

# ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

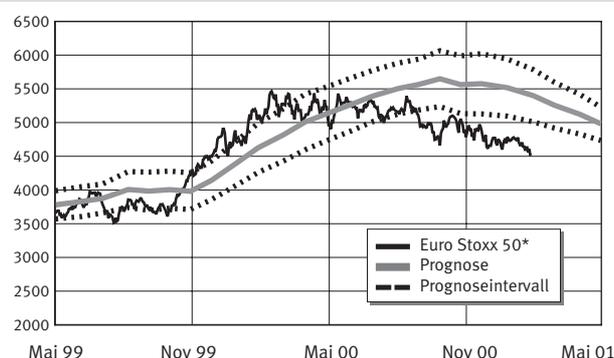
Jahrgang 10 · Nr. 3 · März 2001

Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 400 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 29.01. – 20.02.01 (Redaktionsschluß 23.02.01) 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: Hoffnung für Aktien

Während sich in den Vereinigten Staaten ein deutlicher Konjunkturabschwung abzeichnet, besteht über dessen Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft noch große Unsicherheit. Die im Finanzmarkttest befragten Experten sind allerdings für den Euroraum optimistischer gestimmt als für die USA: Nur 22 Prozent von ihnen erwarten diesseits des Atlantiks mittelfristig eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage. Für die US-Konjunktur sehen dagegen knapp 60 Prozent eine Abkühlung voraus. Dementsprechend positiv beurteilen die Finanzanalysten die europäischen Aktienbörsen, zumal die Gewinne der Unternehmen hierzulande weniger stark beeinträchtigt werden dürften als in den Vereinigten Staaten. 78 Prozent der Experten erwarten steigende Notierungen für den DAX, woraus sich eine Prognose von rund 7.150 Punkten bis Mai diesen Jahres berechnen lässt. Für den Euro Stoxx 50 liegt der Anteil der Optimisten ähnlich hoch. Prognostiziert wird für den Index der 50 größten europäischen Unternehmen ein Stand von knapp 5.000 Punkten auf Sicht der nächsten drei Monate. Skeptisch sind die Experten allerdings für den Telekommunikationssektor. Erstmals überwiegt im Februar der Anteil der Befragten, die mit schlechteren Ertrags-

### Euro Stoxx 50: Entwicklung und Prognose



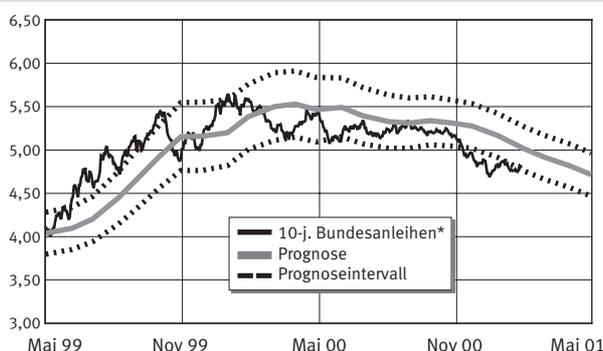
\* Quelle: Thomson Financial Datastream, ZEW

aussichten in dieser Branche rechnen. Hier haben der verunglückte Börsengang der France Télécom Tochter Orange sowie immer neue Tiefstände der Aktie der Deutschen Telekom ihre Spuren hinterlassen. Zugenommen hat demgegenüber der Optimismus für die Fahrzeugbranche. Hier sehen die Analysten nun wohl ein Ende der Talfahrt für die Auto-Aktien.

Unterstützung sollten die Aktien auch von der Zinsseite bekommen. Die Rendite deutscher Staatsanleihen ist mittlerweile schon deutlich unter die Fünf-Prozent-Marke gefallen und liegt damit wieder auf dem Stand von vor zwei Jahren. In dieser Entwicklung kommt vor allem die Angst vor einem Konjunkturabschwung zum Ausdruck. Daneben sorgt auch der Ölpreis, der sich von seinen Höchstständen wieder entfernt hat dafür, dass die Inflation im Zaum gehalten wird. Allzuviel Spielraum nach unten bei den langfristigen Zinsen besteht allerdings nicht mehr. Nach Ansicht der befragten institutionellen Anleger könnte das Renditeniveau bis Mai auf 4,7 Prozent fallen. Das ist nicht weit entfernt vom derzeitigen Stand. Insgesamt werden Aktien jedoch auch bei diesem Zinsniveau interessanter – etwas Hoffnung besteht also für die Börsianer. ◀

Felix Hüfner

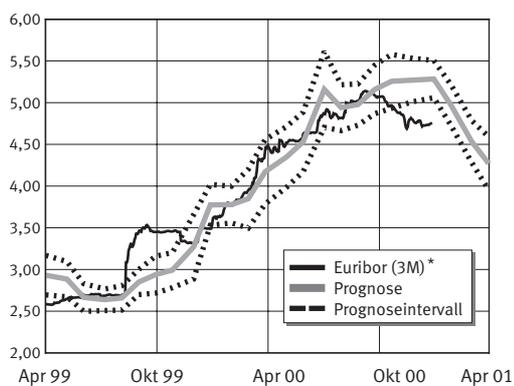
### 10-j. Bundesanleihen: Entwicklung und Prognose



\* Quelle: Thomson Financial Datastream, ZEW

## Euroraum: Wait and See

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



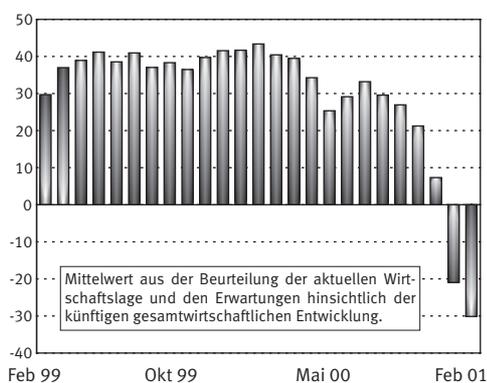
\* Quelle: Thomson Financial Datastream, ZEW

Auf nun 77 Prozent (Vormonat: 61 Prozent) ist im Februar die Quote der Befragten angestiegen, die eine Zinssenkung erwarten. Damit ergibt sich für Mai eine Prognose von 4,3 Prozent für den 3-Monats-Euribor. Allerdings dürfte der Europäischen Zentralbank eine schnelle Zinssenkung nicht unbedingt leicht fallen. Zwar gehen immer noch die Hälfte der Umfrageteilnehmer von einer sinkenden Inflationsrate aus. Diesmal jedoch hat der Anteil der Inflations-Pessimisten wieder leichten Zulauf. Vor

diesem Hintergrund gründet sich der Glaube an fallende Geldmarktzinsen vor allem darauf, dass die EZB auf die von den USA kommende Eintrübung der Konjunkturperspektive reagieren wird. So glauben die Experten, dass auch die EZB ihren Beitrag zur Stützung der Euro- und damit der Weltkonjunktur leisten wird. Vorerst bleibt jedoch den Analysten nichts anderes übrig, als der von Wim Duisenberg in der letzten Pressekonferenz ausgegebenen Parole zu folgen: „wait and see“. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## USA: Börsenstimmung orientiert sich am Konjunkturklima

### Konjunkturklima



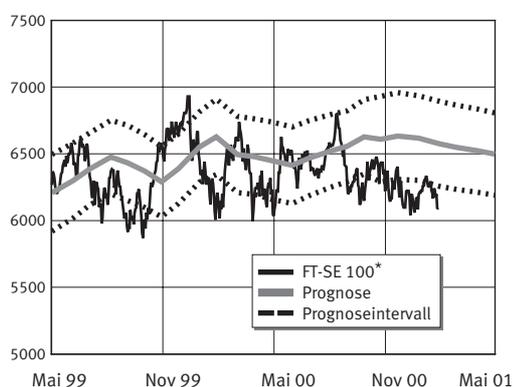
Quelle: ZEW

An der Wall Street ist derzeit die alles entscheidende Frage: Wie lange wird der Konjunkturabschwung dauern, der sich ohne Zweifel ankündigt? Stark gesunken ist in diesem Monat die Bewertung der derzeitigen Wirtschaftslage. Das Konjunkturklima ist dadurch insgesamt gefallen. Die Experten des Finanzmarkttests sind auch weiterhin skeptisch bezüglich der Aussichten für die US-Wirtschaft. Knapp 60 Prozent sehen eine Verschlechterung. Allerdings lag dieser Anteil noch im Januar bei

75 Prozent. Offensichtlich hat die zweite kräftige Zinssenkung von Notenbankpräsident Alan Greenspan doch eine positive Wirkung hinterlassen. Sollte die Konjunktur tatsächlich bereits im zweiten Halbjahr wieder anziehen, könnten die Aktienkurse bald wieder deutlich steigen. Knapp 50 Prozent der befragten institutionellen Anleger schliesen sich diesem Szenario an und erwarten, dass der Dow Jones Index bis Mai diesen Jahres auf rund 11.250 Punkte steigen kann. ◀ *Felix Hüfner*

## Großbritannien: Konjunktur unter Kontrolle

### FT-SE 100: Entwicklung und Prognose



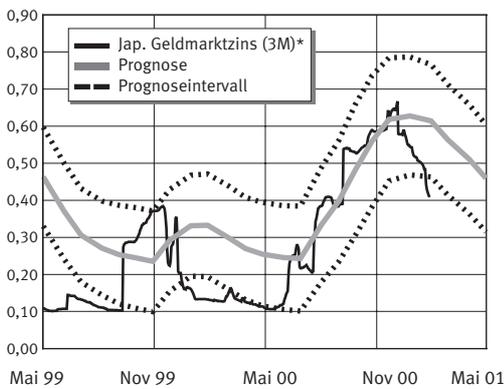
\* Quelle: Thomson Financial Datastream, ZEW

Die Bank of England hat kürzlich die Zinsen um 0.25% gesenkt. Dies wird vermutlich nicht die letzte Zinssenkung in diesem Zyklus gewesen sein: die Finanzmarktexperten erwarten für die nächsten 6 Monate noch einmal den gleichen Rückgang der Leitzinsen. Dies entspricht auch der eher verhaltenen Konjunktüreinschätzung. Großbritannien befindet sich in einer konjunkturellen Lage, die zwar den negativen Vorgaben aus den USA folgt aber durch die Einbindung in die EU trotzdem

noch ein relativ günstiges Bild vermittelt. Bezüglich der Zinsstruktur wird eine Bewegung von der jetzigen invertierten zu einer flachen Zinsstruktur erwartet. Dies befindet sich im Einklang mit den nicht mehr ganz so schlechten Konjunkturerwartungen und weist darauf hin, dass die jetzige Schwächephase nur als eine vorübergehenden „Konjunkturdelle“ aufgefasst wird. Ein mittelfristiges Ansteigen des FT-SE 100 wird von einer Mehrheit (59 Prozent) erwartet. ◀ *Dr. Michael Schröder*

## Japan: Im Tal der Tränen

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



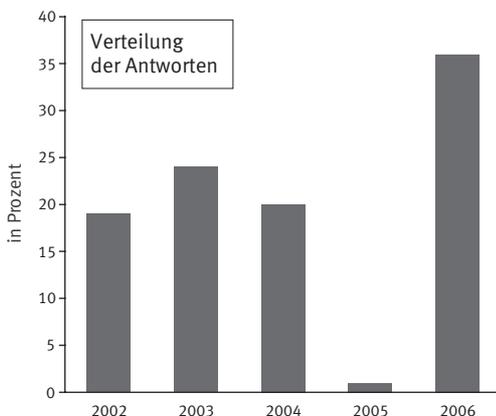
\* Quelle: Thomson Financial Datastream, ZEW

Schon seit Monaten wird die konjunkturelle Lage als sehr schlecht eingeschätzt. Trotzdem wird sich die Situation nach Einschätzung der Experten noch weiter verschlimmern. Auch die Zukunftserwartungen lassen nicht auf ein Ende der Talfahrt schließen. Parallel dazu wird auch der japanische Aktienmarkt immer ungünstiger eingeschätzt. Ursache dafür ist ein prognostizierter Rückgang bei den Unternehmensgewinnen. Bezüglich der kurzfristigen und langfristigen Zinsen wird keine

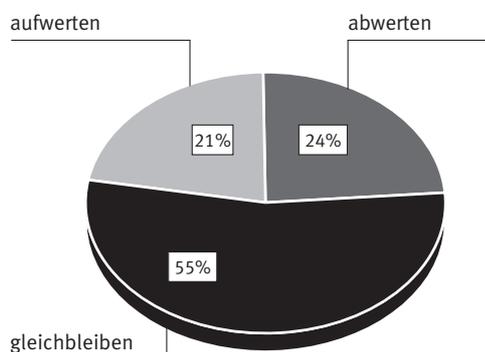
Veränderung nach unten mehr erwartet. Allerdings hat die Bank of Japan nach der erst kürzlich erfolgten Zinssenkung um 0,25 Prozent auch nicht mehr viel Spielraum für Zinssenkungen. Konjunkturbelebende Wirkungen könnten also allenfalls von einem weiteren Ausgabenprogramm der Regierung oder anziehenden Exporten ausgehen. Beides ist jedoch eher unwahrscheinlich. Vielleicht hilft ja aber die erwartete Abwertung des Yen gegenüber US-Dollar und Euro. ◀ *Dr. Michael Schröder*

## Sonderfrage: Wann endet die Ära Duisenberg?

### In welchem Jahr wird Duisenberg tatsächlich sein Amt aufgeben?



### Im Falle eines vorzeitigen Rücktritts Duisenbergs würde der Euro gegenüber dem US-Dollar...



Quelle: ZEW

Seit seiner Ernennung im Jahr 1998 wird darüber spekuliert, ob EZB-Präsident Wim Duisenberg vor dem offiziellen Ende seiner Amtszeit im Jahr 2006 den Sessel räumen wird. In der Sonderfrage des Finanzmarkttests wurden die teilnehmenden Analysten nun danach befragt, wann sie mit einem Ende der Ära Duisenberg rechnen. Das Ergebnis: Nur eine Minderheit von 36 Prozent rechnet mit einer vollen achtjährigen Amtszeit. 63 Prozent erwarten dagegen einen vorzeitigen Rücktritt bis spätestens 2004.

Ihre Wurzel haben diese Vermutungen offensichtlich in den Auseinandersetzungen mit Frankreich um die Besetzung des Präsidentensessels 1998. Damals ist es unbestätigten Gerüchten zufolge zu einer Absprache gekommen, wonach der Niederländer vorzeitig seinen Sessel für einen Franzosen räumen werde. Vorgesehen war demnach, dass Duisenberg nach Einführung des Euro-Bargelds im Jahr 2002 abtreten werde. Zumindest im Hinblick auf die Nationalität glaubt eine große Mehrheit an die Gültigkeit dieser Absprache: 83 Prozent der Befragten erwarten, dass der

nächste EZB-Präsident Franzose sein wird. Unter den ansonsten favorisierten Nationalitäten liegt dann Deutschland ganz vorne. Immerhin 13 Prozent vermuten, dass der nächste EZB-Präsident einen deutschen Pass haben wird. Außenseiterchancen (2 Prozent) werden einem finnischen Kandidaten zugewilligt. Auch für den Fall eines frühzeitigen Rücktritts Duisenbergs sind die Befragten optimistisch, dass dies der internen Stabilität des Euro nicht schaden wird. Nur 18 Prozent sehen für diesen Fall eine Auswirkung auf die Inflationsrate im Euroraum.

Im Hinblick auf den Euro-Außenwert wird dagegen von einem deutlich höheren Anteil der befragten institutionellen Anleger (45 Prozent) mit Konsequenzen gerechnet. Allerdings sind die Befragten hier gespalten, ob ein frühzeitiger Rückzug des Präsidenten den Euro stärkt oder schwächt. Leicht die Nase vorn hat die Gruppe, die mit Duisenberg eher einen stärkeren Euro erwartet: 24 Prozent rechnen mit einer Euro-Abwertung gegenüber dem Dollar und 21 Prozent mit einer Aufwertung, sollte der Niederländer vorzeitig gehen. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## ZEW - Finanzmarkttest Februar 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	26.2 (-5.8)	73.5 (+5.5)	0.3 (+0.3)	25.9 (-6.1)
Deutschland	24.7 (-7.4)	74.7 (+7.4)	0.6 (+/-0.0)	24.1 (-7.4)
USA	11.8 (-25.4)	59.4 (+4.5)	28.8 (+20.9)	-17.0 (-46.3)
Japan	0.6 (-0.1)	9.5 (-4.2)	89.9 (+4.3)	-89.3 (-4.4)
Großbritannien	12.3 (-6.7)	81.1 (+3.1)	6.6 (+3.6)	5.7 (-10.3)
Frankreich	25.8 (-7.5)	72.9 (+6.5)	1.3 (+1.0)	24.5 (-8.5)
Italien	16.9 (-1.7)	79.9 (+0.2)	3.2 (+1.5)	13.7 (-3.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	14.7 (-1.1)	63.6 (-0.2)	21.7 (+1.3)	-7.0 (-2.4)
Deutschland	16.3 (-0.7)	61.3 (-0.3)	22.4 (+1.0)	-6.1 (-1.7)
USA	14.8 (+10.7)	27.2 (+6.6)	58.0 (-17.3)	-43.2 (+28.0)
Japan	8.9 (-2.9)	75.2 (+1.7)	15.9 (+1.2)	-7.0 (-4.1)
Großbritannien	4.7 (+1.1)	69.7 (-1.1)	25.6 (+/-0.0)	-20.9 (+1.1)
Frankreich	11.3 (+0.7)	66.5 (-2.4)	22.2 (+1.7)	-10.9 (-1.0)
Italien	12.1 (+0.7)	65.9 (-2.5)	22.0 (+1.8)	-9.9 (-1.1)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	8.5 (+3.1)	39.1 (-3.8)	52.4 (+0.7)	-43.9 (+2.4)
Deutschland	8.2 (+2.8)	37.9 (-3.9)	53.9 (+1.1)	-45.7 (+1.7)
USA	9.8 (+2.5)	49.1 (-0.7)	41.1 (-1.8)	-31.3 (+4.3)
Japan	13.7 (-0.2)	78.2 (+2.3)	8.1 (-2.1)	5.6 (+1.9)
Großbritannien	8.3 (+2.3)	64.1 (-1.5)	27.6 (-0.8)	-19.3 (+3.1)
Frankreich	7.7 (+2.7)	41.0 (-4.7)	51.3 (+2.0)	-43.6 (+0.7)
Italien	9.9 (+4.5)	38.5 (-6.1)	51.6 (+1.6)	-41.7 (+2.9)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	2.4 (-0.7)	21.1 (-15.0)	76.5 (+15.7)	-74.1 (-16.4)
USA	2.7 (+0.8)	8.2 (-1.6)	89.1 (+0.8)	-86.4 (+/-0.0)
Japan	4.8 (-1.2)	81.7 (-3.9)	13.5 (+5.1)	-8.7 (-6.3)
Großbritannien	1.6 (+0.6)	33.0 (-10.9)	65.4 (+10.3)	-63.8 (-9.7)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	12.7 (-0.5)	55.2 (+1.9)	32.1 (-1.4)	-19.4 (+0.9)
USA	16.2 (+6.8)	35.2 (-8.2)	48.6 (+1.4)	-32.4 (+5.4)
Japan	15.3 (-3.4)	76.7 (+3.4)	8.0 (+/-0.0)	7.3 (-3.4)
Großbritannien	12.1 (+2.7)	59.7 (+0.3)	28.2 (-3.0)	-16.1 (+5.7)
Frankreich	12.2 (+0.2)	57.4 (+2.4)	30.4 (-2.6)	-18.2 (+2.8)
Italien	13.2 (+0.7)	57.0 (+1.1)	29.8 (-1.8)	-16.6 (+2.5)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	77.0 (-4.1)	20.5 (+4.8)	2.5 (-0.7)	74.5 (-3.4)
DAX (Deutschland)	78.4 (-2.4)	18.8 (+2.8)	2.8 (-0.4)	75.6 (-2.0)
NEMAX 50 (Deutschland)	71.0 (-2.4)	21.8 (+4.6)	7.2 (-2.2)	63.8 (-0.2)
Dow Jones Industrial (USA)	49.8 (+1.9)	39.4 (-0.5)	10.8 (-1.4)	39.0 (+3.3)
Nikkei 225 (Japan)	35.5 (-7.7)	50.6 (+6.8)	13.9 (+0.9)	21.6 (-8.6)
FT-SE 100 (Großbritannien)	58.8 (-5.1)	34.9 (+4.3)	6.3 (+0.8)	52.5 (-5.9)
CAC-40 (Frankreich)	72.4 (-6.2)	23.7 (+6.4)	3.9 (-0.2)	68.5 (-6.0)
MIBtel (Italien)	72.4 (-4.6)	23.6 (+5.1)	4.0 (-0.5)	68.4 (-4.1)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	4.3 (-0.1)	15.3 (+3.9)	80.4 (-3.8)	-76.1 (+3.7)
Yen	3.5 (+1.6)	21.3 (+3.7)	75.2 (-5.3)	-71.7 (+6.9)
Brit. Pfund	2.2 (+0.9)	21.0 (+4.0)	76.8 (-4.9)	-74.6 (+5.8)
Schw. Franken	4.8 (+1.5)	66.9 (+6.3)	28.3 (-7.8)	-23.5 (+9.3)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	5.4 (+0.1)	47.9 (-3.2)	46.7 (+3.1)	-41.3 (-3.0)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	34.4 (+6.2)	49.8 (-5.1)	15.8 (-1.1)	18.6 (+7.3)
Versicherungen	44.3 (+2.4)	50.7 (-1.9)	5.0 (-0.5)	39.3 (+2.9)
Fahrzeuge	12.7 (+4.5)	47.8 (-0.7)	39.5 (-3.8)	-26.8 (+8.3)
Chemie/Pharma	38.8 (-8.4)	51.2 (+7.4)	10.0 (+1.0)	28.8 (-9.4)
Stahl/NE-Metalle	16.5 (+2.2)	64.9 (+/-0.0)	18.6 (-2.2)	-2.1 (+4.4)
Elektro	36.2 (-11.6)	55.3 (+9.3)	8.5 (+2.3)	27.7 (-13.9)
Maschinen	38.3 (-7.2)	51.0 (+8.2)	10.7 (-1.0)	27.6 (-6.2)
Konsum/Handel	33.8 (-7.9)	52.8 (+5.5)	13.4 (+2.4)	20.4 (-10.3)
Bau	8.7 (+0.5)	56.3 (-2.2)	35.0 (+1.7)	-26.3 (-1.2)
Versorger	19.0 (-5.0)	62.9 (+3.4)	18.1 (+1.6)	0.9 (-6.6)
Dienstleister	62.2 (-3.5)	34.4 (+2.9)	3.4 (+0.6)	58.8 (-4.1)
Telekommunikation	13.3 (-4.6)	35.0 (-2.1)	51.7 (+6.7)	-38.4 (-11.3)
Inform.-Technologien	45.0 (-8.2)	35.2 (+3.2)	19.8 (+5.0)	25.2 (-13.2)

Bemerkung: An der Februar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 29.01.-20.02.01 beteiligten sich 334 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 2001

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Februar 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 29.01.-20.02.01 beteiligten sich 334 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	2.6	2.4	(0.3)
Deutschland	2.4	2.1	(0.3)
USA	3.4	3.2	(0.3)
Japan	-0.4	-0.4	(0.2)
Großbritannien	2.7	2.6	(0.2)
Frankreich	1.6	1.4	(0.3)
Italien	2.8	2.6	(0.3)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	4.7	4.3	(0.3)
USA	5.0	4.1	(0.6)
Japan	0.5	0.5	(0.1)
Großbritannien	5.7	5.4	(0.2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4.8	4.7	(0.2)
USA	5.2	5.0	(0.4)
Japan	1.4	1.4	(0.2)
Großbritannien	4.9	4.8	(0.2)
Frankreich	4.9	4.8	(0.2)
Italien	5.2	5.1	(0.2)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	4640	4980	(250)
DAX (Deutschland )	6610	7140	(380)
NEMAX 50 (Deutschland)	2550	2740	(180)
Dow Jones Industrial (USA)	10860	11240	(570)
Nikkei 225 (Japan)	13460	13710	(600)
FT-SE 100 (Großbritannien)	6210	6500	(310)
CAC-40 (Frankreich)	5770	6170	(320)
MIBtel (Italien)	30110	32170	(1690)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.92	0.96	(0.03)
Yen	107.10	110.70	(2.80)
Brit. Pfund	0.63	0.65	(0.01)
Schw. Franken	1.53	1.54	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	27.20	25.20	(2.60)