

# F. ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

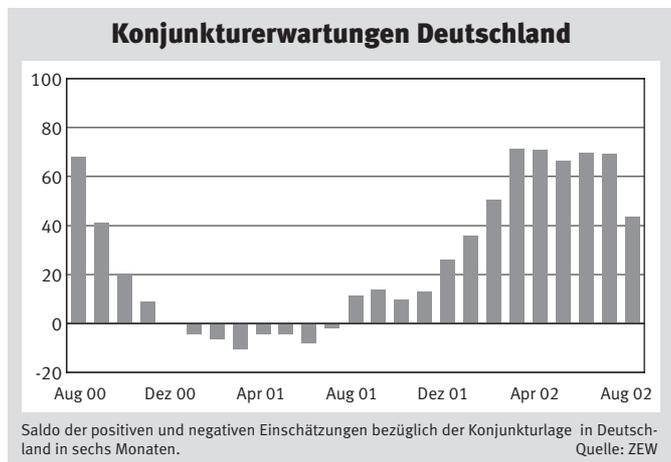
Jahrgang 11 · Nr. 9 · September 2002

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 22.7. – 13.8.02 (Redaktionsschluss 16.8.02) 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.

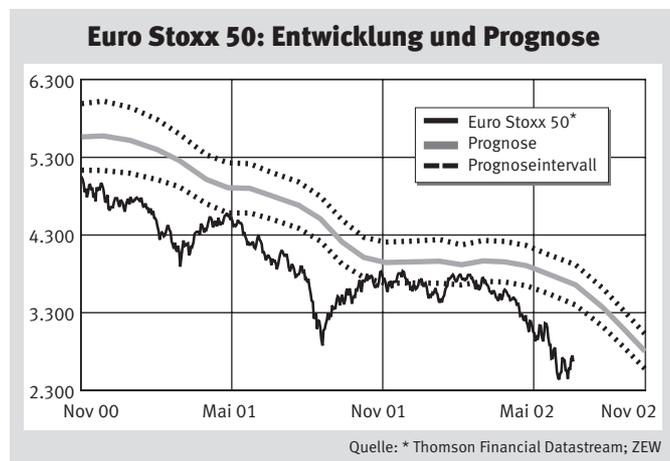
## Euroraum: Aktienbaisse dämpft Konjunkturerwartungen

Die Stimmung an den europäischen Finanzmärkten hat sich im August deutlich verschlechtert. Offenbar überwiegt nun die Einsicht, dass die Kursstürze an den Börsen über kurz oder lang die reale Wirtschaft beeinträchtigen werden. Bisher klaffte zwischen den positiven Wirtschaftsaussichten und dem negativen Bild der Finanzmärkte eine Lücke. Am Rückgang konjunktureller Frühindikatoren wird nun deutlich, dass diese sich zu schließen beginnt. So sind die ZEW Konjunkturerwartungen für Deutschland nach einer Phase der Stabilisierung im August kräftig um knapp 26 Punkte gefallen und signalisieren mittelfristig Risiken für die Konjunkturerholung. Zwar sollte man einen einmaligen Rückgang nicht überbewerten, doch zwei Faktoren machen den Einbruch bemerkenswert: Zum einen ist es der stärkste Rückgang des Indikators seit zwei Jahren, zum anderen fallen auch in weiteren europäischen Ländern die Sentimentindikatoren rapide ab und signalisieren so eine Verschlechterung der Erwartungen auf breiter Front.

Drei Zusammenhänge zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft sind dabei denkbar. Erstens zeigt der Aktienmarkt abdiskontierte zukünftige Gewinne der Unternehmen an und erfüllt damit eine Funktion als Frühin-

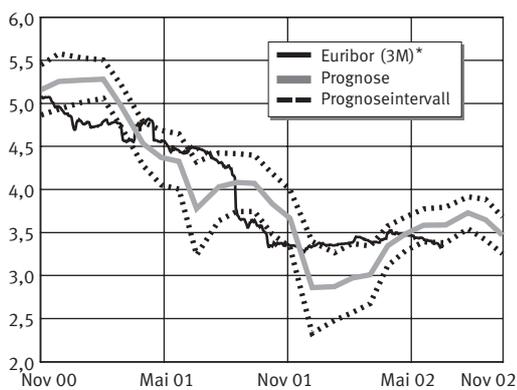


dikator. Zweitens dämpft ein Rückgang der Börsenkurse tendenziell den privaten Konsum über den Vermögenseffekt. Das heißt, Konsumenten schränken aufgrund der Börsenverluste ihre Käufe ein. Drittens hat die schlechte Börsenstimmung direkte Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung, da immer weniger Anleger bereit sind, in risikoreiche Anlagen zu investieren. Deutlich wird dies am Mangel an Neuemissionen auf dem Aktienmarkt und am Renditeaufschlag für Unternehmensanleihen. Diese Faktoren werden nun von den Analysten erster genommen, vor allem auch wegen des neuerlichen Rückgangs des Dax um 16 Prozent im Juli. Freilich ist es derzeit noch zu früh, von einem Double-dip der Konjunkturerwicklung zu sprechen, also einem erneuten Rückgang des Wirtschaftswachstums nach kurzem Aufschwung. Gänzlich ausschließen lässt sich dieses Szenario aber nicht. Geht es nach den Analysten, so besteht auch für die nächsten drei Monate wenig Hoffnung auf einen deutlichen Anstieg der Aktienkurse im Euroraum. So hat sich der Saldo der Optimisten und Pessimisten für den Euro Stoxx 50 im August deutlich um 14 Prozentpunkte verringert. Erwartet wird damit für November ein Kursniveau von 2.800 Punkten für den Index europäischer Aktien. ◀ *Felix Hüfner*



## ECB-Watch: Leitzinserhöhung unwahrscheinlicher

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



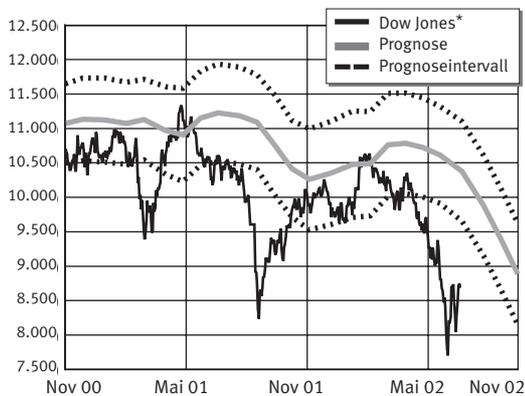
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Im August ist das Lager derjenigen, die eine Zinserhöhung erwarten, von 58,2 Prozent auf 26,9 Prozent drastisch zusammengeschmolzen. Eine deutliche Mehrheit rechnet jetzt mit vorerst gleichbleibenden Dreimonatszinsen. Eine Zinssenkung wird nur von einer kleinen, aber stark gewachsenen Minderheit für wahrscheinlich gehalten. Daraus errechnet sich eine Prognose von 3,5 Prozent für den Dreimonats-Euribor im November. Eine Leitzinserhöhung ist damit wieder unwahrscheinlicher

geworden. Offenbar rechnen die Analysten nicht damit, dass die EZB die pessimistischen Konjunkturerwartungen auch noch durch eine Drehung an der Zinschraube verstärken wird. Neben einer leichten Entspannung bei Geldmengenentwicklung und Kreditwachstum dürften auch die Einschätzungen zum Eurokurs, der die Preisentwicklung mittelfristig dämpft, eine Rolle gespielt haben. Knapp die Hälfte der Befragten erwartet eine weitere Aufwertung des Euro zum US-Dollar. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

## USA: Neue Angst vor Double-dip

### Dow Jones: Entwicklung und Prognose



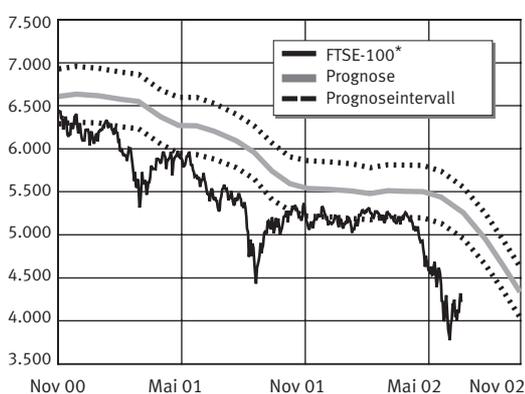
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Seit bekannt ist, dass das BIP im zweiten Quartal nur um 1,1 Prozent nach 5,0 im ersten Quartal gewachsen ist, ist die Angst vor einer erneuten Rezession wieder gestiegen. Für zusätzliche Verunsicherung sorgen Stimmen, die selbst diese 1,1 Prozent für überhöht halten. Auffällig sei es zumindest, dass die amtlichen Statistiken im Nachhinein sehr häufig nach unten revidiert werden müssten. Tatsache ist, dass der junge Konjunkturaufschwung bisher allein auf dem Konsum basiert. Die Investitionsnachfrage

hat hingegen trotz der deutlichen Zinssenkungen der Fed im Jahre 2001 noch nicht angezogen. Vor diesem Hintergrund schätzen die Analysten die weiteren Aussichten für die Konjunktur sehr verhalten ein. Jeder zehnte erwartet bereits, dass das BIP-Wachstum in sechs Monaten weiter zurückgehen wird. Entsprechend vorsichtig werden auch die Perspektiven für den Aktienmarkt eingeschätzt. Nur knapp 8.900 Punkte im Dow Jones sehen die Analysten bis November. ◀ *Volker Kleff*

## Großbritannien: Inflationsrisiko vorerst gebannt

### FTSE-100: Entwicklung und Prognose



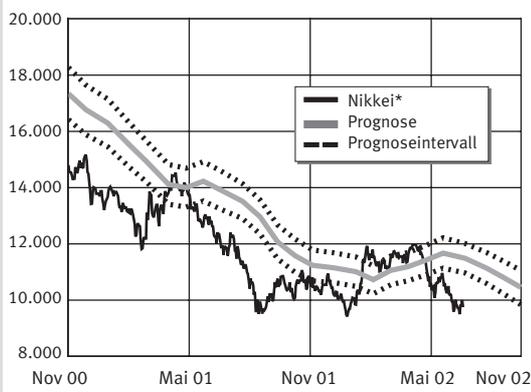
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Großbritannien wird sich nach Ansicht der Experten den weltweit gedämpften Konjunkturaussichten nicht entziehen können. Der Anteil der Konjunkturoptimisten sinkt im August von fast 50 auf nur noch gut 30 Prozent. Die schwächeren Konjunkturaussichten verringern die Inflationsgefahren. Die Anzahl der Experten, die einen Anstieg der Inflation erwarten, ist nun kaum mehr höher als die Zahl derer, die mittelfristig von sinkenden Inflationsraten ausgehen. Tatsächlich gibt es wenige

Anhaltspunkte für ein steigendes Preisniveau. Die Erzeugerpreise sind etwa im Juli im Vergleich zum Vormonat nicht gestiegen. Zudem gebe es erste Anzeichen, dass sich der starke Anstieg der Immobilienpreise verlangsamt. Langfristig können auch sie sich nicht von der seit Jahren schlechten Börsenentwicklung abkoppeln. Die Aussichten für den Aktienmarkt sind trübe. Die mittelfristige Prognose von gut 4.300 Punkten ist von der Realität schon fast eingeholt worden. ◀ *Volker Kleff*

# Japan: Analysten bleiben für den Aktienmarkt optimistisch

**Nikkei: Entwicklung und Prognose**



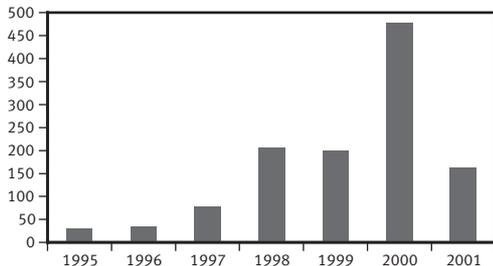
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Analysten bleiben zuversichtlich, dass der japanische Aktienmarkt wieder freundlicher tendieren wird. Fast zwei Drittel von ihnen sind dieser Meinung. Während die Aussichten für andere Aktienmärkte im August deutlich schlechter eingeschätzt werden, bleiben sie für den Nikkei-225 stabil. Erwartet wird mittelfristig ein Indexstand von fast 10.500 Punkten. Auch die Konjunkturerwartungen für Japan verschlechtern sich nur wenig und signalisieren weiterhin moderaten Optimismus. Einen Grund für

den moderaten Optimismus liefert etwa die Zahl der Auftrags-eingänge für Maschinen. Dieser wichtige Frühindikator ist im Juni überraschend um 2,9 Prozent im Vergleich zum Vormonat gestiegen. Daher sollte die Investitionstätigkeit in Japan mittelfristig anziehen. Bisher wurde die geringe Investitionstätigkeit mit der sehr zurückhaltenden Kreditvergabe der Banken begründet, die durch faule Kredite in den Bilanzen belastet sind. Hier scheint nun Besserung in Aussicht. ◀ *Volker Kleff*

# Sonderfrage: Steuern und Beteiligungsverkäufe

**Volumen der Unternehmensübernahmen in Deutschland\***



\* in Mrd. Euro Quelle: www.mergers-and-acquisitions.de

Wie beurteilen Sie eine eventuelle Wiedereinführung der Steuer auf Beteiligungsverkäufe?



Glauben Sie, dass die Einführung der Steuerbefreiung in 2001 bisher zur Auflösung des Beteiligungsgeflechts („Deutschland-AG“) beigetragen hat?



Wie würde sich vor dem Hintergrund des derzeit niedrigen Aktienkursniveaus eine Abschaffung der Steuerbefreiung ab 2004 auf M&A-Aktivitäten und Beteiligungsverkäufe auswirken?



Gesamtzahl der Antworten: 269  
Quelle: ZEW

In Deutschland verfügen insbesondere Banken und Versicherungen über ein kaum durchschaubares Beteiligungsportfolio. Die seit Beginn dieses Jahres geltende Steuerbefreiung auf Beteiligungsverkäufe (§ 8b Abs. 2 KStG) soll die Auflösung dieser von internationalen Investoren ungeliebten „Deutschland AG“ vorantreiben. Wegen stark zurückgegangener Steuereinnahmen wird nun aber von Politikern im Bundestagswahlkampf die Einführung einer Pauschalsteuer von 15 oder 20 Prozent diskutiert. In der Sonderfrage wurde hierzu die Meinung von 269 Analysten ausgewertet. Eine erneute Besteuerung von Beteiligungsverkäufen stellt dabei für den Großteil der Kapitalmarktexperten einen Schritt in die falsche Richtung dar. Fast zwei Drittel der Befragten bewerten dieses Szenario als negativ für den Finanzplatz Deutschland. Die Vereinfachung der Eigentümerstrukturen wäre weiter behindert und die Unternehmen würden damit in den Augen der Investoren nicht an Transparenz gewinnen. Ebenfalls mehr als 60 Prozent der Analysten sind sich aber einig, dass die Steuerbefreiung bis

her nur unwesentlich zu einer Auflösung des Beteiligungsgeflechts geführt hat. Das derzeit schlechte Marktumfeld mag hierzu beigetragen haben. Die niedrigen Aktienkurse sorgen für schlechte Verkaufspreise, wodurch sich der Vorteil der Steuerbefreiung unter dem Strich in einen finanziellen Nachteil verwandeln kann. Für den Fall, dass die Pauschalsteuer ab dem Veranlagungszeitraum 2004 eingeführt würde, rechnen knapp 65 Prozent der Analysten mit keiner Veränderung beziehungsweise nur einer leichten Belebung des Beteiligungsveräußerungs- und damit des M&A-Geschäfts. Weniger als 30 Prozent erwarten eine deutliche Belebung. Nur knapp sieben Prozent der befragten Analysten meinen, dass die M&A-Aktivitäten bis über das Jahr 2004 hinaus zunehmen werden. Vor dem Hintergrund des derzeit schlechten Marktumfelds werden also die Unternehmen wohl keine überstürzten Handlungen vornehmen. Somit wäre auch die Wirkung gering, die von einer Schließung des Steuerbefreiungsfensters auf die Börsen ausginge. ◀ *Matthias Meitner*

## ZEW - Finanzmarkttest August 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.3	(-0.3)	42.0	(-1.2)	57.7	(+1.5)	-57.4	(-1.8)
Deutschland	0.4	(-0.2)	20.4	(-6.6)	79.2	(+6.8)	-78.8	(-7.0)
USA	1.9	(-4.0)	52.9	(-9.9)	45.2	(+13.9)	-43.3	(-17.9)
Japan	1.6	(+0.9)	9.9	(-0.6)	88.5	(-0.3)	-86.9	(+1.2)
Großbritannien	3.4	(-0.6)	68.3	(-4.2)	28.3	(+4.8)	-24.9	(-5.4)
Frankreich	1.3	(-0.4)	44.5	(-5.5)	54.2	(+5.9)	-52.9	(-6.3)
Italien	0.7	(+/-0.0)	36.1	(-1.4)	63.2	(+1.4)	-62.5	(-1.4)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	54.3	(-19.4)	39.0	(+15.5)	6.7	(+3.9)	47.6	(-23.3)
Deutschland	52.7	(-19.8)	38.0	(+13.9)	9.3	(+5.9)	43.4	(-25.7)
USA	50.2	(-14.1)	37.9	(+8.7)	11.9	(+5.4)	38.3	(-19.5)
Japan	33.4	(-9.6)	63.3	(+8.5)	3.3	(+1.1)	30.1	(-10.7)
Großbritannien	31.7	(-14.3)	58.7	(+10.0)	9.6	(+4.3)	22.1	(-18.6)
Frankreich	50.8	(-18.7)	41.1	(+13.9)	8.1	(+4.8)	42.7	(-23.5)
Italien	48.0	(-21.3)	43.5	(+17.4)	8.5	(+3.9)	39.5	(-25.2)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	17.9	(-11.8)	63.5	(+6.1)	18.6	(+5.7)	-0.7	(-17.5)
Deutschland	20.2	(-12.2)	62.8	(+9.0)	17.0	(+3.2)	3.2	(-15.4)
USA	29.9	(-10.8)	60.4	(+7.4)	9.7	(+3.4)	20.2	(-14.2)
Japan	12.2	(-5.3)	82.6	(+4.1)	5.2	(+1.2)	7.0	(-6.5)
Großbritannien	21.6	(-12.3)	66.6	(+7.5)	11.8	(+4.8)	9.8	(-17.1)
Frankreich	17.2	(-10.8)	66.2	(+6.1)	16.6	(+4.7)	0.6	(-15.5)
Italien	18.1	(-12.9)	65.8	(+8.5)	16.1	(+4.4)	2.0	(-17.3)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	26.9	(-31.3)	62.6	(+23.6)	10.5	(+7.7)	16.4	(-39.0)
USA	27.7	(-37.4)	58.4	(+26.0)	13.9	(+11.4)	13.8	(-48.8)
Japan	8.7	(-6.2)	90.3	(+5.8)	1.0	(+0.4)	7.7	(-6.6)
Großbritannien	28.2	(-30.6)	62.9	(+24.7)	8.9	(+5.9)	19.3	(-36.5)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	46.3	(-10.9)	41.2	(+3.4)	12.5	(+7.5)	33.8	(-18.4)
USA	52.6	(-12.9)	37.1	(+6.3)	10.3	(+6.6)	42.3	(-19.5)
Japan	24.5	(-7.4)	74.1	(+6.7)	1.4	(+0.7)	23.1	(-8.1)
Großbritannien	45.0	(-8.8)	46.4	(+3.5)	8.6	(+5.3)	36.4	(-14.1)
Frankreich	46.5	(-11.1)	42.1	(+4.3)	11.4	(+6.8)	35.1	(-17.9)
Italien	45.1	(-12.0)	44.0	(+5.4)	10.9	(+6.6)	34.2	(-18.6)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	69.7	(-9.7)	20.1	(+5.5)	10.2	(+4.2)	59.5	(-13.9)
DAX (Deutschland)	69.4	(-11.9)	20.1	(+7.4)	10.5	(+4.5)	58.9	(-16.4)
NEMAX 50 (Deutschland)	51.5	(-5.7)	30.0	(+2.2)	18.5	(+3.5)	33.0	(-9.2)
Dow Jones Industrial (USA)	59.4	(-9.5)	24.3	(+3.5)	16.3	(+6.0)	43.1	(-15.5)
Nikkei 225 (Japan)	64.0	(+2.1)	28.1	(-5.7)	7.9	(+3.6)	56.1	(-1.5)
FT-SE-100 (Großbritannien)	64.0	(-6.9)	25.7	(+2.3)	10.3	(+4.6)	53.7	(-11.5)
CAC-40 (Frankreich)	69.4	(-8.8)	20.5	(+5.1)	10.1	(+3.7)	59.3	(-12.5)
MIBtel (Italien)	67.2	(-9.4)	22.9	(+6.6)	9.9	(+2.8)	57.3	(-12.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	9.0	(-1.3)	42.1	(+5.7)	48.9	(-4.4)	-39.9	(+3.1)
Yen	5.4	(-1.1)	45.6	(+10.3)	49.0	(-9.2)	-43.6	(+8.1)
Brit. Pfund	4.1	(+0.1)	40.3	(+6.1)	55.6	(-6.2)	-51.5	(+6.3)
Schw. Franken	9.9	(+3.3)	66.0	(+1.1)	24.1	(-4.4)	-14.2	(+7.7)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	16.9	(+3.8)	63.1	(-4.2)	20.0	(+0.4)	-3.1	(+3.4)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	11.3	(-13.5)	43.3	(-9.1)	45.4	(+22.6)	-34.1	(-36.1)
Versicherungen	16.2	(-16.3)	35.6	(-11.7)	48.2	(+28.0)	-32.0	(-44.3)
Fahrzeuge	20.8	(+1.2)	54.6	(-6.1)	24.6	(+4.9)	-3.8	(-3.7)
Chemie/Pharma	37.3	(-7.7)	52.1	(+3.3)	10.6	(+4.4)	26.7	(-12.1)
Stahl/NE-Metalle	23.1	(-7.7)	56.2	(+4.3)	20.7	(+3.4)	2.4	(-11.1)
Elektro	19.0	(-9.4)	63.4	(+2.8)	17.6	(+6.6)	1.4	(-16.0)
Maschinen	18.1	(-9.6)	57.2	(+3.9)	24.7	(+5.7)	-6.6	(-15.3)
Konsum/Handel	17.4	(-5.0)	48.4	(-4.7)	34.2	(+9.7)	-16.8	(-14.7)
Bau	9.6	(+2.3)	47.0	(-4.0)	43.4	(+1.7)	-33.8	(+0.6)
Versorger	22.0	(-1.2)	69.5	(-3.1)	8.5	(+4.3)	13.5	(-5.5)
Dienstleister	32.1	(-7.2)	52.9	(+0.6)	15.0	(+6.6)	17.1	(-13.8)
Telekommunikation	22.4	(+1.9)	51.4	(-0.7)	26.2	(-1.2)	-3.8	(+3.1)
Inform.-Technologien	23.1	(-8.7)	52.0	(+3.7)	24.9	(+5.0)	-1.8	(-13.7)

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 22.07.-13.08.02 beteiligten sich 315 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 August 2002

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom August 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 22.07.-13.08.02 beteiligten sich 315 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	1.8	<b>1.8</b>	(0.2)
Deutschland	1.0	<b>1.0</b>	(0.2)
USA	1.1	<b>1.2</b>	(0.2)
Japan	-0.7	<b>-0.7</b>	(0.1)
Großbritannien	1.0	<b>1.1</b>	(0.2)
Frankreich	1.6	<b>1.6</b>	(0.2)
Italien	2.3	<b>2.3</b>	(0.2)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	3.4	<b>3.5</b>	(0.2)
USA	1.6	<b>1.7</b>	(0.2)
Japan	0.1	<b>0.2</b>	(0.1)
Großbritannien	3.9	<b>4.0</b>	(0.2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4.7	<b>4.9</b>	(0.3)
USA	4.3	<b>4.5</b>	(0.3)
Japan	1.3	<b>1.4</b>	(0.1)
Großbritannien	4.7	<b>4.9</b>	(0.3)
Frankreich	4.7	<b>4.9</b>	(0.3)
Italien	4.9	<b>5.1</b>	(0.3)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	2590	<b>2800</b>	(220)
DAX (Deutschland)	3620	<b>3910</b>	(320)
NEMAX 50 (Deutschland)	510	<b>530</b>	(40)
Dow Jones Industrial (USA)	8420	<b>8890</b>	(740)
Nikkei 225 (Japan)	9880	<b>10450</b>	(610)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4090	<b>4340</b>	(290)
CAC-40 (Frankreich)	3260	<b>3510</b>	(280)
MIBtel (Italien)	18210	<b>19480</b>	(1410)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.98	<b>0.99</b>	(0.02)
Yen	116.90	<b>118.60</b>	(2.10)
Brit. Pfund	0.63	<b>0.64</b>	(0.01)
Schw. Franken	1.46	<b>1.47</b>	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	25.60	<b>25.50</b>	(2.30)