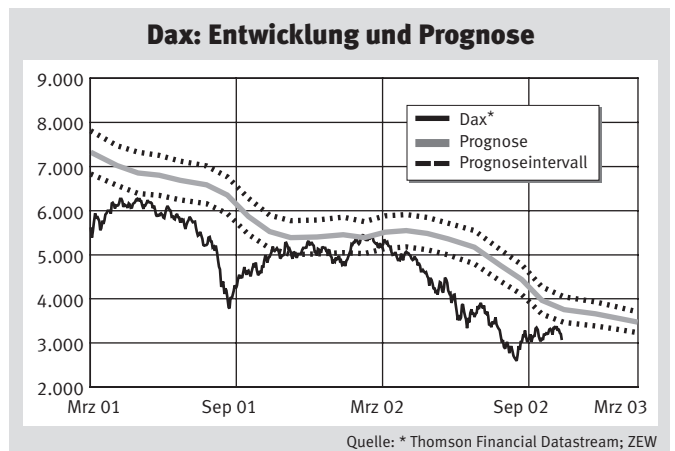


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 25.11. – 10.12.02 (Redaktionsschluss 13.12.02) werden 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: EZB gibt Hoffnung

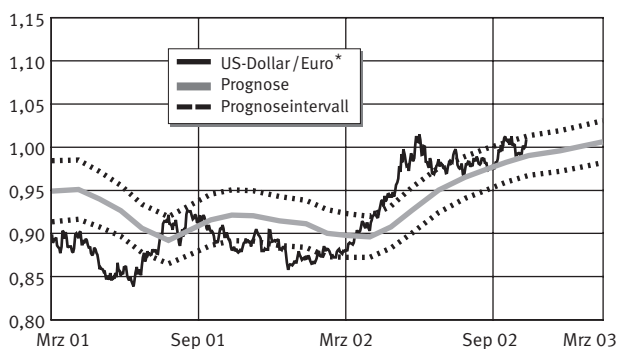
Ginge es lediglich nach den deutschen Finanzanalysten, so hat die Europäische Zentralbank am 5. Dezember ihren Teil dazu beigetragen, der deutschen Konjunktur unter die Arme zu greifen. Lange Zeit erwarteten die Börsianer Zinssenkungen, die immer wieder verschoben wurden. Betrachtet man nun getrennt die Umfrageresultate vor und nach der EZB-Entscheidung, so zeigt sich eine positive Trendumkehr der Einschätzungen nach dem Bekanntwerden der Zinssenkung, insbesondere bei den Aussichten für die deutsche Wirtschaft. Die Konjunkturerwartungen der befragten Experten für Deutschland wurden durch die Maßnahme stabilisiert, nachdem sie sich in den Vormonaten drastisch verschlechtert hatten. Die Aussichten für die europäische Konjunktur haben sich sogar deutlich verbessert. Zur Zuversicht der Analysten ebenfalls beigetragen haben die Aktienmärkte, die sich von ihren Oktobertiefständen erholt haben. Nach Ansicht der befragten Experten handelt es sich dabei um eine nachhaltige Bewegung – gut zwei Drittel trauen dem DAX und dem Euro Stoxx 50 mittelfristig weitere Kursgewinne zu. Bis März sollte das deutsche Aktienbarometer demnach auf bis zu 3.500 Punkte steigen können. Insofern besteht also durchaus Luft für eine Jahresanfangs-



rallye auf dem Frankfurter Parkett. Für den Neuen Markt klettert der Anteil der Optimisten erstmals seit Monaten wieder über die 50-Prozentmarke. Doch selbst die Optimisten rechnen dort nur mit begrenzten Kursgewinnen – der Nemax 50 wird auf maximal 500 Punkte bis März 2003 steigen können.

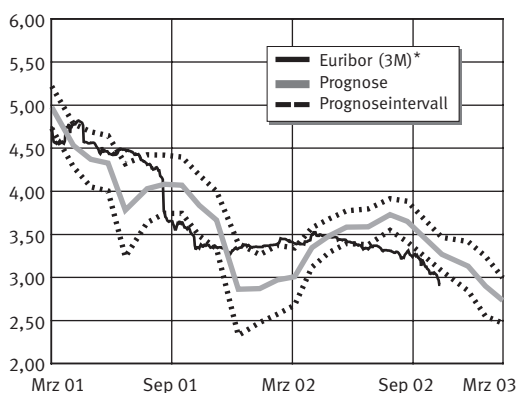
Zur Belastung für die deutsche Wirtschaft könnte die Entwicklung an den Devisenmärkten werden. Der Euro tendiert gegenüber dem US-Dollar weiter stark. Sollte dieser Trend sich verstärken, drohen negative Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportwirtschaft. Die Sorge um eine weitere Abwertung des US-Dollar wird auch durch die Nominierung von John Snow als neuem Finanzminister in den USA genährt. Analysten befürchten ein Abrücken von der Politik des starken Dollar, um der US-Wirtschaft weitere positive Impulse zu geben. Die befragten Analysten stimmen dieser Vermutung in der Dezemberumfrage zu: Der Anteil derer, die eine Fortsetzung der Euro-Aufwertung erwarten, hat sich nach der Nachricht aus Washington deutlich erhöht. Euro-Optimisten sehen den Kurs der Gemeinschaftswährung gegenüber der US-Währung bereits auf 1,03 zu Beginn des nächsten Jahres ansteigen. ◀ *Felix Hüfner*

## Euro: Entwicklung und Prognose



## ECB-Watch: Zinsphantasie noch nicht ganz verfliegen

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



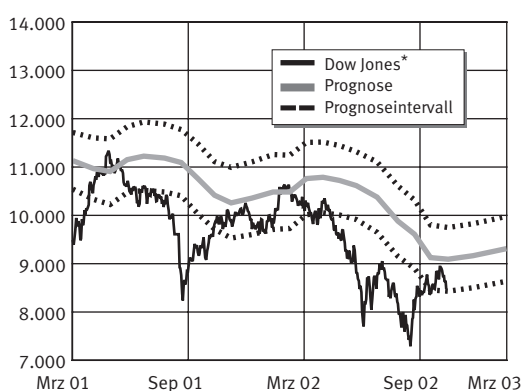
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Der große Zinsschritt der EZB hat die Zinserwartungen an den Finanzmärkten grundlegend verändert. Aber noch ist nicht jede Phantasie aus dem Markt gewichen. Da der Zinsentscheid in den Umfragezeitraum fiel, wurden die vor und nach dem EZB-Votum abgegebenen Einschätzungen getrennt ausgewertet. Nach der Zinssenkung geht die große Mehrheit (64,6 Prozent) davon aus, dass die Zinsen vorerst nicht mehr fallen werden. Immerhin 29,2 Prozent sind aber der Auffassung, dass

die EZB ihren Spielraum noch nicht voll ausgeschöpft hat. Insgesamt errechnet sich aus diesen Einschätzungen eine Prognose von 2,7 Prozent für den 3-Monats-Euribor. Die Inflationserwartungen bleiben moderat. Nach der Zinsentscheidung prognostizierte gut die Hälfte der befragten Experten eine unveränderte und 37,5 Prozent eine sinkende Inflationsrate. Das Lager derjenigen, die eine steigende Inflationsrate erwarten, hat mit 9 Prozent kaum Bedeutung. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

## USA: Marketing ist alles

### Dow Jones: Entwicklung und Prognose



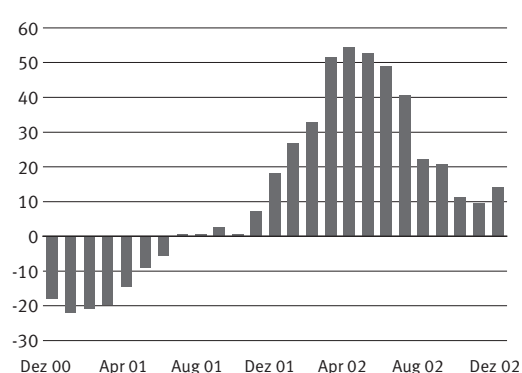
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Ankündigung von Präsident Bush, den bisherigen Eisenbahnunternehmer John Snow anstelle von Paul O'Neill als Finanzminister ins Kabinett zu holen, war für die Analysten ein Grund, die Konjunkturerwartungen für die USA deutlich nach oben zu schrauben. Vor der Ankündigung waren 48, danach 68 Prozent der Analysten optimistisch für den weiteren Konjunkturverlauf. Snow gilt als Kommunikationstalent, der die expansive Fiskalpolitik von Bush besser als bisher nach

außen verkaufen soll. Erwartet wird etwa, dass Snow von dem Ziel eines starken US-Dollar abgeht und zur Förderung des Außenhandels einen schwächeren Greenback zulassen wird. Im September war das Handelsbilanzdefizit zuletzt weiter gestiegen. Die Prognosen der Experten für den Aktienmarkt können jedoch im Dezember von den besseren Konjunkturaussichten nicht profitieren. Mehr als 9.300 Punkte für den Dow Jones sind mittelfristig nicht zu erwarten. ◀ *Volker Kleff*

## Großbritannien: Konsum ohne Reue?

### Konjunkturerwartungen Großbritannien



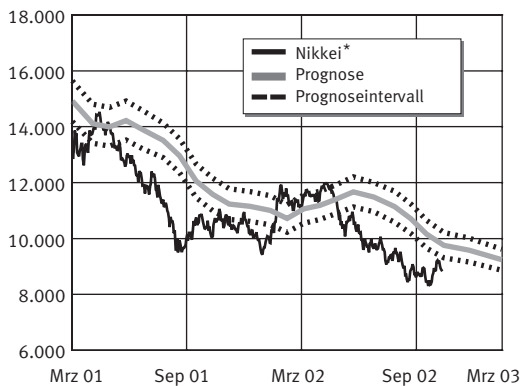
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Großbritannien in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Die starke Verschuldung der privaten Haushalte von nunmehr 111 Prozent des verfügbaren Jahreseinkommens, die durch die rapide steigenden Hauspreise erst möglich geworden ist, könnte zunehmend zum Problem werden. Sie würde einen künftigen konjunkturellen Aufschwung abschwächen, da die konjunkturell bedingt steigenden Zinsen zu einer sprunghaft steigenden Schuldenlast führen und den Konsum einbrechen lassen könnten. Sollte der konjunkturelle

Aufschwung nicht bald einsetzen und sollten die Häuserpreise sich wieder normalisieren, könnte die Konsumfreude ebenfalls getrübt werden. Die aus der hohen Verschuldung resultierenden Gefahren könnten ein Grund dafür sein, dass die Konjunkturaussichten für Großbritannien verhältnismäßig moderat beurteilt werden. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten bezüglich der Konjunkturaussichten ist mit +14,1 nur etwa halb so groß wie in der Eurozone. ◀ *Volker Kleff*

## Japan: Das Zittern geht weiter

**Nikkei: Entwicklung und Prognose**



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

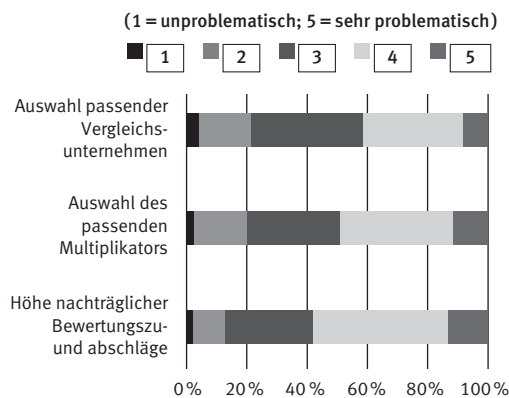
Die wirtschaftliche Entwicklung in Japan bleibt ungewiss. Ob sich das Land in absehbarer Zeit aus der Krise selbst befreien kann, hängt maßgeblich von der Entschlossenheit der Wirtschaftspolitik ab. Bisher ist vorgesehen, dass die Geschäftsbanken den Wert ihrer Aktienbestände auf ihr Kernkapital begrenzen müssen. Andernfalls will die Zentralbank Aktien aus dem Portfolio der Banken zum Marktpreis aufkaufen. Auch wenn die OECD in ihrer jüngsten Länderstudie dieses Vorha-

ben von Premier Koizumi unterstützt, nimmt der Aktienmarkt diesen für einen nachhaltigen Aufschwung notwendigen Staatseingriff skeptisch auf. Insbesondere Bankaktien werden von den Investoren abgestoßen. Die Anleger befürchten die Verstaatlichung besonders notleidender Kreditinstitute. Entsprechend verhalten sind die weiteren Aktienmarktaussichten. Die befragten institutionellen Anleger sehen den Nikkei 225 mittelfristig nur bei 9.200 Punkten. ◀ *Volker Kleff*

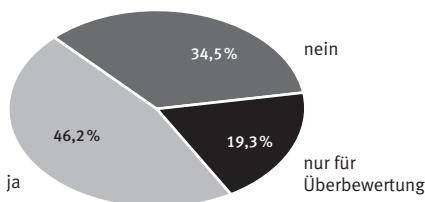
## Sonderfrage: Multiplikatorverfahren und Aktienbewertung

Die Umfrage wurde in Zusammenarbeit mit Christoph Beckmann durchgeführt. Christoph Beckmann ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Prüfungswesen der Universität Erlangen-Nürnberg (Prof. Peemöller). Er beschäftigt sich dort hauptsächlich mit Fragen der Unternehmensbewertung.

**Wie würden Sie folgende Problembereiche beim Multiplikatorverfahren beurteilen?**



**Glauben Sie, dass die Anwendung des Multiplikatorverfahrens für Fehlbewertungen an der Börse mitverantwortlich sind?**



Gesamtzahl der Antworten: 203

Quelle: ZEW

In der Aktienbewertung spielt neben den ertragsorientierten Verfahren auch die Multiplikatorverfahren eine bedeutende Rolle. Bei diesem vergleichenden Bewertungsverfahren wird aus den Börsenkursen ähnlicher Unternehmen auf den Wert des zu betrachtenden Unternehmens geschlossen. In der Sonderfrage wurden zu dieser Thematik 203 Analysten befragt. Dabei gaben ungefähr drei Viertel der Finanzmarktexperten an, für die Bewertung von Dax-beziehungswise Nemax-Unternehmen bevorzugt das Ertragswert-/DCF-Verfahren zu verwenden. Immerhin knapp 25 Prozent favorisieren dagegen den Multiplikatoransatz oder sehen ihn als zumindest gleichwertig an. Die Multiplikatorverfahren wird demnach nicht nur zur Unterstützung anderer Methoden angewandt, sondern hat auch als eigenständiges Bewertungsverfahren seine Berechtigung. Insbesondere kommt dem Ansatz dabei seine Eignung zur Aufdeckung relativer Aktien-Fehlbewertungen zu Gute. Dass es unzutreffend ist, den Multiplikatoransatz als vereinfachtes Bewertungsverfahren zu bezeichnen, machen die Ant-

worten auf die zweite Frage deutlich. Die Mehrheit der Test-Teilnehmer sieht sowohl die Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen und Multiplikatoren als auch insbesondere die nachträgliche Bestimmung von Bewertungszu- und abschlägen als problematisch an. Dies zeigt, dass eine intensive Auseinandersetzung mit dem zu bewertenden Unternehmen und den Vergleichsunternehmen, sowie Erfahrung des Bewerter auch hier unerlässlich sind. Vielfach muss sich der Multiplikatoransatz den Vorwurf gefallen lassen, an der Bewertungsmisere des Neuen Marktes nicht unschuldig gewesen zu sein. Ob die Anwendung dieses Verfahrens tatsächlich für Aktien-Fehlbewertungen mitverantwortlich ist, kann jedoch nicht eindeutig geklärt werden: Knapp die Hälfte der Experten attestieren diesem Ansatz eine generelle Mitschuld, während zwanzig Prozent eine Mitschuld nur bei Überbewertungen sehen. Mehr als ein Drittel glaubt dagegen nicht, dass sich durch den Multiplikatoransatz Fehlbewertungen fortpflanzen. ◀

*Christoph Beckmann,  
Matthias Meitner*

## ZEW - Finanzmarkttest Dezember 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	0.0 (+/-0.0)	23.3 (-1.1)	76.7 (+1.1)	-76.7 (-1.1)
Deutschland	0.0 (+/-0.0)	4.6 (-1.3)	95.4 (+1.3)	-95.4 (-1.3)
USA	2.0 (+1.3)	48.7 (+8.6)	49.3 (-9.9)	-47.3 (+11.2)
Japan	0.0 (-0.3)	3.7 (+0.3)	96.3 (+/-0.0)	-96.3 (-0.3)
Großbritannien	3.2 (-1.7)	70.7 (+4.3)	26.1 (-2.6)	-22.9 (+0.9)
Frankreich	0.0 (+/-0.0)	24.6 (-3.5)	75.4 (+3.5)	-75.4 (-3.5)
Italien	0.0 (+/-0.0)	17.7 (-1.8)	82.3 (+1.8)	-82.3 (-1.8)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	34.3 (+1.6)	58.5 (-0.3)	7.2 (-1.3)	27.1 (+2.9)
Deutschland	22.2 (-1.9)	56.2 (+0.2)	21.6 (+1.7)	0.6 (-3.6)
USA	52.8 (+8.7)	40.3 (-6.1)	6.9 (-2.6)	45.9 (+11.3)
Japan	13.6 (-2.0)	81.6 (+2.3)	4.8 (-0.3)	8.8 (-1.7)
Großbritannien	23.1 (+2.6)	67.9 (-0.5)	9.0 (-2.1)	14.1 (+4.7)
Frankreich	32.0 (+4.4)	58.9 (-2.8)	9.1 (-1.6)	22.9 (+6.0)
Italien	28.0 (+0.3)	62.4 (+0.5)	9.6 (-0.8)	18.4 (+1.1)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	6.5 (-4.6)	59.0 (+0.7)	34.5 (+3.9)	-28.0 (-8.5)
Deutschland	7.9 (-3.5)	61.1 (+0.8)	31.0 (+2.7)	-23.1 (-6.2)
USA	25.0 (+5.9)	62.5 (-4.6)	12.5 (-1.3)	12.5 (+7.2)
Japan	10.5 (+1.1)	85.3 (+1.4)	4.2 (-2.5)	6.3 (+3.6)
Großbritannien	16.6 (+7.2)	68.9 (-6.4)	14.5 (-0.8)	2.1 (+8.0)
Frankreich	8.1 (-0.8)	62.7 (-1.1)	29.2 (+1.9)	-21.1 (-2.7)
Italien	11.0 (+1.4)	58.5 (-5.3)	30.5 (+3.9)	-19.5 (-2.5)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	3.9 (-3.5)	36.1 (+5.0)	60.0 (-1.5)	-56.1 (-2.0)
USA	11.2 (+2.3)	76.9 (+14.2)	11.9 (-16.5)	-0.7 (+18.8)
Japan	3.5 (+0.1)	94.8 (+1.0)	1.7 (-1.1)	1.8 (+1.2)
Großbritannien	9.6 (+3.7)	61.0 (+3.5)	29.4 (-7.2)	-19.8 (+10.9)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	32.1 (-4.2)	47.9 (+2.1)	20.0 (+2.1)	12.1 (-6.3)
USA	41.6 (-2.8)	47.9 (+2.8)	10.5 (+/-0.0)	31.1 (-2.8)
Japan	18.5 (-2.1)	78.7 (+1.0)	2.8 (+1.1)	15.7 (-3.2)
Großbritannien	31.0 (-0.5)	57.7 (+2.5)	11.3 (-2.0)	19.7 (+1.5)
Frankreich	32.4 (-6.0)	49.8 (+4.3)	17.8 (+1.7)	14.6 (-7.7)
Italien	34.2 (-4.3)	48.2 (+3.2)	17.6 (+1.1)	16.6 (-5.4)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	67.7 (+1.5)	22.8 (-0.6)	9.5 (-0.9)	58.2 (+2.4)
DAX (Deutschland)	64.4 (-2.0)	25.4 (+3.1)	10.2 (-1.1)	54.2 (-0.9)
NEMAX 50 (Deutschland)	54.3 (+5.5)	30.7 (-4.3)	15.0 (-1.2)	39.3 (+6.7)
Dow Jones Industrial (USA)	64.4 (+0.5)	24.4 (-0.7)	11.2 (+0.2)	53.2 (+0.3)
Nikkei 225 (Japan)	42.8 (-1.5)	48.6 (+1.1)	8.6 (+0.4)	34.2 (-1.9)
FT-SE-100 (Großbritannien)	60.9 (-1.2)	31.0 (+0.8)	8.1 (+0.4)	52.8 (-1.6)
CAC-40 (Frankreich)	64.3 (-1.2)	25.9 (+1.3)	9.8 (-0.1)	54.5 (-1.1)
MIBtel (Italien)	61.9 (-1.0)	28.2 (+1.8)	9.9 (-0.8)	52.0 (-0.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	19.2 (+1.3)	45.0 (-2.2)	35.8 (+0.9)	-16.6 (+0.4)
Yen	5.6 (-2.0)	43.5 (-0.3)	50.9 (+2.3)	-45.3 (-4.3)
Brit. Pfund	10.5 (+3.3)	54.9 (-4.1)	34.6 (+0.8)	-24.1 (+2.5)
Schw. Franken	17.1 (+1.5)	62.5 (-4.2)	20.4 (+2.7)	-3.3 (-1.2)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	24.7 (+3.5)	51.0 (+6.7)	24.3 (-10.2)	0.4 (+13.7)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	22.6 (+4.0)	39.6 (+3.9)	37.8 (-7.9)	-15.2 (+11.9)
Versicherungen	26.5 (+5.4)	35.3 (-1.5)	38.2 (-3.9)	-11.7 (+9.3)
Fahrzeuge	11.7 (-3.0)	54.8 (+0.9)	33.5 (+2.1)	-21.8 (-5.1)
Chemie/Pharma	25.4 (-3.3)	59.2 (-0.2)	15.4 (+3.5)	10.0 (-6.8)
Stahl/NE-Metalle	19.7 (-1.4)	56.9 (-1.0)	23.4 (+2.4)	-3.7 (-3.8)
Elektro	19.6 (+0.7)	60.0 (-2.9)	20.4 (+2.2)	-0.8 (-1.5)
Maschinen	17.5 (-1.2)	57.2 (-0.3)	25.3 (+1.5)	-7.8 (-2.7)
Konsum/Handel	13.9 (+0.2)	42.5 (+3.9)	43.6 (-4.1)	-29.7 (+4.3)
Bau	5.2 (-1.7)	31.1 (-1.5)	63.7 (+3.2)	-58.5 (-4.9)
Versorger	17.6 (-4.3)	73.2 (+2.0)	9.2 (+2.3)	8.4 (-6.6)
Dienstleister	25.9 (+1.0)	59.3 (-2.7)	14.8 (+1.7)	11.1 (-0.7)
Telekommunikation	36.4 (+8.3)	50.7 (-5.3)	12.9 (-3.0)	23.5 (+11.3)
Inform.-Technologien	31.7 (+5.7)	52.9 (-3.3)	15.4 (-2.4)	16.3 (+8.1)

Bemerkung: An der Dezember-Umfrage des Finanzmarkttests vom 25.11.-10.12.02 beteiligten sich 309 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 Dezember 2002

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Dezember 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 25.11.-10.12.02 beteiligten sich 309 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.)
<b>Inflationsrate</b>			
Euroraum	2,3	2,2	(0,2)
Deutschland	1,1	1,0	(0,2)
USA	2,0	2,1	(0,2)
Japan	-0,9	-0,9	(0,1)
Großbritannien	2,1	2,1	(0,2)
Frankreich	1,9	1,8	(0,2)
Italien	2,6	2,5	(0,2)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	3,0	2,7	(0,3)
USA	1,2	1,2	(0,2)
Japan	0,1	0,1	(0,1)
Großbritannien	4,0	3,9	(0,2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4,5	4,6	(0,3)
USA	4,2	4,3	(0,3)
Japan	1,0	1,1	(0,1)
Großbritannien	4,6	4,7	(0,2)
Frankreich	4,6	4,7	(0,3)
Italien	4,7	4,8	(0,3)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	2590	2770	(200)
DAX (Deutschland )	3270	3470	(240)
NEMAX 50 (Deutschland)	440	460	(30)
Dow Jones Industrial (USA)	8750	9310	(670)
Nikkei 225 (Japan)	9000	9240	(380)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4080	4290	(240)
CAC-40 (Frankreich)	3240	3430	(230)
MIBtel (Italien)	18520	19540	(1220)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	1,00	1,01	(0,02)
Yen	123,20	125,20	(2,40)
Brit. Pfund	0,64	0,64	(0,01)
Schw. Franken	1,47	1,47	(0,02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	25,50	25,50	(3,00)