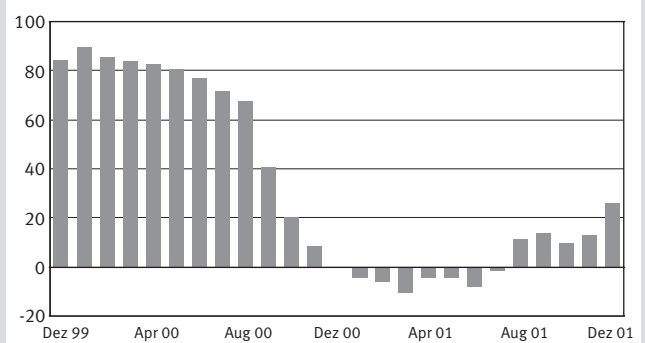


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 26.11. – 11.12.01 (Redaktionsschluß 14.12.01) werden im 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: Behält der Markt auch diesmal Recht?

Börsianer vertrauen gemäß einem Sprichwort darauf, dass „der Markt immer Recht hat“ – insbesondere im Hinblick auf seine Fähigkeit, realwirtschaftliche Entwicklungen frühzeitig zu erkennen und vorwegzunehmen. So wird den Aktien- und Rentenmärkten häufig ein Vorlauf von etwa sechs Monaten vor der konjunkturellen Entwicklung nachgesagt. Ein Blick auf die Wertpapiermärkte zeigt derzeit: Die Aktienbörsen haussieren seit Wochen und haben die Kursverluste nach dem 11. September mehr als wettgemacht. Die Rendite langfristiger Anleihen steigt stark an und signalisiert damit eher Inflationsgefahren, die bei einem Anziehen der Konjunktur drohen. Behalten die Märkte Recht, so wird das Konjunkturtal in Deutschland und Europa bald durchschritten sein. Die Einschätzungen der Analysten spiegeln diese Zuversicht wider. So steigen in diesem Monat die Konjunkturerwartungen für die nächsten sechs Monate deutlich an. Schon glauben knapp 40 Prozent der Befragten an eine Verbesserung der konjunkturellen Lage in Deutschland im ersten Halbjahr 2002. Per saldo waren die Experten zuletzt im September 2000 ähnlich optimistisch gestimmt. Nachdem die Konjunkturerwartungen sich schon im vergangenen Sommer stabilisiert hat-

Konjunkturerwartungen Deutschland



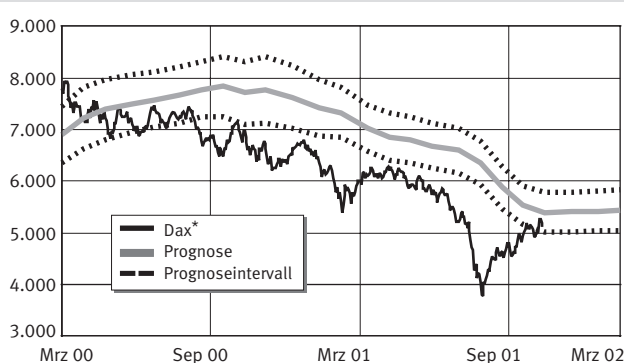
Quelle: ZEW

ten und gegenüber der deutschen Konjunktur einen Vorlauf von etwa sechs Monaten haben, sollte die Erholung zu Beginn von 2002 einsetzen.

Ob die positive Konjunkturkonstellation indessen eintritt wie erhofft, wird derzeit von einigen Beobachtern noch bezweifelt. Sollte sich das alte Börsensprichwort bewahrheiten, dass „der Markt immer Recht hat“, so stehen weiter rosige Zeiten an den Finanzmärkten bevor. Dies bedeutet freilich nicht eine Rückkehr zu den fulminanten Kursgewinnen der 90er Jahre. Der Anteil der befragten Experten, die mit einem Anstieg des Indexstandes für den DAX rechnen, liegt derzeit bei 64 Prozent. Dies ist im historischen Vergleich kein sonderlich hoher Wert. Vielmehr signalisiert er einen gemäßigten Optimismus, der sich in einem errechneten Kursziel von 5.450 Punkten bis März nächsten Jahres widerspiegelt. Interessant aus Sicht des deutschen Finanzplatzes ist diesmal, dass die Bewertung für den NEMAX 50 sehr ähnlich ausfällt. Dies spricht dafür, dass die Analysten die Bewertungen im Technologiesegment wieder als attraktiv betrachten, nachdem sie über viele Monate hinweg die Kurschancen für den DAX beständig besser beurteilt haben. ◀

Felix Hüfner

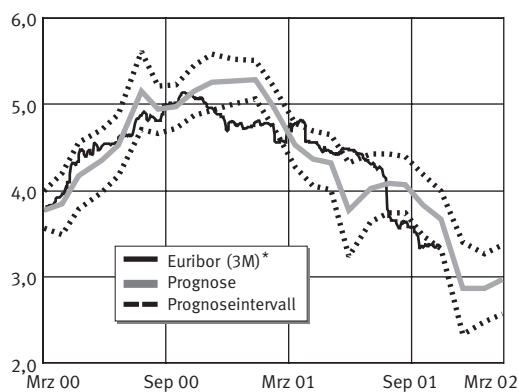
Dax: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: Weiterhin Zinssenkungen erwartet

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



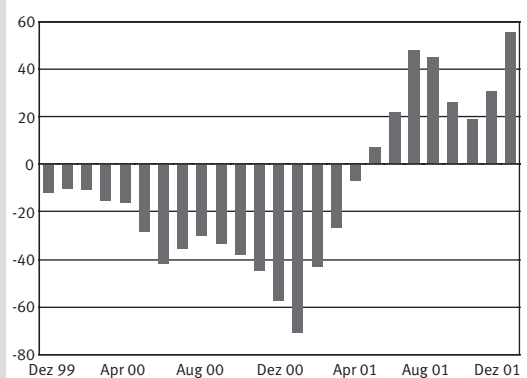
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Auch wenn die EZB-Spitze derzeit die Hoffnungen auf weitere Zinssenkungen dämpft: Die Eurozinsen für Dreimonatsgeld könnten im ersten Quartal 2002 auf das Niveau von drei Prozent oder knapp darunter fallen. Dies bedeutet eine weitere Reduzierung des Refinanzierungssatzes der EZB um mindestens 25, vielleicht sogar um 50 Basispunkte. Gegenüber dem Vormonat sind die Zinssenkungserwartungen zwar etwas zurückgegangen. Aber immer noch gehen mehr als 70 Prozent der

vom ZEW befragten Analysten davon aus, dass sich der Geldmarktzins nach unten bewegt. Zwar haben sich die Konjunkturerwartungen der Analysten stark verbessert. Ihrer Ansicht nach werden die geldpolitischen Indikatoren dennoch auf mittlere Sicht eine noch expansivere Geldpolitik zulassen. Auch unter Berücksichtigung eines sinkenden Geldmarktzinses rechnen mehr als zwei Drittel mit einem weiteren Rückgang der Steigerungsrate des HVPI. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

USA: Aufschwung kommt

Konjunkturerwartungen USA



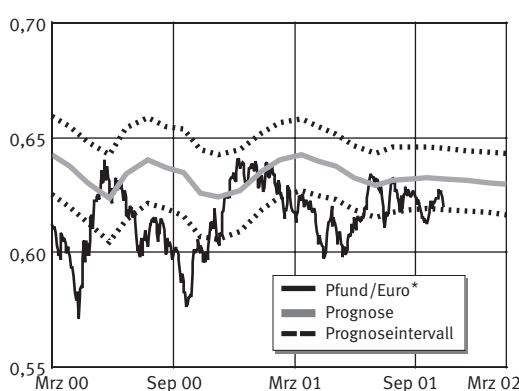
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in den USA in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Was die Aussichten angeht, dass die amerikanische Wirtschaft die Rezession bald hinter sich lassen wird, haben erneut die Optimisten zugelegt. Über 62 Prozent der Finanzmarktexperten rechnen nun mit einer Verbesserung der Konjunktur in den nächsten sechs Monaten. Dem stehen nur noch sieben Prozent Pessimisten gegenüber. Es ergibt sich somit ein Saldo von gut 55 Prozent, der zuletzt im Januar 1994 ähnlich hoch war. Im Vormonat betrug der Saldo lediglich 31 Prozent.

Diese Erholung – wie auch schon die vor zehn Jahren – wird wohl hauptsächlich vom amerikanischen Konsumenten getragen werden. Grundlage hierfür ist einerseits das Konjunkturpaket der US-Regierung und andererseits die expansive Geldpolitik der Fed im Jahr 2001. Nach der mittlerweile elften Leitzinssenkung auf nun 1,75 Prozent bleibt hier aber kaum mehr Spielraum. Bis März prognostizieren die Experten einen Drei-Monats-Zins von 1,6 Prozent. ◀ *Martin Schüler*

Großbritannien: Optimismus kehrt zurück

Pfund: Entwicklung und Prognose



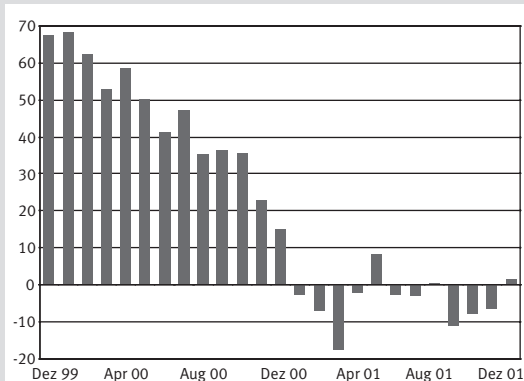
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Wie auf dem europäischen Kontinent macht sich auch in Großbritannien Konjunkturoptimismus breit. Der Saldo der Analysten mit positiven Konjunkturerwartungen ist seit Oktober von 0,6 auf 18,3 Prozent gestiegen. Andere Indikatoren zeigen ebenfalls optimistischere Tendenzen. So stieg etwa das Verbrauchervertrauen erstmals seit einigen Monaten im Dezember wieder an. Ein Abgleiten in die Rezession ist daher unwahrscheinlich. Entsprechend erachten die Experten den geldpolitischen Zins-

senkungsspielraum nun geringer. Nach 73 Prozent im Oktober glauben im Dezember lediglich 61 Prozent an weitere Zinssenkungen. Mittelfristig könnten die Zinsen noch auf ein Niveau von 3,6 Prozent fallen. Der größere Konjunkturoptimismus verbessert zudem die Erwartungen für das britische Pfund. Nach 61 Prozent im Oktober glauben nun nur noch 51 Prozent der Experten an eine Abwertung der britischen Währung. Auch der FT-SE 100 soll mittelfristig auf 5.500 Punkte steigen. ◀ *Volker Kleff*

Japan: Boden erreicht?

Konjunkturerwartungen Japan



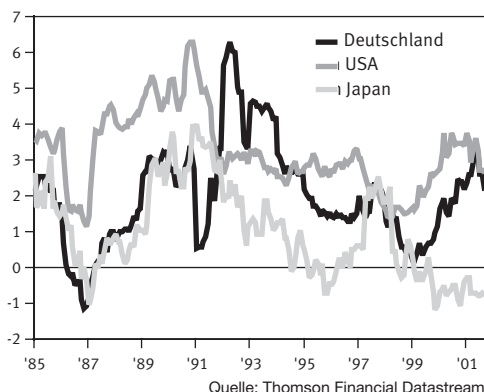
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Japan in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Im dritten Quartal ist das japanische BIP zum Vorquartal und damit zum zweiten Mal in Folge gesunken. Der Definition entsprechend befindet sich Japan damit zum dritten Mal innerhalb eines Jahrzehnts in einer Rezession. Als ihre Hauptursache gilt die ausgeprägte Kaufzurückhaltung aufgrund der anhaltenden Deflation. Letztere zeigt sich etwa anhand der Großhandelspreise, die schon seit 14 Monaten in Folge rückläufig sind. Überraschend stiegen nun aber im Oktober die Konsumausgaben um 0,4 Pro-

zent auf Jahresbasis, während sie noch im September um 3,7 Prozent zurückgingen. Vielleicht zeigt die geldpolitische Lockerung in Kombination mit der vertrauensschaffenden fiskalpolitischen Zurückhaltung nun erste Früchte. Einige Stimmen sprechen schon von einer konjunkturellen Wende Mitte nächsten Jahres. Jedenfalls erwarten im Dezember nun nur noch sieben Prozent der befragten Experten nach 13 Prozent im Oktober eine weitere konjunkturelle Verschlechterung. ◀ *Volker Kleff*

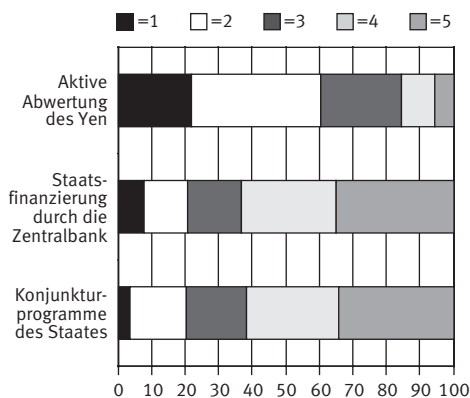
Sonderfrage: Rückkehr der Deflation?

Inflationsraten



Quelle: Thomson Financial Datastream

Welche Maßnahmen sind am besten dazu geeignet, die Deflation in Japan zu bekämpfen?



Angaben in Prozent. 1 = sehr geeignet / 5 = nicht geeignet. Gesamtzahl der Antworten: 268. Quelle: ZEW

Das Risiko einer Deflation – also eines Rückgangs des Preisniveaus – wurde auf den Finanzmärkten zuletzt während der Emerging Markets-Krise 1997/98 diskutiert. Aufgrund der derzeit prekären Wirtschaftslage sind vereinzelt wieder Stimmen zu hören, die für die Zukunft an die Gefahr eines Preisrückgangs erinnern. Zur Zeit sinken die Inflationsraten in den USA und in Europa deutlich (auf Produzentenebene kam es in den USA immerhin schon zu ersten deflationistischen Tendenzen). Sollte der Ölpreis weiter nachgeben und die Weltrezession länger anhalten als gedacht, wird das D-Wort wohl öfter auf dem Parkett zu hören sein.

Vor diesem Hintergrund wurden die Analysten in der Sonderfrage gefragt, wie sie die Wahrscheinlichkeit einer Deflation in Europa und den USA einschätzen. Im Durchschnitt rechnet gut ein Fünftel der Experten für den Euroraum und die USA mit einem Rückgang des Konsumentenpreisniveaus. Während die letzte Deflation in Deutschland schon knapp 15 Jahre zurückliegt, sinken in Japan bereits seit über zwei Jahren die Preise. Es wurde daher gefragt, inwieweit sich be-

stimmte Maßnahmen zur Bekämpfung der Deflation in Japan eignen würden. Am besten schnitt als Instrument die aktive Abwertung des Yen ab. Etwa 60 Prozent der Analysten meinen, dass diese Maßnahme gut oder sogar sehr gut zur Bekämpfung der Deflation geeignet sei. Die Deflation kann etwa durch Yen-Verkäufe der Zentralbank überwunden werden, die den Yen schwächen. Über verteuerte Importe sollten sich tendenziell die Konsumentenpreise erhöhen. Eine Staatsfinanzierung durch die Zentralbank und Konjunkturprogramme des Staates werden von 60 Prozent der Analysten hingegen sehr skeptisch betrachtet. Die Staatsfinanzierung ist insofern problematisch, als die Unabhängigkeit der Bank of Japan durch dieses Instrument gefährdet werden könnte. Wenn die Zentralbank zur willkürlichen Kreditvergabe an den japanischen Staat gezwungen werden würde, wäre die folgende Inflation möglicherweise nicht mehr kontrollierbar. Die bisherigen Konjunkturprogramme der japanischen Regierung führten zu keiner nennenswerten Nachfragesteigerung der privaten Haushalte. ◀

Felix Hüfner und Volker Kleff

ZEW - Finanzmarkttest Dezember 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	0.0 (+/-0.0)	22.5 (-7.6)	77.5 (+7.6)	-77.5 (-7.6)
Deutschland	0.0 (-0.3)	12.2 (-6.2)	87.8 (+6.5)	-87.8 (-6.8)
USA	1.3 (+0.6)	10.9 (-2.0)	87.8 (+1.4)	-86.5 (-0.8)
Japan	0.0 (+/-0.0)	1.3 (-0.3)	98.7 (+0.3)	-98.7 (-0.3)
Großbritannien	1.4 (+0.8)	63.0 (+0.2)	35.6 (-1.0)	-34.2 (+1.8)
Frankreich	1.4 (+0.7)	36.4 (-4.0)	62.2 (+3.3)	-60.8 (-2.6)
Italien	0.7 (+0.4)	22.3 (-9.1)	77.0 (+8.7)	-76.3 (-8.3)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	39.9 (+6.0)	50.5 (+3.4)	9.6 (-9.4)	30.3 (+15.4)
Deutschland	37.1 (+3.7)	51.6 (+5.3)	11.3 (-9.0)	25.8 (+12.7)
USA	62.7 (+14.5)	30.2 (-4.4)	7.1 (-10.1)	55.6 (+24.6)
Japan	8.4 (+2.0)	84.6 (+4.0)	7.0 (-6.0)	1.4 (+8.0)
Großbritannien	28.7 (+2.8)	60.9 (+5.5)	10.4 (-8.3)	18.3 (+11.1)
Frankreich	35.9 (+4.6)	51.5 (+3.4)	12.6 (-8.0)	23.3 (+12.6)
Italien	34.2 (+3.8)	53.8 (+4.5)	12.0 (-8.3)	22.2 (+12.1)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	5.5 (-0.6)	26.7 (+2.1)	67.8 (-1.5)	-62.3 (+0.9)
Deutschland	6.8 (-0.6)	24.2 (+1.0)	69.0 (-0.4)	-62.2 (-0.2)
USA	7.4 (-0.7)	37.0 (-1.2)	55.6 (+1.9)	-48.2 (-2.6)
Japan	6.6 (+/-0.0)	80.0 (+0.8)	13.4 (-0.8)	-6.8 (+0.8)
Großbritannien	3.5 (-1.8)	50.0 (+1.2)	46.5 (+0.6)	-43.0 (-2.4)
Frankreich	5.1 (-1.8)	25.7 (+0.4)	69.2 (+1.4)	-64.1 (-3.2)
Italien	5.9 (-1.3)	26.2 (+0.9)	67.9 (+0.4)	-62.0 (-1.7)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	5.8 (+2.6)	22.6 (+5.6)	71.6 (-8.2)	-65.8 (+10.8)
USA	8.4 (+3.5)	41.6 (+11.3)	50.0 (-14.8)	-41.6 (+18.3)
Japan	3.0 (+0.9)	93.9 (+2.1)	3.1 (-3.0)	-0.1 (+3.9)
Großbritannien	5.6 (+2.5)	33.4 (+5.7)	61.0 (-8.2)	-55.4 (+10.7)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	29.1 (+4.4)	46.0 (+/-0.0)	24.9 (-4.4)	4.2 (+8.8)
USA	31.1 (+1.7)	47.2 (+3.7)	21.7 (-5.4)	9.4 (+7.1)
Japan	15.0 (+3.6)	80.9 (-2.9)	4.1 (-0.7)	10.9 (+4.3)
Großbritannien	24.5 (+3.2)	55.9 (+3.0)	19.6 (-6.2)	4.9 (+9.4)
Frankreich	26.7 (+2.4)	50.0 (+1.7)	23.3 (-4.1)	3.4 (+6.5)
Italien	27.3 (+2.7)	51.0 (+4.3)	21.7 (-7.0)	5.6 (+9.7)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	64.1 (-0.1)	25.0 (+0.5)	10.9 (-0.4)	53.2 (+0.3)
DAX (Deutschland)	64.3 (-1.4)	24.6 (+2.5)	11.1 (-1.1)	53.2 (-0.3)
NEMAX 50 (Deutschland)	63.8 (+1.2)	21.9 (-1.8)	14.3 (+0.6)	49.5 (+0.6)
Dow Jones Industrial (USA)	62.3 (+4.4)	24.9 (-0.6)	12.8 (-3.8)	49.5 (+8.2)
Nikkei 225 (Japan)	37.9 (-2.2)	49.0 (+1.7)	13.1 (+0.5)	24.8 (-2.7)
FT-SE 100 (Großbritannien)	58.3 (-0.8)	31.9 (+2.3)	9.8 (-1.5)	48.5 (+0.7)
CAC-40 (Frankreich)	61.4 (-1.4)	26.7 (+1.9)	11.9 (-0.5)	49.5 (-0.9)
MIBtel (Italien)	59.7 (-1.3)	27.6 (+1.5)	12.7 (-0.2)	47.0 (-1.1)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	17.1 (+4.7)	34.0 (+3.9)	48.9 (-8.6)	-31.8 (+13.3)
Yen	6.2 (+1.7)	25.9 (-3.3)	67.9 (+1.6)	-61.7 (+0.1)
Brit. Pfund	7.5 (+2.3)	41.3 (+1.7)	51.2 (-4.0)	-43.7 (+6.3)
Schw. Franken	12.9 (+1.9)	58.3 (-2.9)	28.8 (+1.0)	-15.9 (+0.9)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	38.3 (+1.8)	49.0 (-2.5)	12.7 (+0.7)	25.6 (+1.1)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	20.3 (+6.3)	28.7 (+1.8)	51.0 (-8.1)	-30.7 (+14.4)
Versicherungen	34.0 (+10.9)	33.7 (+3.3)	32.3 (-14.2)	1.7 (+25.1)
Fahrzeuge	11.2 (+4.2)	45.1 (-0.7)	43.7 (-3.5)	-32.5 (+7.7)
Chemie/Pharma	19.7 (+3.6)	51.4 (+0.5)	28.9 (-4.1)	-9.2 (+7.7)
Stahl/NE-Metalle	11.4 (+1.8)	50.5 (+1.0)	38.1 (-2.8)	-26.7 (+4.6)
Elektro	18.6 (+8.6)	54.4 (-1.1)	27.0 (-7.5)	-8.4 (+16.1)
Maschinen	15.9 (+4.9)	41.7 (-1.4)	42.4 (-3.5)	-26.5 (+8.4)
Konsum/Handel	19.1 (+6.8)	56.9 (+2.2)	24.0 (-9.0)	-4.9 (+15.8)
Bau	6.7 (+/-0.0)	53.9 (+6.2)	39.4 (-6.2)	-32.7 (+6.2)
Versorger	20.9 (-3.3)	68.9 (+5.7)	10.2 (-2.4)	10.7 (-0.9)
Dienstleister	29.4 (+5.7)	54.5 (-1.9)	16.1 (-3.8)	13.3 (+9.5)
Telekommunikation	35.7 (+6.6)	45.9 (-5.7)	18.4 (-0.9)	17.3 (+7.5)
Inform.-Technologien	38.5 (+9.0)	42.8 (-2.3)	18.7 (-6.7)	19.8 (+15.7)

Bemerkung: An der Dezember-Umfrage des Finanzmarkttests vom 26.11.-11.12.01 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 Dezember 2001

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Dezember 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 26.11.-11.12.01 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	2.0	(0.4)
Deutschland	1.7	1.3	(0.4)
USA	2.1	1.9	(0.3)
Japan	-1.1	-1.1	(0.2)
Großbritannien	1.6	1.4	(0.2)
Frankreich	1.2	0.8	(0.4)
Italien	2.6	2.2	(0.4)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	3.4	3.0	(0.4)
USA	1.8	1.6	(0.3)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	3.9	3.6	(0.3)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.7	4.7	(0.3)
USA	5.0	5.0	(0.3)
Japan	1.4	1.5	(0.1)
Großbritannien	4.8	4.8	(0.3)
Frankreich	4.8	4.8	(0.3)
Italien	5.0	5.0	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	3740	3970	(280)
DAX (Deutschland)	5120	5440	(390)
NEMAX 50 (Deutschland)	1290	1380	(120)
Dow Jones Industrial (USA)	9950	10540	(790)
Nikkei 225 (Japan)	10760	10980	(490)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5260	5510	(320)
CAC-40 (Frankreich)	4570	4830	(330)
MIBtel (Italien)	22910	24120	(1660)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.89	0.90	(0.03)
Yen	110.50	113.60	(3.10)
Brit. Pfund	0.62	0.63	(0.01)
Schw. Franken	1.47	1.48	(0.03)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	18.80	19.70	(2.10)