

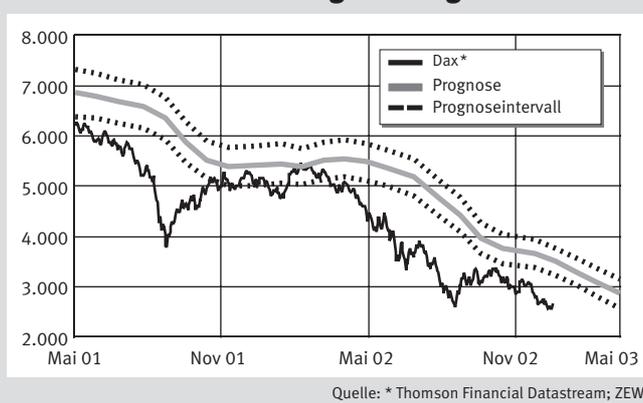
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 3.2.03 – 17.2.03 (Redaktionsschluss 21.2.03) werden im 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: Zwischen Hoffen und Bangen

Die kurze Erholungsphase des Deutschen Aktienindex seit Oktober letzten Jahres hat sich abermals als Bullenfall herausgestellt. Mittlerweile wurden sämtliche Gewinne der vergangenen Monate wieder abgegeben und der Dax befindet sich auf dem tiefsten Stand seit Mitte 1996. Seit dem Allzeithoch, das im März 2000 erreicht wurde, hat der Index nun rund 68 Prozent seines Werts verloren. Dennoch trauen selbst auf diesem Niveau noch gut 15 Prozent der befragten Analysten dem Index weitere Kursverluste auf Sicht von sechs Monaten zu. Dies ist exemplarisch für die tiefe Verunsicherung der Finanzmarktakteure. Mit einer Prognose von 2.900 Punkten für den Dax bis Mai diesen Jahres glauben die Analysten aber immerhin an eine Bodenbildung bei den deutschen Aktienkursen.

Mit der wichtigste Grund für die derzeitige Kaufzurückhaltung auf dem Parkett ist der Irak-Konflikt. Ein altes Börsianersprichwort rät zwar „zu kaufen, wenn die Kanonen donnern“, doch so recht durchsetzen kann sich diese Meinung derzeit noch nicht – hierfür ist die politische Entwicklung der nächsten Monate zu unsicher. Vor diesem Hintergrund sind auch die Konjunkturerwartungen für Deutschland in diesem Monat zu interpretieren: Sie

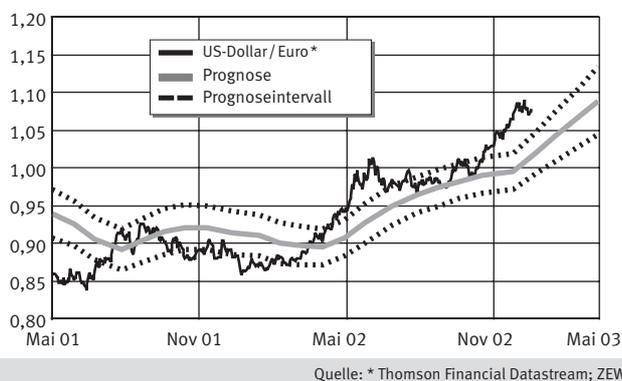
### Dax: Entwicklung und Prognose



steigen gegenüber dem Vormonat nur marginal um 1,0 Punkte an, wobei sowohl Konjunkturoptimisten als auch –pessimisten an Zulauf gewonnen haben. Mit absolut 15 Punkten steht der Indikator zwar im positiven Bereich, aber deutlich unterhalb seines historischen Mittelwertes von 33 Punkten. Erwartet wird daher für das zweite Halbjahr in Deutschland ein weiterhin schwaches Wachstum wie auch schon in den vergangenen Monaten.

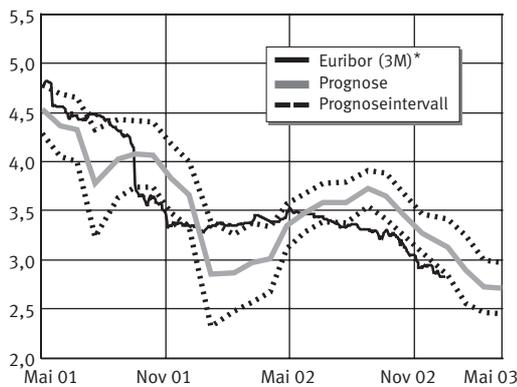
Hoffnung schöpfen die Analysten für den Euroraum allenfalls aus der Erwartung sinkender Leitzinsen in den nächsten Monaten, die auch auf die Aktienmärkte positive Auswirkungen haben dürften. Vor allem nach Bekanntwerden der überraschenden Zinssenkung der Bank of England vor wenigen Wochen haben die Erwartungen der Analysten, dass die Europäische Zentralbank dem britischen Beispiel folgen wird, zugenommen. Der starke Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar liefert dabei zusätzliche Argumente für eine Zinssenkung, indem er dämpfend auf die künftige Inflationsentwicklung wirkt. Allerdings steht auch der Devisenmarkt derzeit im Schatten des Irakkriegs und es bleibt abzuwarten, ob sich die Aufwärtsbewegung des Euro auch nach dem Ende des Konflikts fortsetzen wird. ◀ *Felix Hüfner*

### Euro: Entwicklung und Prognose



## ECB-Watch: Erwartungen auf Leitzinssenkung verfestigt

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



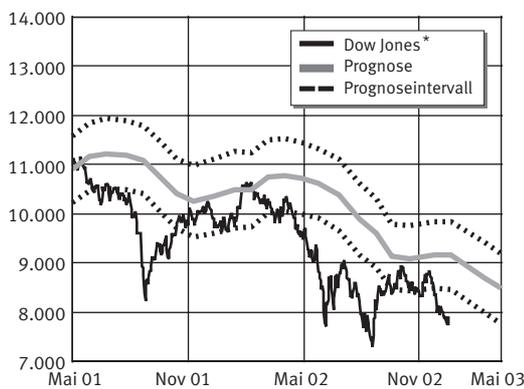
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Erwartungen auf eine neuerliche Zinssenkung der EZB haben sich im Februar deutlich verstärkt. Mittlerweile rechnen 60,6 Prozent der Befragten mit sinkenden Zinsen. Im Vergleich zur Januarumfrage haben damit mehr als 10 Prozent der Befragten ihre Einschätzung zugunsten einer expansiveren Zinspolitik revidiert. Daraus errechnet sich eine Prognose von 2,4 Prozent für den Drei-Monats-Euribor im Mai 2003. Dies würde einen kleinen Zinsschritt der EZB um 25 Basispunkte im-

plizieren. Begründen lassen sich diese Einschätzungen mit den geringen Inflationserwartungen. Die lahrende Konjunktur birgt nur geringe Inflationsrisiken. Die Ölpreise befinden sich schon auf einem so hohen Niveau, dass die überwiegende Mehrheit der Befragten (68,8 Prozent) mittelfristig einen Rückgang erwartet. Auch die Prognose für den Dollar bleibt aufgrund der Kriegsgefahr schwach (Prognose 1,09 Dollar/Euro) und dämpft den Preisauftrieb. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

## USA: Potenzieller Irakkrieg überschattet Aktienmarkt

### Dow Jones: Entwicklung und Prognose



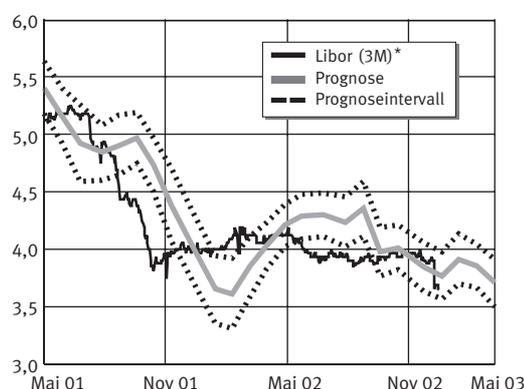
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Neuer Optimismus für den US-Aktienmarkt will sich zur Zeit unter den Experten nicht einstellen. Der Saldo der Optimisten und Pessimisten pendelt seit Monaten um die 50 Punkte-Marke. Dies entspricht bezogen auf den derzeitigen Stand des Dow Jones von 7.900 Punkten einem Anstieg auf 8.500 Punkte auf Sicht von drei Monaten. Tendenziell positiv wirkt sich auf den Aktienmarkt die anhaltende Schwäche des US-Dollars aus. Sie könnte der US-Exportindustrie einen größeren Aus-

landsatz bescheren. Mittelfristig erwarten die Experten einen Kurs von 1,09 Dollar je Euro. Der erwartete geringere Aussenwert des Greenbacks kann dem Aktienmarkt jedoch keinen Auftrieb geben, solange die derzeitige Unsicherheit wegen eines möglichen Irakkrieges und dessen unkalkulierbaren Risiken für die Konjunktur fortbesteht. Die seit Monaten fallenden Konjunkturerwartungen der befragten Experten überschatten weiterhin den Aktienmarkt. ◀ *Volker Kleff*

## Großbritannien: Skepsis macht sich breit

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



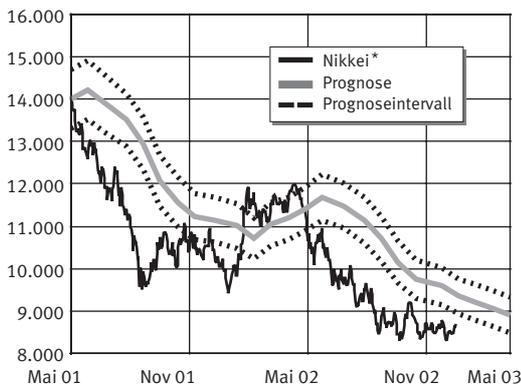
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Erste Wolken am Konjunkturmilieu zeigen sich nun auch in Großbritannien. Inzwischen stuften 32 Prozent der befragten Analysten die wirtschaftliche Lage in Großbritannien als schlecht ein, nur noch zwei Prozent der Experten bezeichnen die Situation als gut. Auch die Wachstumsaussichten werden zunehmend skeptisch beurteilt. Die britische Zentralbank muss diese Ansicht geteilt haben als sie den Leitzinssatz am 6. Februar senkte. Dennoch wurde die Zinssenkung zwiespältig

von den Marktbeobachtern aufgenommen. Es bestehen Befürchtungen, dass die bereits hochverschuldeten britischen Haushalte noch weitere Kredite aufnehmen und dass sich der Immobilienmarkt aufgrund der niedrigen Zinsen überhitzen könnte. Trotzdem rechnen viele Analysten mit weiteren Zinsschritten der Bank of England. Offensichtlich erwarten die Experten in der Zukunft eine expansivere Geldpolitik, die das Wirtschaftswachstum wieder an kurbeln soll. ◀ *David Lahl*

# Japan: Exportbelebung gibt Impulse

## Nikkei: Entwicklung und Prognose



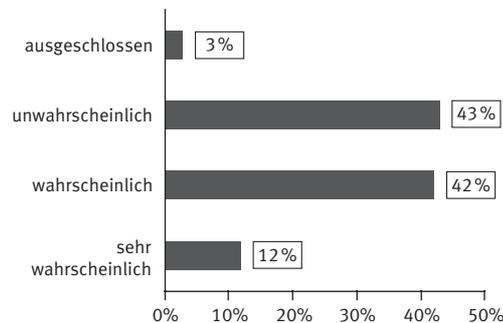
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Ein Lichtblick zeigt sich aus Sicht der Experten für die japanische Wirtschaft. Fast jeder fünfte Analyst erwartet mittelfristig eine Belebung der Konjunktur. Neuen Optimismus verheißt etwa der überraschende Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal vor allem aufgrund höherer Exporte. Entsprechend positiver sind auch die Aussichten für den Aktienmarkt. Jeder zweite Analyst erwartet einen Anstieg der Aktienkurse am Kabuto-Cho in den nächsten sechs Monaten.

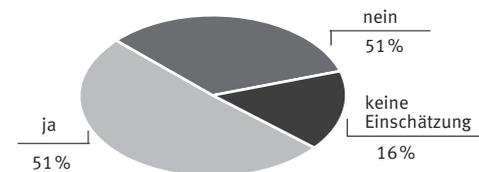
Prognostiziert wird ein Nikkei-225-Stand von 8.900 Punkten bis Mai 2003. Ein Grund für den neuen vorsichtigen Optimismus für den Aktienmarkt könnte auch der Wechsel des japanischen Notenbankchefs zum 19. März sein. Als Nachfolger von Masaru Hayami werden Toshihiko Fukui und Nobuyuki Nakahara gehandelt. Sollte wie erwartet Fukui die Nachfolge von Hayami antreten, könnte die Deflation stärker als bisher von der Zentralbank bekämpft werden. ◀ *Volker Kleff*

# Sonderfrage: Mittelstand und Basel II

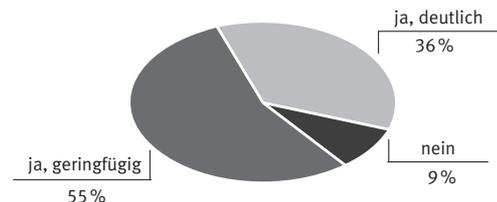
Glauben Sie, dass sich die deutschen Banken und Sparkassen wegen Basel II aus dem Kreditgeschäft mit mittelständischen Unternehmen zurückziehen?



Teilen Sie die Ansicht, dass sich wegen Basel II insbesondere die Großbanken aus diesem Geschäft zurückziehen?



Verteuert sich Ihrer Ansicht nach die Kreditfinanzierung des Mittelstands aufgrund von Basel II?



Gesamtzahl der Antworten: 296

Quelle: ZEW

Nach einer einjährigen Übergangsfrist wird die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung Basel II voraussichtlich Anfang 2006 in Kraft treten. Sie sieht vor, dass Banken Kredite risiko-adäquater mit Eigenmitteln unterlegen müssen. Gerade mittelständische Unternehmen fürchten als Folge von Basel II wegen ihrer häufig unterdurchschnittlichen Bonität eine restriktivere Kreditvergabe und schlechtere Kreditkonditionen seitens der Banken, obwohl das Basler Komitee diesen Unternehmen nach massiven Protesten bereits sehr viele Privilegien einräumt. So müssen etwa Kredite an die meisten mittelständischen Unternehmen mit deutlich weniger Eigenmitteln unterlegt werden als Kredite an größere Unternehmen.

Die befragten Analysten sind sich nahezu einig, dass tatsächlich Kredite an mittelständische Unternehmen restriktiver vergeben werden. Nur drei Prozent von ihnen halten dies für ausgeschlossen. 42 Prozent halten hingegen eine restriktivere Kreditvergabe für wahrscheinlich und sogar zwölf Prozent für sehr wahrscheinlich. Damit scheint die oftmals einzige Finanzierungsquelle dieser Unternehmen tatsächlich weniger ergiebig zu werden. Die Gründung der Mittelstandsbank scheint so eine besondere Bedeutung für sie zu bekommen. Mehr als die Hälfte aller Experten erwartet, dass sich insbesondere die Großbanken aus dem Geschäft mit mittelständischen Unternehmen zurückziehen werden. Damit bestätigen sie die Behauptung dieser Unternehmen, dass eine Kreditaufnahme bei Großbanken schwieriger geworden ist. In dieses Bild passt, dass die Sparkassen schon vor längerer Zeit von einem deutlichen Zuwachs bei den Kreditanfragen von Mittelständlern berichteten. Schließlich erwarten über 90 Prozent der Analysten eine Verteuerung der Kredite für mittelständische Kunden. Mehr als ein Drittel der Experten geht sogar von einer deutlichen Verteuerung der Kredite aus. Somit scheinen also selbst die großzügigen Zugeständnisse des Basler Komitees an mittelständische Unternehmen nicht auszureichen, die Kreditkonditionen dieser Unternehmen im Durchschnitt unverändert zu lassen. ◀ *Volker Kleff*

## ZEW - Finanzmarkttest Februar 2003: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	0.7	(+0.4)	22.7	(-2.3)	76.6	(+1.9)	-75.9	(-1.5)
Deutschland	0.3	(+0.3)	4.7	(-0.6)	95.0	(+0.3)	-94.7	(+/-0.0)
USA	1.3	(-0.6)	52.5	(+3.9)	46.2	(-3.3)	-44.9	(+2.7)
Japan	0.0	(+/-0.0)	4.1	(-0.1)	95.9	(+0.1)	-95.9	(-0.1)
Großbritannien	2.2	(-1.5)	65.4	(-3.6)	32.4	(+5.1)	-30.2	(-6.6)
Frankreich	0.3	(+0.3)	24.7	(-3.5)	75.0	(+3.2)	-74.7	(-2.9)
Italien	0.3	(+0.3)	20.0	(-1.0)	79.7	(+0.7)	-79.4	(-0.4)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	37.7	(+0.3)	53.3	(-1.8)	9.0	(+1.5)	28.7	(-1.2)
Deutschland	30.6	(+1.7)	53.8	(-2.4)	15.6	(+0.7)	15.0	(+1.0)
USA	48.3	(-1.2)	41.4	(-1.8)	10.3	(+3.0)	38.0	(-4.2)
Japan	18.7	(+5.7)	76.1	(-5.1)	5.2	(-0.6)	13.5	(+6.3)
Großbritannien	20.5	(-1.6)	64.2	(-3.2)	15.3	(+4.8)	5.2	(-6.4)
Frankreich	32.9	(-2.0)	56.4	(-0.5)	10.7	(+2.5)	22.2	(-4.5)
Italien	33.8	(+1.1)	55.4	(-2.7)	10.8	(+1.6)	23.0	(-0.5)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	7.5	(+/-0.0)	64.6	(+4.6)	27.9	(-4.6)	-20.4	(+4.6)
Deutschland	10.0	(-1.3)	63.0	(+5.2)	27.0	(-3.9)	-17.0	(+2.6)
USA	23.7	(-0.7)	64.0	(+1.1)	12.3	(-0.4)	11.4	(-0.3)
Japan	9.0	(-1.2)	87.0	(+2.0)	4.0	(-0.8)	5.0	(-0.4)
Großbritannien	15.1	(-2.4)	69.5	(+1.1)	15.4	(+1.3)	-0.3	(-3.7)
Frankreich	7.6	(-1.4)	67.3	(+4.5)	25.1	(-3.1)	-17.5	(+1.7)
Italien	8.6	(-0.7)	65.2	(+3.2)	26.2	(-2.5)	-17.6	(+1.8)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	5.6	(-1.2)	33.8	(-11.1)	60.6	(+12.3)	-55.0	(-13.5)
USA	12.2	(-2.6)	68.9	(-5.9)	18.9	(+8.5)	-6.7	(-11.1)
Japan	4.7	(-1.3)	91.6	(-0.7)	3.7	(+2.0)	1.0	(-3.3)
Großbritannien	8.1	(-1.6)	61.4	(-8.0)	30.5	(+9.6)	-22.4	(-11.2)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	40.2	(+4.1)	43.3	(-4.7)	16.5	(+0.6)	23.7	(+3.5)
USA	52.4	(+5.0)	38.2	(-6.5)	9.4	(+1.5)	43.0	(+3.5)
Japan	22.1	(+2.3)	75.6	(-2.6)	2.3	(+0.3)	19.8	(+2.0)
Großbritannien	33.9	(+1.2)	52.3	(-4.5)	13.8	(+3.3)	20.1	(-2.1)
Frankreich	39.8	(+2.2)	46.0	(-4.5)	14.2	(+2.3)	25.6	(-0.1)
Italien	40.4	(+2.1)	46.3	(-4.2)	13.3	(+2.1)	27.1	(+/-0.0)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	69.2	(+1.7)	19.6	(-2.5)	11.2	(+0.8)	58.0	(+0.9)
DAX (Deutschland)	66.3	(+0.9)	18.3	(-4.2)	15.4	(+3.3)	50.9	(-2.4)
NEMAX 50 (Deutschland)	47.7	(+0.7)	33.0	(-0.9)	19.3	(+0.2)	28.4	(+0.5)
Dow Jones Industrial (USA)	65.3	(+2.9)	21.4	(-1.8)	13.3	(-1.1)	52.0	(+4.0)
Nikkei 225 (Japan)	50.7	(+6.5)	39.8	(-6.9)	9.5	(+0.4)	41.2	(+6.1)
FT-SE-100 (Großbritannien)	63.9	(+4.7)	23.3	(-7.4)	12.8	(+2.7)	51.1	(+2.0)
CAC-40 (Frankreich)	67.6	(+2.8)	19.5	(-4.8)	12.9	(+2.0)	54.7	(+0.8)
MIbtel (Italien)	66.4	(+2.4)	19.6	(-4.3)	14.0	(+1.9)	52.4	(+0.5)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	28.2	(+10.1)	27.8	(-4.4)	44.0	(-5.7)	-15.8	(+15.8)
Yen	8.9	(+2.1)	45.9	(+1.0)	45.2	(-3.1)	-36.3	(+5.2)
Brit. Pfund	10.2	(+3.4)	48.8	(-3.7)	41.0	(+0.3)	-30.8	(+3.1)
Schw. Franken	16.1	(+3.7)	63.5	(-1.3)	20.4	(-2.4)	-4.3	(+6.1)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	17.4	(-8.7)	13.8	(-9.4)	68.8	(+18.1)	-51.4	(-26.8)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	20.2	(+0.6)	47.8	(+1.1)	32.0	(-1.7)	-11.8	(+2.3)
Versicherungen	23.0	(-4.5)	44.6	(+0.2)	32.4	(+4.3)	-9.4	(-8.8)
Fahrzeuge	9.8	(+0.1)	50.5	(+1.2)	39.7	(-1.3)	-29.9	(+1.4)
Chemie/Pharma	27.4	(-0.3)	57.5	(-4.0)	15.1	(+4.3)	12.3	(-4.6)
Stahl/NE-Metalle	25.9	(-1.2)	54.0	(+2.6)	20.1	(-1.4)	5.8	(+0.2)
Elektro	20.4	(-0.4)	65.1	(+2.1)	14.5	(-1.7)	5.9	(+1.3)
Maschinen	20.2	(+1.4)	50.0	(-1.2)	29.8	(-0.2)	-9.6	(+1.6)
Konsum/Handel	12.6	(+3.3)	36.7	(-5.0)	50.7	(+1.7)	-38.1	(+1.6)
Bau	5.5	(+0.7)	41.3	(+4.8)	53.2	(-5.5)	-47.7	(+6.2)
Versorger	21.0	(+1.5)	69.4	(-2.7)	9.6	(+1.2)	11.4	(+0.3)
Dienstleister	28.5	(-0.7)	58.4	(-0.8)	13.1	(+1.5)	15.4	(-2.2)
Telekommunikation	45.6	(+3.1)	43.9	(-5.2)	10.5	(+2.1)	35.1	(+1.0)
Inform.-Technologien	38.7	(+/-0.0)	48.0	(+0.6)	13.3	(-0.6)	25.4	(+0.6)

Bemerkung: An der Februar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 03.02.-17.02.03 beteiligten sich 322 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 Februar 2003

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Februar 2003 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 03.02.-17.02.03 beteiligten sich 322 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	<b>2.2</b>	(0.2)
Deutschland	1.1	<b>1.0</b>	(0.2)
USA	2.4	<b>2.4</b>	(0.2)
Japan	-0.3	<b>-0.3</b>	(0.1)
Großbritannien	2.9	<b>2.9</b>	(0.2)
Frankreich	2.3	<b>2.2</b>	(0.2)
Italien	2.4	<b>2.3</b>	(0.2)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	2.7	<b>2.4</b>	(0.3)
USA	1.2	<b>1.2</b>	(0.2)
Japan	0.1	<b>0.1</b>	(0.1)
Großbritannien	3.8	<b>3.7</b>	(0.2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4.0	<b>4.1</b>	(0.3)
USA	3.9	<b>4.1</b>	(0.3)
Japan	0.8	<b>0.9</b>	(0.1)
Großbritannien	4.2	<b>4.3</b>	(0.3)
Frankreich	4.1	<b>4.2</b>	(0.3)
Italien	4.2	<b>4.3</b>	(0.3)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	2190	<b>2370</b>	(200)
DAX (Deutschland )	2650	<b>2870</b>	(290)
NEMAX 50 (Deutschland)	350	<b>360</b>	(20)
Dow Jones Industrial (USA)	7920	<b>8480</b>	(720)
Nikkei 225 (Japan)	8590	<b>8900</b>	(430)
FT-SE 100 (Großbritannien)	3630	<b>3860</b>	(300)
CAC-40 (Frankreich)	2840	<b>3060</b>	(270)
MIBtel (Italien)	16750	<b>18040</b>	(1660)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	1.08	<b>1.09</b>	(0.04)
Yen	129.90	<b>131.60</b>	(2.70)
Brit. Pfund	0.66	<b>0.67</b>	(0.01)
Schw. Franken	1.47	<b>1.47</b>	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	32.40	<b>24.10</b>	(11.60)