

F. ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Jahrgang 12 · Nr. 12 · Dezember 2003

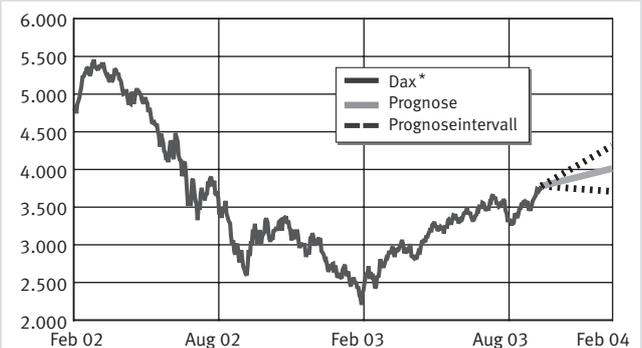
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 27.10.03 – 10.11.03 (Redaktionsschluss 14.11.03) werden im vorliegenden ZEW-Finanzmarktreport wiedergegeben. Zur Ermittlung der Prognosewerte werden die qualitativen Antwortkategorien („steigen“, „gleichbleiben“, „fallen“) mit Hilfe eines speziellen Verfahrens (der Carlson/Parkin Methode) in quantitative Werte transformiert.

Euroraum: Aufwärtstrend hält an

Nach seiner Konsolidierung um die 3.500 Punkte hat der Dax in einem jüngsten Kraftakt ein neues Jahreshoch von über 3.800 Punkten erreicht. Seit seinem Tief im März ist der Dax somit um mehr als 70 Prozent gestiegen. Nach der vorherrschenden Meinung unter den befragten Experten wird sich an diesem Aufwärtstrend in absehbarer Zeit nichts ändern. Das Lager derjenigen, die weiter steigende Aktienkurse prognostizieren, hatte auch im November weiteren Zulauf. Mehr als 70 Prozent der Experten erwarten sowohl für den Dax als auch den Eurostoxx-50 weitere Höchststände. Aus ihren Einschätzungen lassen sich Prognosen von über 4.000 Punkten für den Dax und über 2.800 Punkten für den Eurostoxx-50 ableiten, die noch in diesem Winter erreicht werden könnten. Ob diese Prognosen bereits im Rahmen einer Weihnachtsrallye erfüllt werden, lässt sich allerdings anhand der Umfrageergebnisse nicht sagen.

Für weiter steigende Aktienkurse sprechen vor allem die positiven Konjunkturerwartungen. In den USA ist das Bruttoinlandsprodukt im 3. Quartal annualisiert um 7,2 Prozent gestiegen. Dies ist der höchste Quartalsanstieg seit 19 Jahren. Diese eindrucksvollen Zahlen belegen, dass die US-Wirtschaft derzeit sehr kräftig wächst, auch wenn die Experten bezweifeln, dass dieses Quartalswachstum dauerhaft gehalten werden kann. In jedem Fall könnte die US-Wirtschaft jedoch für den Euroraum als

Dax: Entwicklung und Prognose

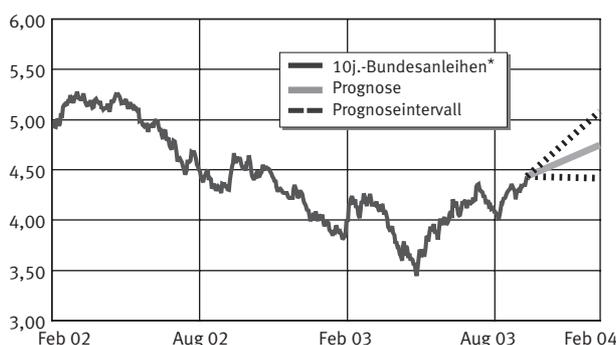


Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Konjunkturlokomotive wirken und auch die schwache Wirtschaftssituation hierzulande verbessern. Die Auftragseingänge im September sind in Deutschland um 0,9 Prozentpunkte gegenüber dem Vormonat gestiegen und könnten bereits Vorboten einer Konjunkturbelebung sein. Die Industrieproduktion ist hingegen weiterhin schwach. Dies könnte auch erklären, warum die aktuelle Konjunktursituation noch von 88 Prozent aller vom ZEW befragten Experten als schlecht bezeichnet wird. Schließlich hat auch der zuletzt wieder etwas schwächere Euro die Konjunkturerwartungen und somit die Aktienmarktaussichten verbessert. Der Zusammenhang zwischen dem Eurokurs und der Aktienmarktentwicklung zeigt sich in letzter Zeit deutlich: Wird der Euro schwächer und verbessern sich somit die Gewinnaussichten deutscher Exporteure, so steigt der Dax und umgekehrt. Während die Aussichten für den europäischen Aktienmarkt optimistischer eingeschätzt werden, werden sie für den Rentenmarkt in diesem Monat deutlich pessimistischer gesehen. Vor dem Hintergrund der Leitzinserhöhungen in Australien und Großbritannien könnte in einer nicht mehr allzufernen Zukunft auch die EZB die Zinsen erhöhen. Fast jeder vierte Experte erwartet bereits eine Erhöhung in den nächsten sechs Monaten. Etwa 70 Prozent von ihnen geht darüber hinaus von weiter steigenden Langfristzinsen aus. ◀

Volker Kleff

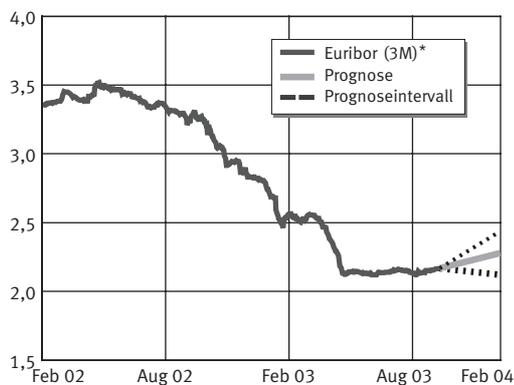
Langfristiger Zins: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: Zinsstruktur wird steiler

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



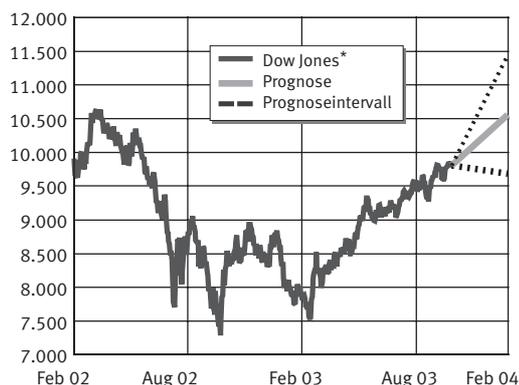
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Vor dem nächsten Frühjahr ist nicht mit Leitzinserhöhungen der EZB zu rechnen. Solange die aktuelle Lage der Euro-Volkswirtschaften sich nicht durchgreifend gebessert hat, so lange besteht für die EZB nach Auffassung einer großen Mehrheit der Finanzexperten noch kein akuter Handlungsbedarf. Obwohl die Bank of England nun den Abschied aus dem Zinstal eingeläutet hat, glauben die Experten nicht, dass die EZB schnell diesem Beispiel folgen wird. 73,9 Prozent der Befragten rechnen zumindest bis zum Februar mit gleich bleibenden Kurz-

fristzinsen. Offenbar bringt die erwartete konjunkturelle Erholung angesichts der schwachen Ausgangslage noch keinen Inflationsdruck mit sich. Im Bereich der langfristigen Zinsen ergibt sich ein anderes Bild: Hier rechnen jetzt bereits 67,3 Prozent der befragten Finanzexperten mit weiter anziehenden Renditen. Bewahrheiten sich diese Erwartungen, dann wird die Zinsstrukturkurve bis zum kommenden Frühjahr deutlich steiler werden – eine typische Entwicklung in der Frühphase einer konjunkturellen Erholung. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

USA: Zweifel an Nachhaltigkeit des Aufschwungs

Aktienmarkt: Entwicklung und Prognose



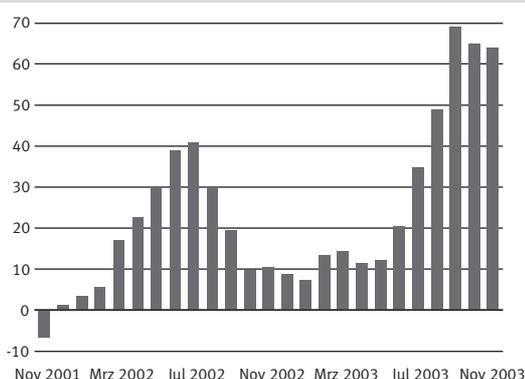
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

In Amerika mehren sich in letzter Zeit die positiven Nachrichten zur Wirtschaftslage. Das Bruttoinlandsprodukt stieg kräftig und die Arbeitsmarktstatistiken zeigten einen Stellenzuwachs an, der weit über den Erwartungen lag. Zudem haben die Unternehmen die Gewinnerwartungen der Analysten für das dritte Quartal 2003 erfüllt oder sogar übertroffen. Dennoch sehen viele der befragten Experten das Wirtschaftswachstum der USA nicht als nachhaltig an. Obwohl die Analysten die aktuelle Situation der amerikanischen Wirtschaft im Vergleich

zum Vormonat besser beurteilen, fiel der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in sechs Monaten im November deutlich um 8,6 auf 49,4 Punkte. Offensichtlich schreiben die Analysten den Wachstumsschub im zweiten Halbjahr 2003 zu einem großen Teil der expansiven Fiskal- und Geldpolitik von Regierung und Notenbank zu. Die Erwartungen für den Dow-Jones Index bleiben aber davon zunächst unberührt. 69 Prozent der befragten Experten rechnen mit einem weiteren Anstieg. ◀ *David Lahl*

Japan: Aufschwung verliert an Dynamik

Konjunkturerwartungen Japan



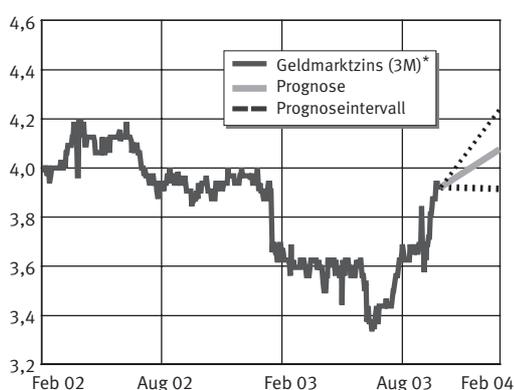
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Japan in sechs Monaten.
Quelle: ZEW

Nach einer langen Rezessionsphase konnte die japanische Wirtschaft in diesem Jahr wieder Tritt fassen. Im zweiten Quartal 2003 gehörte Japan zu den wachstumsstärksten Industrienationen. Allerdings hat der Aufschwung seit September etwas an Dynamik verloren, was sich insbesondere an den Aktienmärkten in einer Seitwärtsbewegung des Nikkei-Index ausdrückte. Die Wahl in Japan hat ebenfalls Befürchtungen hervorgerufen, dass das Reformtempo sinken könnte, da der an den Finanzmärkten beliebte Ministerpräsident Koizumi in Zukunft

mit einer relativ knappen Mehrheit die noch anstehenden strukturellen Probleme der japanischen Volkswirtschaft lösen muss. Eine weitere ernste Gefahr für die stark exportorientierte Industrie ist der steigende Yen-Kurs. Die Finanzmarktexperten erwarten allerdings nur eine schwache Aufwertung des Yens gegenüber dem Euro. Die Beurteilung der Konjunkturlage in sechs Monaten hat sich im November nur wenig verschlechtert. Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen fiel um einen Punkt auf 63,8 Punkte. ◀ *David Lahl*

Großbritannien: Verbesserte Konjunkturaussichten nach Zinserhöhung

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

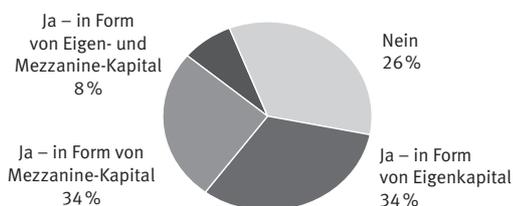
Am Donnerstag, dem 6. November, leitete die britische Zentralbank die Zinswende in Europa ein. Nachdem am Tag zuvor die australische Zentralbank bereits die Leitzinsen angehoben hatte, folgte die Bank of England mit einer Steigerung des Geldmarktzinses von 3,5 auf 3,75 Prozent. Der Schritt kam nicht überraschend, dennoch war dies die erste Zinserhöhung in Großbritannien seit drei Jahren. Der geldpolitische Ausschuss der englischen Zentralbank beruft sich dabei auf ein höheres Wachstum in 2004 und möchte eine Überhitzung der Konjunktur

unterbinden. Die Experten befürchten indessen keine Verlangsamung des Wachstums aufgrund der Zinserhöhung. Eine getrennte Auswertung der Antworten im Zeitraum vor und nach der Zinsentscheidung hat ergeben, dass sich die Konjunkturschätzungen zur wirtschaftlichen Situation in sechs Monaten nach der Zinserhöhung sogar verbessert haben. Insofern überwog wohl die Freude über den positiven Konjunkturausblick der Zentralbank die Nachteile für den Wirtschaftsaufschwung durch eine Verteuerung von Krediten. ◀ *David Lahl*

Sonderfrage: Finanzbeteiligung an Krisenunternehmen

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

Wird die Bedeutung von Krisenunternehmen für Finanzinvestoren in Zukunft zunehmen?



Wie wirken sich folgende Faktoren auf die Nachfrage der Finanzinvestoren nach KU aus?

(1 = sehr negativ bis 7 = sehr positiv)



Gesamtzahl der Antworten: 199

Quelle: ZEW

Von einer Unternehmenskrise spricht man, wenn die Überlebensfähigkeit eines Unternehmens nachhaltig bedroht ist. Mit zunehmender Schwere der Krise sind die Auswirkungen im strategischen, operativen und schließlich im finanziellen Bereich des Unternehmens zu erkennen. Angesichts der stark gestiegenen Zahl der Insolvenzen in den letzten Jahren stellt sich die Frage, wie Finanzinvestoren Anlagen in Krisenunternehmen beurteilen. Zu dieser Thematik wurden in der Sonderfrage 199 Analysten befragt.

Von einer hohen Anzahl an Krisenunternehmen kann wohl auch in Zukunft ausgegangen werden. Die Finanzmarktexperten erwarten, dass knapp 15 Prozent der deutschen Unternehmen (ab 1 Mio. € Umsatz) in den nächsten ein bis zwei Jahren in eine Ertrags- oder Liquiditätskrise geraten. Dabei ist der Grundstein für viele Krisensituationen vermutlich bereits gelegt. Die bilanziellen Auswirkungen zeigen sich jedoch vielfach erst zu einem späteren Zeitpunkt.

74 Prozent der Befragten meinen, dass die Bedeutung von Krisenunternehmen für Finanzinvestoren generell zunehmen wird. Von diesen schätzen wiederum 44 Prozent, dass Investoren sich vornehmlich mit klassischem Eigenkapital betei-

ligen werden, während 45 Prozent erwarten, dass insbesondere Mezzanine-Kapital (stille Beteiligungen, nachrangige Darlehen, usw.) eingesetzt werden wird. 10 Prozent sehen beide Finanzierungsformen gleichbedeutend.

Das Interesse von Kapitalgebern an (Minderheits-)Finanzbeteiligungen an Krisenunternehmen wird insbesondere durch positive Wirtschaftswachstumserwartungen sowie durch die zunehmende Bedeutung von alternativen Anlagemöglichkeiten begünstigt. Besonders negativ auf die Nachfrage der Finanzinvestoren wirken sich dagegen eine niedrige Eigenkapitalquote, mangelnde Innovationskraft und schlechtes Management der Krisenunternehmen aus, so die Analysten. Dies gilt jedoch nur, solange der Finanzinvestor nicht aktiv auf die Unternehmenspolitik Einfluss zu nehmen plant.

Steigende Zinserwartungen, die aktuellen Insolvenzrechtsänderungen sowie die Regelungen von Basel II haben keinen nennenswerten Einfluss auf die Anlageentscheidung. Auch der üblicherweise schlechte Zugang von Krisenunternehmen zu Bankkrediten und zu Börsen-Eigenkapital hat nur unwesentliche Auswirkungen. ◀

Andreas Kucher, Matthias Meitner

ZEW - Finanzmarkttest November 2003: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.7	(+/-0.0)	25.8	(+4.4)	73.5	(-4.4)	-72.8	(+4.4)
Deutschland	0.7	(+0.1)	11.1	(-0.3)	88.2	(+0.2)	-87.5	(-0.1)
USA	14.7	(+9.2)	66.9	(+6.5)	18.4	(-15.7)	-3.7	(+24.9)
Japan	2.4	(-0.2)	33.1	(+2.4)	64.5	(-2.2)	-62.1	(+2.0)
Großbritannien	9.3	(+3.8)	70.8	(+6.8)	19.9	(-10.6)	-10.6	(+14.4)
Frankreich	0.3	(-0.1)	18.0	(+1.7)	81.7	(-1.6)	-81.4	(+1.5)
Italien	0.3	(-0.1)	19.2	(+2.1)	80.5	(-2.0)	-80.2	(+1.9)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	72.8	(+4.4)	26.5	(-3.5)	0.7	(-0.9)	72.1	(+5.3)
Deutschland (=ZEW Indikator)	67.9	(+4.7)	31.4	(-2.5)	0.7	(-2.2)	67.2	(+6.9)
USA	58.9	(-3.0)	31.6	(-2.6)	9.5	(+5.6)	49.4	(-8.6)
Japan	65.5	(-0.3)	32.8	(-0.4)	1.7	(+0.7)	63.8	(-1.0)
Großbritannien	40.8	(-3.3)	57.1	(+4.7)	2.1	(-1.4)	38.7	(-1.9)
Frankreich	68.5	(+3.0)	30.1	(-1.6)	1.4	(-1.4)	67.1	(+4.4)
Italien	67.9	(+3.2)	30.0	(-3.5)	2.1	(+0.3)	65.8	(+2.9)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	20.9	(+2.6)	65.7	(+1.9)	13.4	(-4.5)	7.5	(+7.1)
Deutschland	19.6	(-1.3)	70.6	(+8.2)	9.8	(-6.9)	9.8	(+5.6)
USA	40.7	(+5.5)	53.0	(-2.6)	6.3	(-2.9)	34.4	(+8.4)
Japan	31.2	(+0.4)	67.0	(+0.2)	1.8	(-0.6)	29.4	(+1.0)
Großbritannien	27.6	(+8.6)	64.2	(-5.5)	8.2	(-3.1)	19.4	(+11.7)
Frankreich	19.6	(+2.8)	68.5	(+2.4)	11.9	(-5.2)	7.7	(+8.0)
Italien	20.7	(+2.9)	66.7	(+2.0)	12.6	(-4.9)	8.1	(+7.8)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	22.2	(+8.3)	73.9	(+1.8)	3.9	(-10.1)	18.3	(+18.4)
USA	35.6	(+14.7)	64.1	(-13.7)	0.3	(-1.0)	35.3	(+15.7)
Japan	19.6	(+2.6)	80.4	(-1.9)	0.0	(-0.7)	19.6	(+3.3)
Großbritannien	44.4	(+24.3)	55.3	(-19.1)	0.3	(-5.2)	44.1	(+29.5)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	67.3	(+9.8)	27.8	(-4.9)	4.9	(-4.9)	62.4	(+14.7)
USA	75.7	(+11.1)	20.7	(-7.8)	3.6	(-3.3)	72.1	(+14.4)
Japan	55.2	(+9.6)	42.7	(-9.6)	2.1	(+/-0.0)	53.1	(+9.6)
Großbritannien	64.9	(+13.0)	32.6	(-8.7)	2.5	(-4.3)	62.4	(+17.3)
Frankreich	65.7	(+9.6)	29.8	(-4.8)	4.5	(-4.8)	61.2	(+14.4)
Italien	66.2	(+9.6)	29.3	(-4.7)	4.5	(-4.9)	61.7	(+14.5)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	72.2	(+1.7)	20.1	(+0.2)	7.7	(-1.9)	64.5	(+3.6)
DAX (Deutschland)	73.6	(+3.8)	18.7	(-0.9)	7.7	(-2.9)	65.9	(+6.7)
TecDax (Deutschland)	69.7	(+5.2)	20.9	(-0.8)	9.4	(-4.4)	60.3	(+9.6)
Dow Jones Industrial (USA)	69.0	(+2.9)	19.9	(-1.9)	11.1	(-1.0)	57.9	(+3.9)
Nikkei 225 (Japan)	71.5	(-1.2)	23.6	(+2.5)	4.9	(-1.3)	66.6	(+0.1)
FT-SE-100 (Großbritannien)	59.6	(-0.8)	32.1	(+1.4)	8.3	(-0.6)	51.3	(-0.2)
CAC-40 (Frankreich)	68.0	(+1.5)	24.1	(+0.3)	7.9	(-1.8)	60.1	(+3.3)
MIBtel (Italien)	66.9	(+2.1)	25.8	(+0.4)	7.3	(-2.5)	59.6	(+4.6)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	20.5	(+2.9)	27.8	(+3.3)	51.7	(-6.2)	-31.2	(+9.1)
Yen	23.0	(-0.5)	58.2	(+3.1)	18.8	(-2.6)	4.2	(+2.1)
Brit. Pfund	11.8	(+4.6)	57.0	(+3.0)	31.2	(-7.6)	-19.4	(+12.2)
Schw. Franken	6.0	(-0.7)	71.2	(-1.7)	22.8	(+2.4)	-16.8	(-3.1)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	10.5	(-4.7)	53.4	(+6.3)	36.1	(-1.6)	-25.6	(-3.1)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	77.9	(+8.5)	17.8	(-6.7)	4.3	(-1.8)	73.6	(+10.3)
Versicherungen	68.5	(+8.0)	25.4	(-7.2)	6.1	(-0.8)	62.4	(+8.8)
Fahrzeuge	37.0	(+4.5)	49.1	(+0.9)	13.9	(-5.4)	23.1	(+9.9)
Chemie/Pharma	42.0	(+0.4)	51.8	(+1.1)	6.2	(-1.5)	35.8	(+1.9)
Stahl/NE-Metalle	36.4	(+9.7)	52.7	(-9.9)	10.9	(+0.2)	25.5	(+9.5)
Elektro	45.6	(+4.5)	48.6	(-4.0)	5.8	(-0.5)	39.8	(+5.0)
Maschinen	41.6	(+7.5)	47.3	(-2.5)	11.1	(-5.0)	30.5	(+12.5)
Konsum/Handel	43.7	(+1.4)	45.5	(-3.1)	10.8	(+1.7)	32.9	(-0.3)
Bau	10.4	(+0.2)	63.2	(+5.4)	26.4	(-5.6)	-16.0	(+5.8)
Versorger	30.1	(+3.8)	63.8	(-5.5)	6.1	(+1.7)	24.0	(+2.1)
Dienstleister	61.7	(+2.8)	34.3	(-3.5)	4.0	(+0.7)	57.7	(+2.1)
Telekommunikation	72.8	(+7.5)	23.6	(-7.1)	3.6	(-0.4)	69.2	(+7.9)
Inform.-Technologien	75.6	(+8.1)	21.2	(-6.2)	3.2	(-1.9)	72.4	(+10.0)

Bemerkung: An der November-Umfrage des Finanzmarkttests vom 27.10.-10.11.03 beteiligten sich 308 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.

Mittelfristige ZEW-Finanzmarktprognose November 2003

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom November 2003 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 27.10.-10.11.03 beteiligten sich 308 Analysten. Zur Ermittlung des Prognosewertes werden die qualitativen Antwortkategorien ("steigen", "gleichbleiben", "fallen") mit Hilfe eines speziellen Verfahrens (der Carlson/Parkin-Methode) in quantitative Werte transformiert. Der Basiswert dagegen entspricht einem gewichteten Durchschnitt der tatsächlichen Werte der betrachteten Größe während des Befragungszeitraumes. Zusätzlich zur Prognose wird die mittlere Abweichung vom Prognosewert, die Standardabweichung, in Klammern angegeben (Std. Abw.).

Weitere Informationen zum verwendeten statistischen Verfahren sind in Form einer ZEW-Kurzinformation erhältlich.

	Basis	Prognose	(Std. Abw.)
Inflationsrate			
Euroraum	2.1	2.1	(0.2)
Deutschland	1.2	1.2	(0.2)
USA	2.3	2.5	(0.2)
Japan	-0.2	-0.1	(0.2)
Großbritannien	2.8	2.8	(0.2)
Frankreich	2.1	2.1	(0.2)
Italien	2.5	2.5	(0.2)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	2.2	2.3	(0.2)
USA	0.9	1.0	(0.1)
Japan	0.1	0.2	(0.1)
Großbritannien	3.9	4.1	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.4	4.7	(0.3)
USA	4.3	4.8	(0.4)
Japan	1.5	1.7	(0.2)
Großbritannien	5.0	5.3	(0.3)
Frankreich	4.4	4.7	(0.3)
Italien	4.5	4.8	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	2610	2820	(200)
DAX (Deutschland)	3700	4020	(300)
TecDax (Deutschland)	580	630	(50)
Dow Jones Industrial (USA)	9780	10560	(880)
Nikkei 225 (Japan)	10600	11330	(630)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4320	4540	(250)
CAC-40 (Frankreich)	3400	3630	(230)
MIBtel (Italien)	19500	20730	(1250)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	1.15	1.17	(0.04)
Yen	126.40	126.20	(2.30)
Brit. Pfund	0.69	0.69	(0.01)
Schw. Franken	1.56	1.57	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	28.50	27.20	(2.80)