

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 31.3.03 – 14.4.03 (Redaktionsschluss 17.4.03) 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: Schnelles Kriegsende lässt Analysten hoffen

Mit dem Ende des Irak-Kriegs ist ein wichtiger Belastungsfaktor für die Aktienmärkte verschwunden. Allerdings stellt sich für Investoren die Frage, ob das Ende des Kriegs den Abwärtstrend an den Märkten nur kurz aufhalten wird oder ob sich eine langfristige Trendwende ergibt. Die Konjunkturerwartungen für Deutschland zumindest haben auf die Einnahme Bagdads am 9. April deutlich reagiert, wie eine separate Analyse der Antworten im Umfragezeitraum zeigt. So hatte die Nachricht über den Erfolg der alliierten Truppen eine signifikante Verbesserung der Einschätzungen zur Folge. Es bleibt freilich abzuwarten, ob sich dieser positive Trend in den nächsten Monaten fortsetzen wird. Gleiches gilt für den Aktienmarkt, der ebenfalls von den Kriegsnachrichten profitiert hat. Die mittelfristigen Erwartungen der Experten für die Börsen haben sich stark verbessert. Optimisten glauben, dass der Deutsche Aktienindex Dax im Juli über 3.000 Punkten liegen wird. Damit würde er für das erste Halbjahr 2003 eine positive Performance aufweisen, was sicherlich ein gutes Omen für den Rest des Jahres wäre. Immerhin gab es zuletzt im ersten Halbjahr 2000 ein positives Ergebnis beim Dax. Sollten sich steigende Aktienkurse letztlich aber doch nicht so schnell

Dax: Entwicklung und Prognose



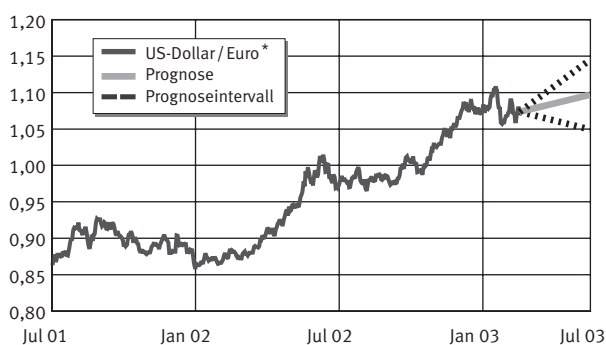
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

wie erwartet einstellen, tun Investoren gut daran, sich an den Ausspruch von John Kenneth Galbraith zu erinnern: „Die Börse ist wie ein Paternoster. Es ist ungefährlich, durch den Keller zu fahren. Man muss nur die Nerven behalten.“

Der Kriegsverlauf im Irak hat auf dem Devisenmarkt ebenfalls deutliche Spuren hinterlassen. So wurde die Aufwertungsphase des Euro gegenüber dem US-Dollar zwar zunächst gebremst. Die Mehrheit der befragten Experten geht allerdings davon aus, dass der Euro auf mittlere Sicht wieder stärker tendieren dürfte – und zwar sowohl gegenüber der US-Währung als auch gegenüber dem japanischen Yen. Hierfür gibt es fundamentale Gründe: Die Vereinigten Staaten weisen nach wie vor ein enormes Leistungsbilanzdefizit auf, welches durch einen schwachen Dollar abgebaut werden könnte. Und die japanische Regierung hat schon seit längerem Interesse an einer schwachen Währung im Kampf gegen Rezession und Deflation. Hierfür sprechen nicht zuletzt die Interventionen der japanischen Zentralbank am Devisenmarkt. Sollten sich also die Fundamentaldaten durchsetzen, spricht vieles für eine weitere Aufwertung des Euro. ◀

Felix Hüfner

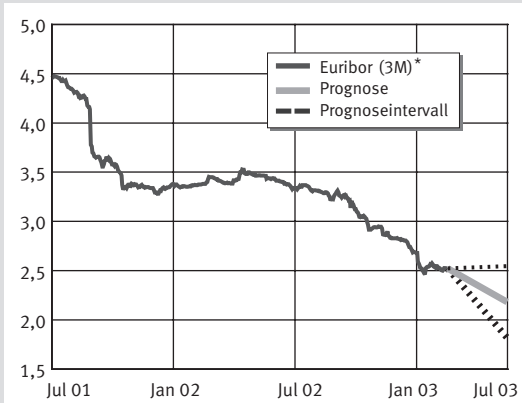
Euro: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: Analysten sehen Zinssenkungen

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



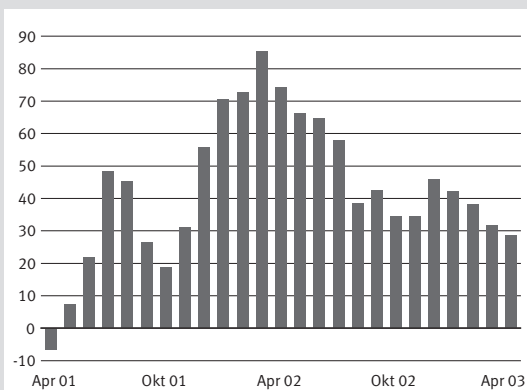
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Auch wenn Wim Duisenberg immer wieder davor warnt, die Macht der Geldpolitik zu überschätzen: Eine Mehrheit der befragten Finanzmarktteilnehmer erwartet nach wie vor eine Leitzinssenkung der EZB in den kommenden drei Monaten. Der überraschend schnelle Sieg der Alliierten im Irak-Krieg hat an diesen zinspolitischen Erwartungen wenig geändert. Dies ist nur auf den ersten Blick erstaunlich. Denn aus der Sicht der Geldpolitik halten sich die Folgen des US-Siegs im Irak in

etwa die Waage: Auf der einen Seite verringert der sinkende Ölpreis den Inflationsdruck und erhöht damit den monetären Handlungsspielraum. Auf der anderen Seite verbessert sich nun tendenziell die konjunkturelle Perspektive in der Eurozone, so dass sich der Handlungsdruck für die EZB verringern könnte. Insgesamt deuten die Einschätzungen der Finanzexperten auf eine Zinssenkung um 25 Basispunkte auf Sicht der nächsten drei Monate hin. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

USA: Anhaltende Konjunkturschwäche?

Konjunkturerwartungen USA



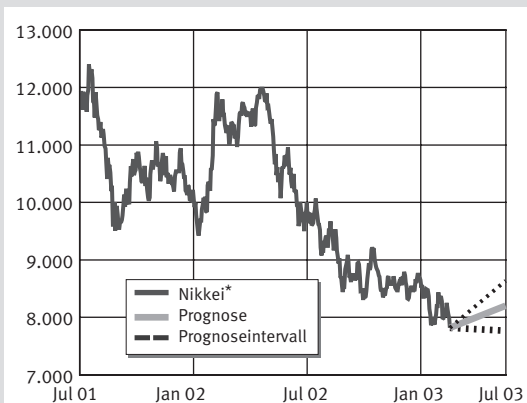
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in den USA in sechs Monaten
Quelle: ZEW

Die Konjunkturerwartungen der Analysten für die USA sind auch im April weiter zurückgegangen. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten fällt auf 29 Punkte und liegt nun gleichauf mit den Konjunkturerwartungen für den Euroraum. Die getrennte Auswertung der Umfrageergebnisse für den Zeitraum bis zur Einnahme Bagdads und nach der Einnahme zeigt, dass die schlechteren Konjunkturerwartungen des Gesamtzeitraums auf den ersten Teilzeitraum zurückzuführen

sind, als noch ein langer Krieg der alliierten Truppen befürchtet wurde. Entsprechend den ungünstigeren Konjunkturaussichten verschlechtern sich im April auch die Erwartungen für den US-Dollar. Mehr als die Hälfte der Experten geht davon aus, dass der Dollar auf Sicht von sechs Monaten weiter schwächer tendieren wird. Trotz der trüben Konjunkturaussichten wird das Lager derer, die mittelfristig weiter fallende Zinsen am kurzen Ende erwarten, aber kleiner. ◀ *Volker Kleff*

Japan: Neuer Pessimismus

Nikkei: Entwicklung und Prognose



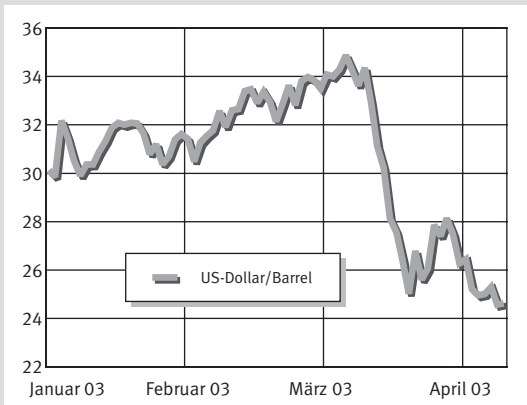
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die ungünstige Entwicklung der Weltkonjunktur, der Irakkrieg und auch die Lungenkrankheit SARS haben dazu beigetragen, die Konjunkturerwartungen der Experten für Japan im April nach Monaten des zunehmenden Optimismus zu dämpfen. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten fällt leicht auf 11 Punkte zurück. Besonders deutlich verschlechtern sich die Erwartungen für den Aktienmarkt. Hier fällt der Saldo aus Optimisten und Pessimisten von 45 auf 32 Punkte zurück.

Die Ankündigung des Notenbankgouverneurs Fukui, die Aktienkäufe aus dem Bestand der Banken aufzustocken, hat die Furcht vor einer weiteren Verschlechterung der Lage des Bankensystems nicht beseitigen können. Auch der Kauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank, um die Geldpolitik weiter zu lockern, half dem Aktienmarkt nur wenig. Der Nikkei wird nach Meinung der befragten Experten auf Sicht von drei Monaten bei 8.200 Punkten notieren. ◀ *Volker Kleff*

Optimismus beim Ölpreis

Ölpreis



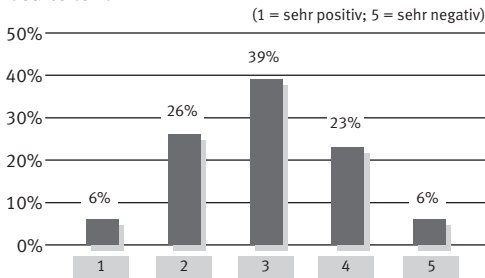
Quelle: Thomson Financial Datastream

Der hohe Ölpreis von über 30 US-Dollar pro Barrel kurz vor dem Irak-Krieg gefährdete weltweit die konjunkturelle Erholung der Wirtschaft. Inzwischen stürzte der Ölpreis nach einem relativ raschen Krieg innerhalb weniger Wochen auf unter 25 US-Dollar. Die Gefahr zu hoher Rohstoffpreise, die einen wirtschaftlichen Aufschwung bremsen könnten, scheint gebannt. Die schlimmsten Szenarien, die einige Energieexperten für den Fall eines langen Kriegs vorausgesagt hatten, sind nicht eingetroffen.

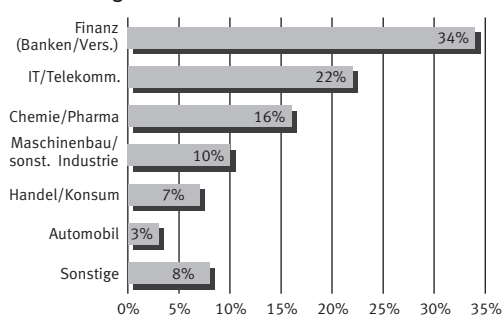
Nun fürchten die OPEC-Länder sogar ein anhaltendes Überangebot an Öl. Dennoch ist ein weiterer Rückgang der Preise nicht sicher. Dies zeigt auch die Aprilumfrage unter den Finanzmarktexperten. Im Vergleich zum Vormonat rechnen wieder vermehrt Analysten mit einer Stabilisierung der Ölpreise auf dem derzeitigen Niveau. Die Gesamtprognose bleibt aber mit 22,50 US-Dollar pro Barrel Rohöl auf Sicht von sechs Monaten weiterhin optimistisch. ◀ *David Lahl*

Sonderfrage: Banken im Fadenkreuz der Raider

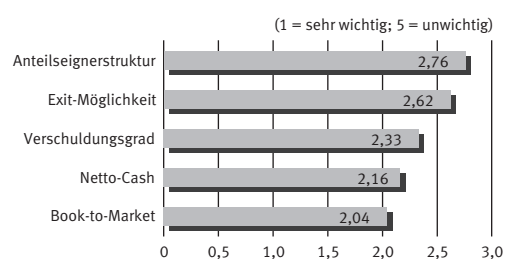
Wie würden Sie Raider-Aktivitäten in Deutschland beurteilen?



Welche Branchen sind besonders durch Raider-Aktivitäten gefährdet?



Wie wichtig sind folgende Kriterien bei der Identifikation eines Zielunternehmens?



Gesamtzahl der Antworten: 180

Quelle: ZEW

Der Begriff Corporate Raider bezeichnet einen Finanzinvestor, der Unternehmen aufkauft und anschließend wieder verkauft. Um hierbei entsprechende Renditen zu erzielen, sind vielfach massive Restrukturierungsmaßnahmen, wie Entlassungen und eine Zerschlagung des Unternehmens notwendig. Da insbesondere unterbewertete Unternehmen das Ziel der Raider sind, stellt sich bei der derzeitigen Börsensituation die Frage, welche Bedeutung Raider für den deutschen Markt haben.

Die Finanzexperten sind der Ansicht, dass 12 Prozent der Unternehmen des neuen Prime Standard bereits ins Fadenkreuz der Raider geraten sind; im General Standard sind es sogar 16 Prozent der Unternehmen. Der Finanzsektor (Banken und Versicherungen) gilt dabei für 34 Prozent der Befragten als besonders gefährdete Branche. Diese Einschätzung spiegelt aller Wahrscheinlichkeit nach die momentan schwierige Ertragsituation dieses Sektors wider. Sie unterstreicht aber auch, dass die Analysten Assets bei diesen Unternehmen erkennen, die in der gegenwärtigen Marktbewertung nicht voll zum Tra-

gen kommen. Ebenfalls für Raider attraktiv sind die Informationstechnologie- und Telekommunikationsbranche (22 Prozent) sowie der Chemie- und Pharmasektor (16 Prozent). Uneinigkeit besteht darüber, wie die Folgen der Aktivitäten von Corporate Raidern zu beurteilen sind. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sind hier die möglichen Effizienzgewinne auf Unternehmensebene den negativen sozialen Folgen aus Massenentlassungen gegenüberzustellen. Die Mehrheit der Analysten ist unschlüssig und schätzt Corporate Raiding weder positiv noch negativ ein.

Bei den Kriterien, nach denen sich ein Raider sein Zielunternehmen aussucht, steht nach Meinung der Experten eine hohe Buchwert-Marktwert-Relation an erster Stelle. Weiterhin spielen ein hoher Netto-Cash-Bestand und ein geringer Verschuldungsgrad des Unternehmens eine große Rolle. Bestehende Exit-Möglichkeiten, wie beispielsweise ein funktionierender Markt für Börsengänge, sowie eine günstige Anteilseignerstruktur werden als zweit-rangig eingestuft. ◀

Matthias Meitner, Wolfgang Sofka

ZEW - Finanzmarkttest April 2003: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	0.0 (+/-0.0)	17.4 (+/-0.0)	82.6 (+/-0.0)	-82.6 (+/-0.0)
Deutschland	0.0 (+/-0.0)	4.2 (+0.3)	95.8 (-0.3)	-95.8 (+0.3)
USA	1.0 (+0.7)	39.0 (-7.8)	60.0 (+7.1)	-59.0 (-6.4)
Japan	0.0 (+/-0.0)	5.0 (+0.1)	95.0 (-0.1)	-95.0 (+0.1)
Großbritannien	0.7 (-0.4)	55.4 (-2.8)	43.9 (+3.2)	-43.2 (-3.6)
Frankreich	0.0 (+/-0.0)	16.0 (-3.7)	84.0 (+3.7)	-84.0 (-3.7)
Italien	0.0 (+/-0.0)	14.4 (-2.7)	85.6 (+2.7)	-85.6 (-2.7)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	36.6 (+0.5)	56.3 (-1.1)	7.1 (+0.6)	29.5 (-0.1)
Deutschland (=ZEW Indikator)	29.1 (+1.7)	60.2 (-2.7)	10.7 (+1.0)	18.4 (+0.7)
USA	42.0 (+0.2)	44.7 (-3.4)	13.3 (+3.2)	28.7 (-3.0)
Japan	16.7 (-3.4)	77.9 (+3.7)	5.4 (-0.3)	11.3 (-3.1)
Großbritannien	21.9 (+1.3)	63.2 (-2.1)	14.9 (+0.8)	7.0 (+0.5)
Frankreich	33.7 (+0.5)	58.4 (+0.2)	7.9 (-0.7)	25.8 (+1.2)
Italien	30.7 (-0.7)	62.0 (+2.7)	7.3 (-2.0)	23.4 (+1.3)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	7.7 (-1.4)	59.9 (-1.8)	32.4 (+3.2)	-24.7 (-4.6)
Deutschland	9.7 (-1.6)	61.9 (+0.5)	28.4 (+1.1)	-18.7 (-2.7)
USA	20.7 (+0.1)	58.3 (-1.5)	21.0 (+1.4)	-0.3 (-1.3)
Japan	7.2 (-3.4)	86.3 (+3.1)	6.5 (+0.3)	0.7 (-3.7)
Großbritannien	13.4 (-1.0)	65.1 (-0.4)	21.5 (+1.4)	-8.1 (-2.4)
Frankreich	7.0 (-2.3)	62.6 (-1.1)	30.4 (+3.4)	-23.4 (-5.7)
Italien	8.0 (-1.4)	61.8 (-1.4)	30.2 (+2.8)	-22.2 (-4.2)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	7.7 (+1.3)	29.6 (+4.0)	62.7 (-5.3)	-55.0 (+6.6)
USA	12.3 (+0.5)	63.1 (+2.1)	24.6 (-2.6)	-12.3 (+3.1)
Japan	4.8 (+/-0.0)	93.8 (+0.3)	1.4 (-0.3)	3.4 (+0.3)
Großbritannien	7.9 (+1.7)	50.2 (-1.8)	41.9 (+0.1)	-34.0 (+1.6)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	46.0 (+2.3)	39.9 (-3.5)	14.1 (+1.2)	31.9 (+1.1)
USA	56.5 (+1.1)	32.2 (-3.3)	11.3 (+2.2)	45.2 (-1.1)
Japan	20.9 (-3.9)	76.7 (+2.5)	2.4 (+1.4)	18.5 (-5.3)
Großbritannien	40.4 (+0.7)	46.9 (-0.9)	12.7 (+0.2)	27.7 (+0.5)
Frankreich	43.9 (+1.0)	43.9 (-0.7)	12.2 (-0.3)	31.7 (+1.3)
Italien	44.5 (+0.1)	42.8 (-0.5)	12.7 (+0.4)	31.8 (-0.3)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	66.8 (-4.6)	21.7 (+4.9)	11.5 (-0.3)	55.3 (-4.3)
DAX (Deutschland)	64.8 (-3.5)	22.4 (+3.8)	12.8 (-0.3)	52.0 (-3.2)
TecDax (Deutschland)	57.1 (+8.0)	30.8 (-5.5)	12.1 (-2.5)	45.0 (+10.5)
Dow Jones Industrial (USA)	59.2 (-3.2)	24.7 (+2.4)	16.1 (+0.8)	43.1 (-4.0)
Nikkei 225 (Japan)	46.2 (-7.0)	40.2 (+1.9)	13.6 (+5.1)	32.6 (-12.1)
FT-SE-100 (Großbritannien)	61.8 (-1.4)	24.6 (+0.5)	13.6 (+0.9)	48.2 (-2.3)
CAC-40 (Frankreich)	64.7 (-3.1)	22.1 (+2.0)	13.2 (+1.1)	51.5 (-4.2)
MIBtel (Italien)	63.6 (-4.6)	22.7 (+3.1)	13.7 (+1.5)	49.9 (-6.1)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	22.5 (-3.7)	24.4 (-4.5)	53.1 (+8.2)	-30.6 (-11.9)
Yen	6.2 (-1.4)	52.4 (+0.8)	41.4 (+0.6)	-35.2 (-2.0)
Brit. Pfund	8.6 (-3.0)	41.1 (-5.7)	50.3 (+8.7)	-41.7 (-11.7)
Schw. Franken	11.9 (-2.2)	60.8 (-5.2)	27.3 (+7.4)	-15.4 (-9.6)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	8.8 (-6.1)	30.1 (+18.9)	61.1 (-12.8)	-52.3 (+6.7)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	20.9 (+7.6)	50.2 (-1.2)	28.9 (-6.4)	-8.0 (+14.0)
Versicherungen	23.2 (+4.7)	46.3 (+0.5)	30.5 (-5.2)	-7.3 (+9.9)
Fahrzeuge	10.5 (+0.6)	48.8 (+1.3)	40.7 (-1.9)	-30.2 (+2.5)
Chemie/Pharma	34.8 (+10.3)	52.7 (-3.6)	12.5 (-6.7)	22.3 (+17.0)
Stahl/NE-Metalle	25.7 (+2.1)	53.9 (-1.4)	20.4 (-0.7)	5.3 (+2.8)
Elektro	21.5 (+5.9)	63.4 (-3.3)	15.1 (-2.6)	6.4 (+8.5)
Maschinen	19.8 (-0.8)	55.0 (+2.9)	25.2 (-2.1)	-5.4 (+1.3)
Konsum/Handel	13.8 (+1.6)	46.1 (+2.0)	40.1 (-3.6)	-26.3 (+5.2)
Bau	7.0 (-0.8)	46.5 (+5.5)	46.5 (-4.7)	-39.5 (+3.9)
Versorger	23.2 (+0.3)	69.3 (+1.7)	7.5 (-2.0)	15.7 (+2.3)
Dienstleister	26.9 (+1.4)	59.1 (-0.6)	14.0 (-0.8)	12.9 (+2.2)
Telekommunikation	45.9 (+3.1)	44.5 (-2.5)	9.6 (-0.6)	36.3 (+3.7)
Inform.-Technologien	36.8 (+1.2)	50.7 (+/-0.0)	12.5 (-1.2)	24.3 (+2.4)

Bemerkung: An der April-Umfrage des Finanzmarkttests vom 31.03.-14.04.03 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.

Mittelfristige ZEW-Finanzmarktprognose April 2003

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom April 2003 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 31.03.-14.04.03 beteiligten sich 313 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	2.4	2.3	(0.2)
Deutschland	1.2	1.1	(0.2)
USA	3.0	3.0	(0.2)
Japan	-0.2	-0.2	(0.1)
Großbritannien	3.2	3.1	(0.2)
Frankreich	2.6	2.5	(0.2)
Italien	2.5	2.4	(0.2)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	2.5	2.2	(0.4)
USA	1.1	1.0	(0.2)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	3.6	3.5	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.2	4.3	(0.3)
USA	3.9	4.2	(0.4)
Japan	0.7	0.8	(0.1)
Großbritannien	4.4	4.5	(0.3)
Frankreich	4.2	4.3	(0.3)
Italien	4.3	4.5	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	2200	2360	(190)
DAX (Deutschland)	2650	2830	(230)
TecDax (Deutschland)	350	370	(20)
Dow Jones Industrial (USA)	8180	8630	(700)
Nikkei 225 (Japan)	7960	8200	(430)
FT-SE 100 (Großbritannien)	3780	4000	(310)
CAC-40 (Frankreich)	2790	2980	(250)
MIBtel (Italien)	16900	18010	(1470)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	1.08	1.10	(0.05)
Yen	128.90	130.30	(2.20)
Brit. Pfund	0.69	0.70	(0.02)
Schw. Franken	1.49	1.50	(0.03)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	25.60	22.50	(3.80)