

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · März 2004

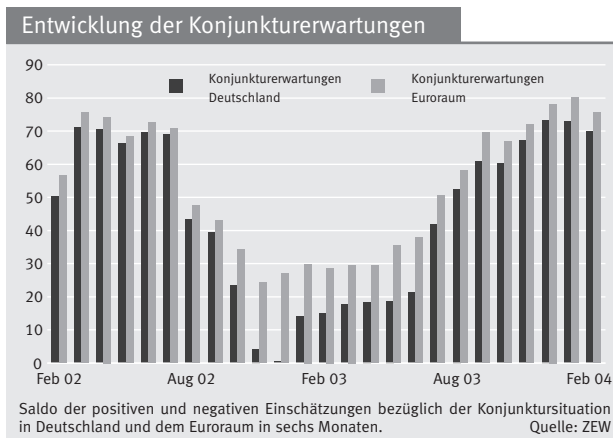
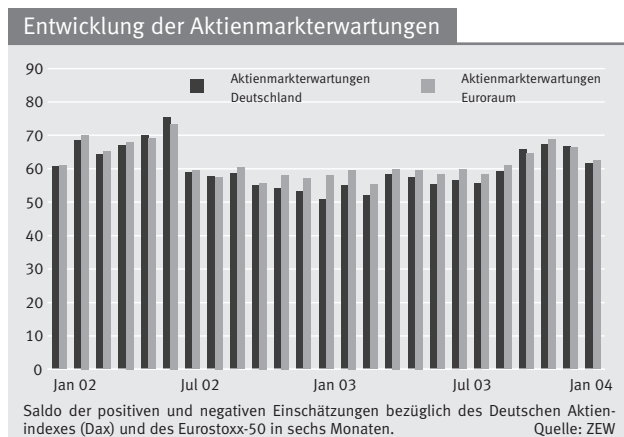
Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

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 02.02.04 – 16.02.04 werden im vorliegenden ZEW-Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 20.02.04) wiedergegeben.

## Euroraum: Skepsis unter Analysten steigt

Allmählich scheinen sich die Analysten zu sorgen, dass die langanhaltende Euro-Stärke den europäischen Aktienmarkt nachteilig beeinflussen könnte. Viele Unternehmen sind zwar zumindest teilweise gegen mittelfristige Wechselkursrisiken abgesichert, auf längere Sicht ist die Absicherung jedoch sehr schwierig. Der Automobilhersteller BMW beispielsweise, der sich bisher weitgehend immun gegenüber Wechselkurschwankungen zeigte, meldete nun einen Umsatzrückgang in Euro, obwohl die Absatzzahlen einen neuen Rekord erreichten. Im Umfragezeitraum erklimmte der Euro wieder sein Allzeithoch von 1,29 Dollar pro Euro, da es der Europäischen Zentralbank nur zeitweise gelang, ihn schwach zu reden. Nach Ansicht der Experten wird die europäische Gemeinschaftswährung auch weiterhin fester tendieren. Über 40 Prozent von ihnen sind der Ansicht, dass der Euro noch nicht seinen Höchststand erreicht hat. Die Aktienkurse für den Euroraum dürften sich deswegen verschlechtert haben. Der Saldo der Optimisten und Pessimisten bezüglich der erwarteten Entwicklung des Eurostoxx-50 in den nächsten sechs Monaten fiel um 3,9 auf 62,5 Punkte. Noch etwas stärker hat es die Erwartungen für den deutschen Aktienmarkt erwischt. Der entsprechende Saldo für den Dax fiel um 5,1 auf 61,7 Punkte.

Verantwortlich für den Rückgang der Aktienmarkterwartungen dürften auch die etwas schlechteren Konjunkturaussichten

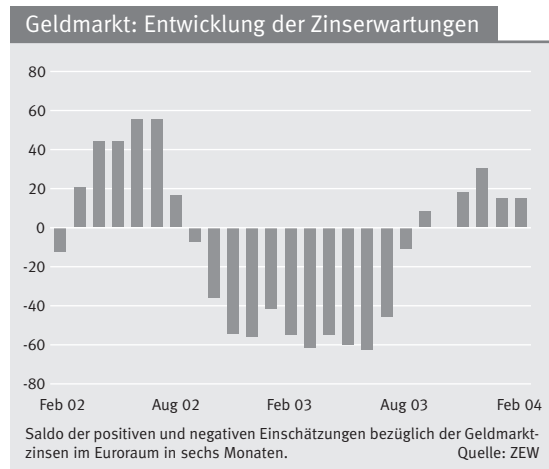


für den Euroraum und Deutschland in diesem Monat sein. Bezüglich des Rückgangs der Konjunkturerwartungen für Deutschland fällt zudem auf, dass bis zum 6. Februar, an dem Gerhard Schröder seinen Rücktritt vom Parteivorsitz ankündigte, die Konjunkturerwartungen für Deutschland noch stiegen, im Zeitraum danach aber deutlich nachgaben. Daher könnten einige Analysten nun befürchten, dass die für den Aufschwung notwendigen Reformen verwässert werden.

Betrachtet man die einzelnen Branchen, so zeigt sich ein differenziertes Konjunkturbild. In diesem Monat steigen die Ertragserwartungen aus Sicht der befragten Finanzexperten für die Baubranche deutlich. Sie profitiert von dem sehr milden Winter, aber auch von der Kürzung der Eigenheimzulage zum Ende des letzten Jahres, was viele Bauwillige veranlasste, den geplanten Hausbau vorzuziehen. Die Fahrzeugindustrie hingegen ist der große Verlierer in diesem Monat. Der starke Euro und der zunehmende internationale Wettbewerb gehen nun mehr und mehr zu Lasten der Unternehmensgewinne. Verschlechtert haben sich auch die Aussichten für den Handel und die Konsumgüterhersteller. Die kleinen Steuergeschenke für die Verbraucher zu Beginn des neuen Jahres scheinen von den Mehrbelastungen durch die sozialen Sicherungssysteme weitgehend kompensiert zu werden und können der Branche kaum neue Ertragsfantasien beschern.

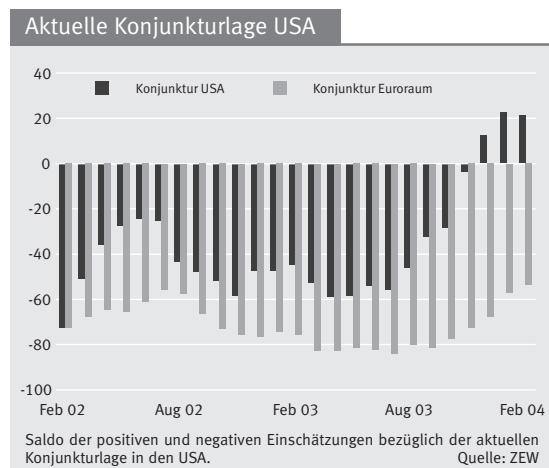
Volker Kleff

## Euroraum: Zinserwartungen werden einheitlicher



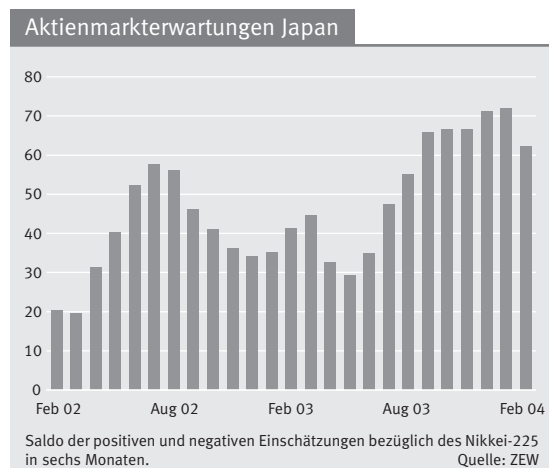
Die Erwartungen für die mittelfristige Zinsentwicklung im Euroraum werden zusehends homogener. Fast drei Viertel der Experten erwarten ein vorerst konstantes Zinsniveau am Geldmarkt. Nur noch ein gutes Fünftel geht von einer Erhöhung der Leitzinsen auf Halbjahresfrist aus. Im Vergleich zum Dezember ist dieser Wert damit um mehr als zehn Prozentpunkte geschrumpft. Dieses Meinungsbild spiegelt sich – mit etwas weichen Konturen – in den Inflationserwartungen wider: Für den Euroraum sehen zwei Drittel auf mittlere Sicht keine Änderung der Inflationsrate. 17,7 Prozent erwarten eine Erhöhung und 14,7 Prozent gehen von rückläufigen Preissteigerungsraten aus. Im deutlichen Gegensatz zum Geldmarktszenario steht die Einschätzung der Langfristzinsen: Hier erwarten nahezu unverändert 68,7 Prozent der Analysten ein steigendes Niveau, nur ein gutes Viertel geht von gleich bleibenden Langfristzinsen aus. Insgesamt ergibt sich daraus das für den Aufschwung typische Bild einer steiler werdenden Zinsstrukturkurve. *Dr. Peter Westerheide*

## USA: Nachhaltigkeit des Aufschwungs fraglich



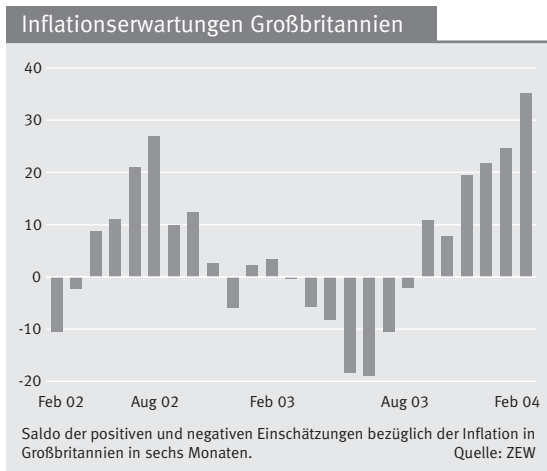
Die aktuelle Konjunktursituation in den USA wird immer noch von 29,5 Prozent der Experten positiv bewertet und liegt damit weit über den Einschätzungen für den Euroraum. Die Nachhaltigkeit des Aufschwungs in den USA wird von den Experten aber zunehmend in Frage gestellt. Seit August 2003 sinken die Konjunkturerwartungen kontinuierlich. Der Saldo aus positiven und negativen Erwartungen für die nächsten sechs Monate vermindert sich um weitere 6,7 Punkte auf 34,6. Beigetragen haben hierzu das im Februar eingebrochene Konsumentenvertrauen, die nur sehr langsame Erholung der Arbeitsmärkte sowie das für 2004 geplante Rekorddefizit des US-Haushalts. Die Schwäche des Dollars und die unvermindert hohen Importe der USA bewirken eine weitere leichte Zunahme der Inflationserwartungen. Im Februar gehen 53,6 Prozent der Experten von einer Zinserhöhung in der aktiven Wahlkampfphase der nächsten sechs Monate aus. Auch die bisher noch sehr optimistischen Aktienkurseerwartungen gehen deutlich zurück. *Dr. Claudia Stirböck*

## Japan: Aktienmarktaussichten verschlechtern sich



Eine stark expansive Geldpolitik, gezielte Devisenmarktinterventionen und die Erholung des Bankensektors wirkten sich im Jahr 2003 positiv auf die wirtschaftliche Lage in Japan aus. Unklar ist aber, ob diese Entwicklung auch nachhaltig ist. Insbesondere der begrenzte Spielraum von Geld- und Interventionspolitik bereitet Sorgen. Zudem fehlt den Geschäftsbanken immer noch eine schlüssige Strategie für die Kreditvergabe an die zahlreichen „Zombie-Unternehmen“ (Unternehmen, die künstlich am Leben gehalten werden). All dies spiegelt sich in den Erwartungen der Experten wider. So hat sich der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunktursituation in sechs Monaten im Vergleich zum Vormonat wieder verringert. Die Aktienmarkterwartungen verschlechtern sich sogar deutlich auf 62,2 (Vormonat: 72,0). Für letzteres sind wohl auch jüngste Marktgerüchte verantwortlich, nach denen die Finanzaufsicht Unregelmäßigkeiten bei mehreren börsengelisteten Banken vermutet. *Matthias Meitner*

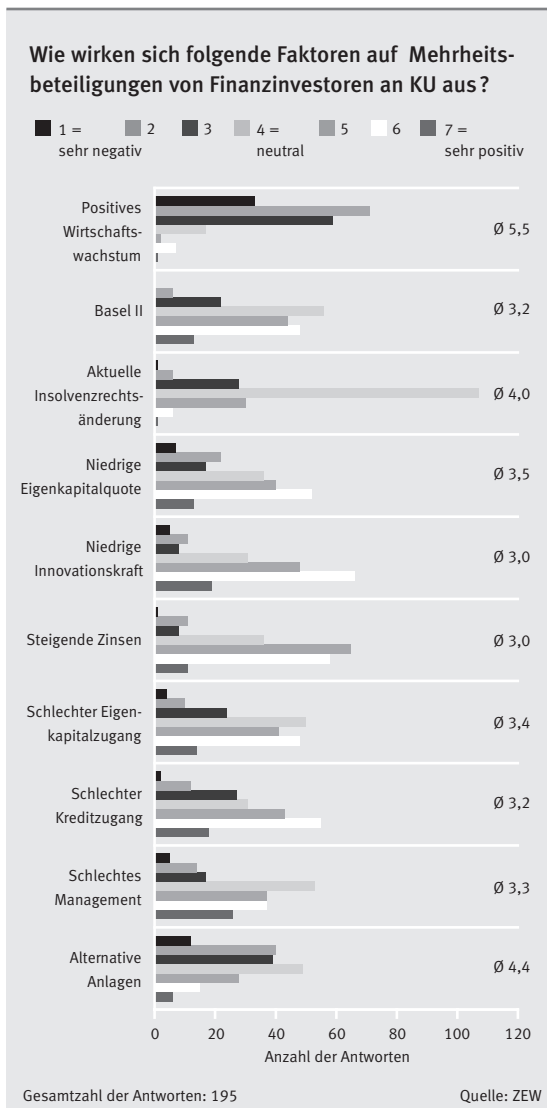
## Großbritannien: Gefestigte Konjunktursituation



Für 2003 weist Großbritannien gute Konjunkturzahlen aus. Die Einzelhandelsumsätze sind um vier Prozent gestiegen und lagen damit höher als erwartet. Auch das BIP-Wachstum war mit 2,1 Prozent in 2003 deutlich kräftiger als im Euroraum. Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen der Analysten in Bezug auf die derzeitige konjunkturelle Lage in Großbritannien ist daher deutlich um 14,1 auf 15,4 Punkte gestiegen. Parallel dazu gehen die Erwartungen hinsichtlich einer weiteren Verbesserung der Konjunkturlage in den nächsten sechs Monaten aber leicht zurück. Der Saldo aus zunehmenden und abnehmenden Inflationserwartungen steigt im Februar um weitere 10,4 Punkte. Während das starke Pfund eher inflationshemmend wirkt, werden der kräftige private Konsum sowie die steigenden Immobilienpreise und die damit verbundene hohe Verschuldung zunehmend zu einem Risiko. Trotz des Zinsschritts Anfang Februar erwartet daher über der Hälfte der befragten Analysten erneut eine Zinserhöhung.

*Dr. Claudia Stirböck*

## Sonderfrage: Finanzbeteiligungen an Krisenunternehmen (KU) – Teil II



Treibende Kräfte für Mehrheitsbeteiligungen an Unternehmen die sich in einer Ertrags- oder Liquiditätskrise befinden (sogenannte Turnaround-Buyouts), sind hauptsächlich die Konjunkturerwartungen sowie die zunehmende Tendenz institutioneller Anleger, neben ihren Blue-Chip-Investments auch in alternative Anlageklassen wie Immobilien, Hedge-Fonds und Private Equity-Fonds zu investieren. Dies sind die wichtigsten Ergebnisse des zweiten Teils der Sonderbefragung „Finanzbeteiligungen an Krisenunternehmen“ unter 195 Finanzmarktexperten. Der erste Teil (Finanzmarktreport Dezember 2003) beschäftigte sich mit Minderheitsbeteiligungen von Finanzinvestoren an KU.

Die aktuellen Insolvenzrechtsänderungen haben für eine klare Mehrheit der Befragten (60 Prozent) keine Auswirkungen auf das Engagement von Finanzinvestoren in Krisenunternehmen. Die geplanten Änderungen wie z.B. die vereinfachte Veräußerung vor dem Berichtstermin und die objektivere Auswahl des Insolvenzverwalters greifen vermutlich zu kurz, um Finanzinvestoren dauerhaft für das deutsche Insolvenzrecht zu erwärmen. Im Vergleich mit Teil 1 der Befragung fällt allerdings auf, dass die Mitwirkung am Restrukturierungsprozess für Finanzinvestoren mit Mehrheitsbeteiligung attraktiver ist, als wenn nur passive Minderheitsbeteiligungen eingegangen werden.

Ebenso auffallend ist, dass ein schlechtes Management sowie steigende Zinsen sich bei Buyouts im Vergleich zu Minderheitsbeteiligungen an Krisenunternehmen verhältnismäßig positiv auswirken: Zwar hält nach Meinung der Analysten ein Missmanagement sowohl Buyout- als auch Minderheitsinvestoren von Krisenunternehmen fern. Im ersteren Fall wird das Risiko jedoch eher eingegangen, da der Investor Gelegenheit hat, sich am Restrukturierungsprozess aktiv zu beteiligen. Ähnliches gilt für steigende Zinsen: Sie reduzieren zwar die Attraktivität von Mehrheitsbeteiligungen an Krisenunternehmen. Das daraus resultierende Risiko einer ungünstigeren Finanzierung sowie fallender Marktwerte für Vermögensgegenstände werden jedoch eher in Kauf genommen, wenn die Finanzinvestoren ihr Engagement niedrig halten. Eine niedrige Innovationskraft, niedrige Eigenkapitalquoten, „Basel II“ und verschlossene Kapitalmärkte wirken sich nach wie vor negativ auf die Übernahme von Krisenunternehmen aus.

*Andreas B. Kucher, Matthias Meitner*

## ZEW - Finanzmarkttest Februar 2004: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	2,6	(-0,3)	41,2	(+4,0)	56,2	(-3,7)	-53,6	(+3,4)
Deutschland	2,0	(-1,3)	25,8	(+7,3)	72,2	(-6,0)	-70,2	(+4,7)
USA	29,5	(-2,3)	62,3	(+3,2)	8,2	(-0,9)	21,3	(-1,4)
Japan	3,7	(+1,0)	42,2	(+1,3)	54,1	(-2,3)	-50,4	(+3,3)
Großbritannien	24,7	(+10,8)	66,0	(-7,5)	9,3	(-3,3)	15,4	(+14,1)
Frankreich	2,0	(-0,3)	38,3	(+8,9)	59,7	(-8,6)	-57,7	(+8,3)
Italien	2,4	(+/-0,0)	32,9	(+2,4)	64,7	(-2,4)	-62,3	(+2,4)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	77,2	(-3,9)	21,2	(+3,3)	1,6	(+0,6)	75,6	(-4,5)
Deutschland (=ZEW Indikator)	73,2	(-2,0)	23,5	(+1,0)	3,3	(+1,0)	69,9	(-3,0)
USA	42,9	(-6,5)	48,8	(+6,3)	8,3	(+0,2)	34,6	(-6,7)
Japan	60,5	(-3,0)	38,1	(+2,3)	1,4	(+0,7)	59,1	(-3,7)
Großbritannien	37,1	(-1,8)	56,4	(-0,6)	6,5	(+2,4)	30,6	(-4,2)
Frankreich	73,2	(-3,9)	24,1	(+2,2)	2,7	(+1,7)	70,5	(-5,6)
Italien	70,7	(-1,4)	26,2	(-0,3)	3,1	(+1,7)	67,6	(-3,1)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	17,7	(-3,2)	67,6	(+2,8)	14,7	(+0,4)	3,0	(-3,6)
Deutschland	18,9	(-2,9)	72,0	(+5,9)	9,1	(-3,0)	9,8	(+0,1)
USA	51,1	(+1,6)	44,9	(-1,0)	4,0	(-0,6)	47,1	(+2,2)
Japan	30,2	(-2,9)	67,0	(+4,2)	2,8	(-1,3)	27,4	(-1,6)
Großbritannien	38,2	(+5,9)	58,7	(-1,4)	3,1	(-4,5)	35,1	(+10,4)
Frankreich	17,1	(-0,5)	71,1	(+2,8)	11,8	(-2,3)	5,3	(+1,8)
Italien	19,3	(+0,2)	68,8	(+2,5)	11,9	(-2,7)	7,4	(+2,9)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	20,6	(-3,6)	73,9	(+7,2)	5,5	(-3,6)	15,1	(+/-0,0)
USA	53,6	(+3,6)	45,4	(-3,6)	1,0	(+/-0,0)	52,6	(+3,6)
Japan	19,2	(-2,7)	80,5	(+2,4)	0,3	(+0,3)	18,9	(-3,0)
Großbritannien	52,4	(+3,7)	46,2	(-1,7)	1,4	(-2,0)	51,0	(+5,7)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	68,7	(+1,1)	26,4	(-1,0)	4,9	(-0,1)	63,8	(+1,2)
USA	77,6	(+2,6)	18,8	(-2,6)	3,6	(+/-0,0)	74,0	(+2,6)
Japan	62,2	(+1,0)	36,1	(-1,7)	1,7	(+0,7)	60,5	(+0,3)
Großbritannien	71,9	(+3,9)	25,3	(-4,6)	2,8	(+0,7)	69,1	(+3,2)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	70,9	(-4,6)	20,7	(+5,3)	8,4	(-0,7)	62,5	(-3,9)
DAX (Deutschland)	70,7	(-5,5)	20,3	(+5,9)	9,0	(-0,4)	61,7	(-5,1)
TecDax (Deutschland)	69,3	(-2,8)	19,2	(+1,8)	11,5	(+1,0)	57,8	(-3,8)
Dow Jones Industrial (USA)	61,2	(-7,6)	26,9	(+6,2)	11,9	(+1,4)	49,3	(-9,0)
Nikkei 225 (Japan)	68,8	(-8,1)	24,6	(+6,4)	6,6	(+1,7)	62,2	(-9,8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	62,1	(-3,5)	28,8	(+3,0)	9,1	(+0,5)	53,0	(-4,0)
CAC-40 (Frankreich)	68,8	(-3,4)	21,6	(+3,5)	9,6	(-0,1)	59,2	(-3,3)
MIBtel (Italien)	65,7	(-5,5)	23,8	(+4,7)	10,5	(+0,8)	55,2	(-6,3)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	26,8	(-3,3)	30,9	(+4,3)	42,3	(-1,0)	-15,5	(-2,3)
Yen	20,5	(+2,6)	62,6	(-1,5)	16,9	(-1,1)	3,6	(+3,7)
Brit. Pfund	15,2	(+2,1)	67,1	(+7,9)	17,7	(-10,0)	-2,5	(+12,1)
Schw. Franken	8,5	(-2,0)	74,1	(+6,7)	17,4	(-4,7)	-8,9	(+2,7)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	10,5	(+2,6)	56,1	(+2,7)	33,4	(-5,3)	-22,9	(+7,9)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	80,4	(+3,8)	17,1	(-3,8)	2,5	(+/-0,0)	77,9	(+3,8)
Versicherungen	72,9	(+3,4)	24,6	(-3,0)	2,5	(-0,4)	70,4	(+3,8)
Fahrzeuge	26,3	(-7,8)	54,1	(+2,3)	19,6	(+5,5)	6,7	(-13,3)
Chemie/Pharma	49,8	(-2,6)	45,8	(+2,2)	4,4	(+0,4)	45,4	(-3,0)
Stahl/NE-Metalle	53,6	(+2,3)	38,0	(-5,2)	8,4	(+2,9)	45,2	(-0,6)
Elektro	58,5	(+0,6)	37,5	(-1,0)	4,0	(+0,4)	54,5	(+0,2)
Maschinen	60,4	(+3,3)	30,2	(-4,7)	9,4	(+1,4)	51,0	(+1,9)
Konsum/Handel	26,6	(-4,5)	58,3	(+3,7)	15,1	(+0,8)	11,5	(-5,3)
Bau	18,4	(+7,0)	62,2	(-4,7)	19,4	(-2,3)	-1,0	(+9,3)
Versorger	46,0	(+7,4)	51,1	(-7,4)	2,9	(+/-0,0)	43,1	(+7,4)
Dienstleister	67,0	(-3,4)	29,7	(+0,8)	3,3	(+2,6)	63,7	(-6,0)
Telekommunikation	77,3	(-2,6)	19,8	(+0,8)	2,9	(+1,8)	74,4	(-4,4)
Inform.-Technologien	76,8	(-5,0)	21,4	(+5,4)	1,8	(-0,4)	75,0	(-4,6)

Bemerkung: An der Februar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 02.02.-16.02.04 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.