1,0)	30,9	(+2,3)	7,8	(-1,3)	53,5	(+0,3)
MIBtel (Italien)	60,0	(-0,9)	31,8	(+2,2)	8,2	(-1,3)	51,8	(+0,4)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	33,5	(+1,7)	32,6	(-3,2)	33,9	(+1,5)	-0,4	(+0,2)
Yen	33,3	(-3,9)	54,4	(+2,4)	12,3	(+1,5)	21,0	(-5,4)
Brit. Pfund	18,7	(-0,4)	62,9	(+3,0)	18,4	(-2,6)	0,3	(+2,2)
Schw. Franken	15,5	(+0,8)	75,5	(+2,7)	9,0	(-3,5)	6,5	(+4,3)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	12,3	(-4,4)	33,9	(-8,8)	53,8	(+13,2)	-41,5	(-17,6)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	70,3	(-0,1)	25,4	(-1,0)	4,3	(+1,1)	66,0	(-1,2)
Versicherungen	64,1	(-2,7)	31,1	(+1,2)	4,8	(+1,5)	59,3	(-4,2)
Fahrzeuge	32,4	(+6,6)	50,5	(-3,8)	17,1	(-2,8)	15,3	(+9,4)
Chemie/Pharma	47,2	(+3,6)	47,2	(-1,1)	5,6	(-2,5)	41,6	(+6,1)
Stahl/NE-Metalle	52,9	(-2,0)	39,3	(+2,4)	7,8	(-0,4)	45,1	(-1,6)
Elektro	54,7	(+0,5)	40,5	(-0,8)	4,8	(+0,3)	49,9	(+0,2)
Maschinen	61,4	(+0,9)	27,9	(-3,5)	10,7	(+2,6)	50,7	(-1,7)
Konsum/Handel	20,1	(-1,5)	61,2	(+/-0,0)	18,7	(+1,5)	1,4	(-3,0)
Bau	11,7	(+1,1)	62,3	(-2,8)	26,0	(+1,7)	-14,3	(-0,6)
Versorger	51,1	(+1,5)	45,6	(+/-0,0)	3,3	(-1,5)	47,8	(+3,0)
Dienstleister	64,0	(-1,6)	34,1	(+3,0)	1,9	(-1,4)	62,1	(-0,2)
Telekommunikation	67,5	(-4,3)	29,5	(+3,9)	3,0	(+0,4)	64,5	(-4,7)
Inform.-Technologien	70,3	(-4,2)	26,8	(+3,9)	2,9	(+0,3)	67,4	(-4,5)

Bemerkung: An der Mai-Umfrage des Finanzmarkttests vom 03.05.-17.05.04 beteiligten sich 313 Analysten. Abgefragt wurden die Erwartungen für die kommenden 6 Monate. Dargestellt sind die prozentualen Anteile der Antwortkategorien, in Klammern die Veränderungen gegenüber den Vormonat. Die Salden ergeben sich aus der Differenz der positiven und der negativen Anteile.