

# ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

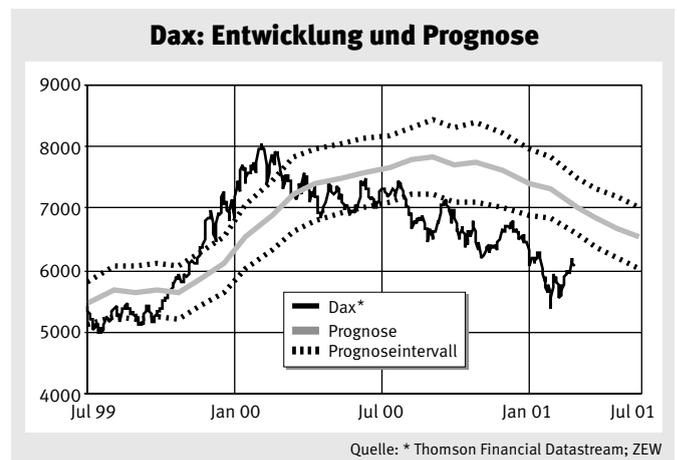
Jahrgang 10 · Nr. 5 · Mai 2001

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 02.04. – 24.04.01 (Redaktionsschluß 27.04.01) 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.

## Europa: Hoffen auf die EZB

Im April werden insbesondere die Aktienmärkte der Länder deutlich positiver beurteilt, deren Notenbanken ihre Leitzinsen bereits gesenkt haben: Großbritannien, Japan und die USA. Europa kann hiervon nur zum Teil profitieren: So hat die überraschende Zinssenkung der amerikanischen Notenbank auch die Stimmung für europäische Aktien leicht ansteigen lassen. Mittlerweile glauben wieder knapp 80 Prozent der befragten Experten an höhere Kurse für den Euro Stoxx 50. Er sollte bis Juli auf bis zu 4.700 Punkte steigen können. Der Dax könnte nach Meinung der Analysten im selben Zeitraum die Marke von 6.500 Punkten erreichen.

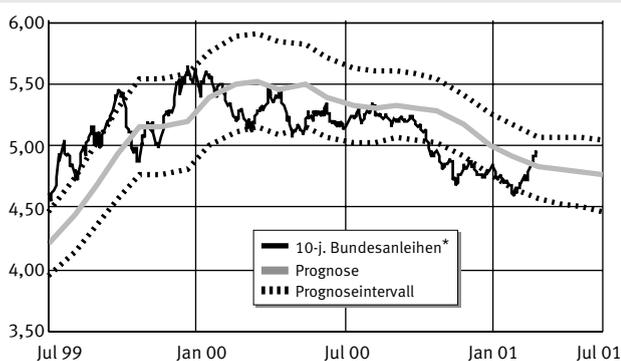
Negative Meldungen über die mangelnde Informationspolitik einiger Unternehmen des Neuen Markts dürften mit dafür verantwortlich sein, dass auch in diesem Monat der Nemax 50 wieder schlechter als der Dax beurteilt wird. Offenbar herrscht über die faire Bewertung der Technologieunternehmen noch grosse Unsicherheit. Dementsprechend ist auch die Schwankungsbreite der Kursprognosen hoch. Optimisten glauben daran, dass der Nemax 50 bis auf knapp 1.800 Punkte klettern wird. Pessimisten zufolge ist allerdings auch ein Rückfall auf bis zu 1.500 Punkte möglich. Die Analysten setzen deshalb eher auf



die traditionellen Versicherungsaktien im Dax. Sie werden unter allen Branchen derzeit von den Experten mit am besten beurteilt. Neben dem günstigen Zinsumfeld wirkt sich hierbei offenbar die Fusion von Allianz und Dresdner Bank zu einem Allfinanzkonzern positiv aus. Die Aktienkurseinschätzungen für den Euroraum unterstellen freilich, dass die Europäische Zentralbank bald ihre Zinsen senken wird. Nach der abermaligen Senkung der US-Leitzinsen nimmt der Druck auf die EZB weiter zu. Für den Dreimonatszins Euribor ergibt sich daher eine Prognose von 3,8 Prozent bis Juli – fast 100 Basispunkte weniger als zurzeit. Staatsanleihen kommen in diesem Umfeld zunehmend in Bedrängnis. So hat die Hoffnung der befragten Finanzanalysten auf ein weiteres Absinken des langfristigen Renditeniveaus deutlich abgenommen. Schon glaubt wieder ein Fünftel der Befragten an einen Anstieg der Langfristzinsen. In den letzten Monaten hatten die Rentenmärkte von den Turbulenzen an den Aktienbörsen profitiert, da sie als sicherer Hafen angesehen wurden. Nun aber haben offenbar die Aktienkurse ein Bewertungsniveau erreicht, das durchaus wieder konkurrenzfähig zu einer Anlage in Anleihen ist. ◀

Felix Hüfner

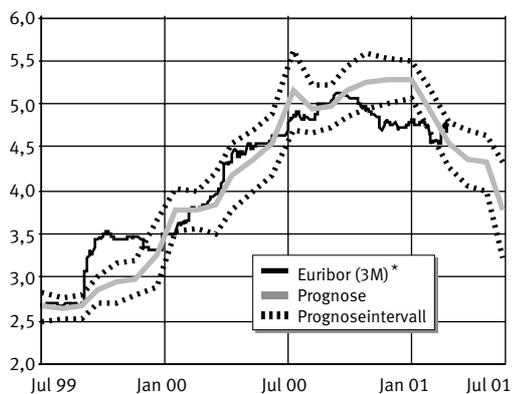
## 10-j. Bundesanleihen: Entwicklung und Prognose



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

## Euroraum: Zinspolitisches Wunschenken?

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



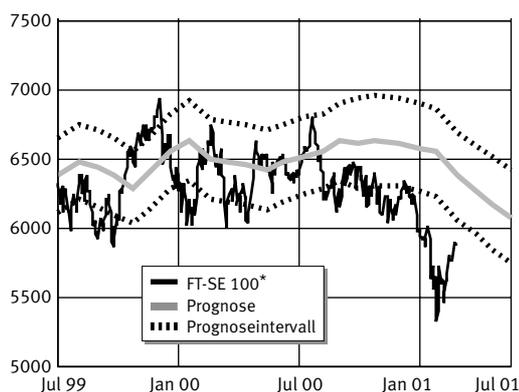
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Trotz der demonstrativ abwartenden Haltung, die Wim Duisenberg auch wieder in der letzten Pressekonferenz an den Tag legte, sind nach Auffassung der befragten Finanzexperten nun bald Taten zu erwarten: 91 Prozent der Befragten rechnen mit einer EZB-Leitzinssenkung innerhalb der nächsten drei Monate. Betrachtet man das derzeitige geldpolitische Umfeld in der Eurozone, so ist allerdings nicht völlig auszuschließen, dass einige Beobachter der Geldpolitik momentan ei-

nem Wunschenken erliegen. Nach wie vor stagniert die Euro-Inflationsrate hartnäckig jenseits der kritischen 2-Prozent-Grenze bei 2,6 Prozent. Hinter diesem Durchschnittswert verbergen sich noch dazu sehr hohe Inflationsraten in einer Reihe von kleineren Euro-Mitgliedstaaten. Von daher könnte die Stimmung im obersten Gremium der Euro-Geldpolitik derzeit stringenter sein, als dies die Daten für die Eurozone insgesamt suggerieren. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## Großbritannien: Inflation unter Kontrolle

### FT-SE 100: Entwicklung und Prognose



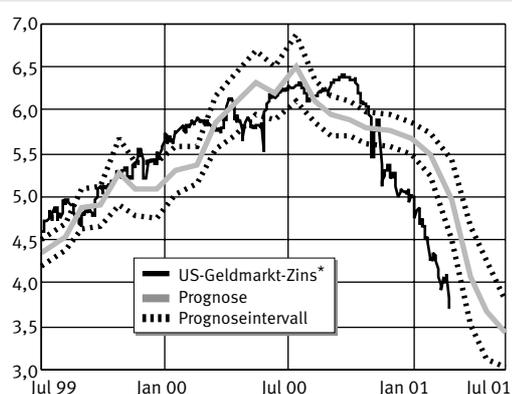
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Auch nach der jüngsten Zinssenkung der Bank of England sind die Zinssenkungserwartungen ungebrochen. Fast 80 Prozent der Befragten gehen von einem weiteren Zinsschritt im Königreich aus. Eine jährliche Preissteigerungsrate für den RPIX von derzeit weniger als zwei Prozent bei gleichzeitig trüben Konjunkturaussichten stützt diese Vermutung. Denn in den Konjunkturerwartungen finden sich bislang allenfalls schwache Zeichen für eine Erholung. Zwar hat das La-

ger der Konjunkturoptimisten um 1,3 Punkte auf knapp unter 10 Prozent zugelegt. Aber immer noch ist fast ein Viertel der befragten institutionellen Anleger der Meinung, dass die Wachstumszahlen weiter nach unten gehen. Deutlichere Spuren hat die britische – und wohl auch die amerikanische – Zinspolitik allerdings bei den Erwartungen für die Aktienmärkte hinterlassen: Für den FT-SE100 erwarten jetzt wieder knapp zwei Drittel eine Steigerung. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

## USA: Geldpolitik zeigt erste Wirkungen

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



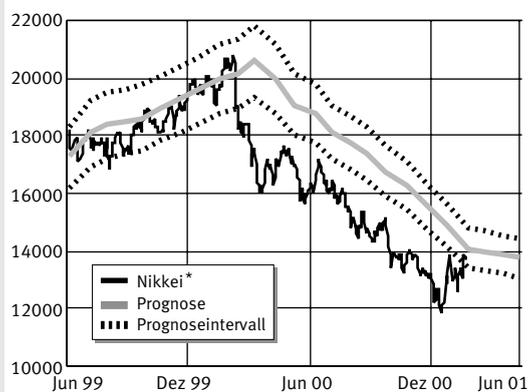
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Erneut hat Alan Greenspan die Finanzmärkte überrascht. Mit einer solch deutlichen Zinssenkung zwischen den planmäßigen Notenbanksitzungen hat auf dem Börsenparkett an der Wall Street kaum jemand gerechnet. Entsprechend stark stiegen die Aktienkurse. Die Aktionen der Zentralbank zeigen allmählich auch Wirkung in den Konjunkturerwartungen der Analysten, zumal mit weiteren Zinsschritten gerechnet wird. Prognostiziert wird für Juli ein Niveau von 3,4 Prozent bei

den Dreimonatszinsen. Glauten im Januar noch per Saldo 71 Prozent der Finanzexperten an eine mittelfristige Verschlechterung der US-Konjunkturlage, so liegt dieser Wert im April nur noch bei knapp sieben Prozent. Als Folge davon hat der Optimismus für die US-Aktienwerte deutlich zugenommen. 62 Prozent der befragten Finanzexperten erwarten Kurssteigerungen. Rund 10.800 Punkte werden dem Dow Jones Index bis zum Juli zugetraut. ◀ *Felix Hüfner*

## Japan: Hoffnungsschimmer in Fernost

**Nikkei: Entwicklung und Prognose**



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

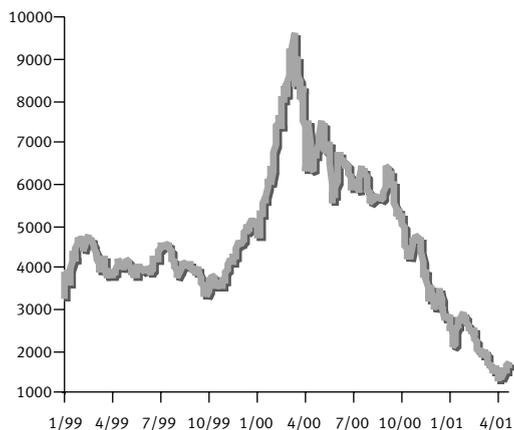
Die Zinssenkung der Bank of Japan Anfang März lässt die zukünftige Konjunkturentwicklung nicht mehr ganz so düster erscheinen. Zum ersten Mal seit vielen Monaten hat sich die Zahl der Konjunktur-„Optimisten“ leicht erhöht und die der „Pessimisten“ etwas verringert. Entsprechend der Konjunktüreinschätzung wird auch die weitere Entwicklung des Nikkei-Index etwas günstiger beurteilt.

Trotzdem bleibt festzuhalten, dass sich Japan derzeit in einer

sehr fragilen Situation befindet: Die Geldpolitik kann keine weiteren Impulse mehr geben und die Leistungen von Fiskal- und Strukturpolitik sind erst noch unter Beweis zu stellen. Allerdings haben sich die Konjunkturerwartungen in diesem Monat sowohl für USA als auch für das Eurogebiet wieder deutlich verbessert. Ein externer Konjunkturimpuls über höhere Exporte könnte Japan in die Lage versetzen, die eigenen Probleme besser in den Griff zu bekommen. ◀ *Dr. Michael Schröder*

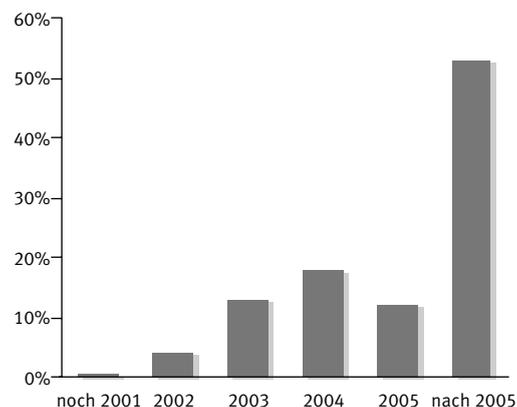
## Sonderfrage: Vorsicht am Neuen Markt

**NEMAX 50: Crash auf Raten**



Quelle: Thomson Financial Datastream

**Wann erwarten Sie eine Rückkehr des NEMAX 50 zu seinen alten Höchstständen?**



Quelle: ZEW; Gesamtzahl der Antworten: 296

Von seinem Höchststand im März 2000 bei 9.630 Punkten hat sich der NEMAX 50 mittlerweile um mehr als 80 Prozent entfernt. Ginge es nach den im Finanzmarkttest befragten Experten, dürfte es auch noch eine ganze Weile dauern, bis diese Höhen wieder erreicht werden. Die Mehrheit von ihnen erwartet dies erst irgendwann nach dem Jahr 2005. Aber immerhin noch 17 Prozent glauben daran, dass der Index es bis zum Jahr 2003 schaffen könnte: In prozentualer Steigerung ausgedrückt müsste der NEMAX dazu in den nächsten beiden Jahren allerdings um insgesamt über 400 Prozent steigen.

Alles in allem sind die Analysten eher skeptisch gegenüber einem Investment im Neuen Markt gestimmt. Schon seit Monaten liegt der Anteil derjenigen Finanzmarkttestteilnehmer, die auf steigende Kurse setzen, für den NEMAX 50 um konstant 10 Prozentpunkte niedriger als für den DAX. Entsprechend eindeutig fällt die Antwort auf die Frage aus, wie Neue-Markt-Werte in einem Aktiendepot gewichtet werden sollten: 61 Prozent von der Ex-

perten raten zur Untergewichtung, nur 12 Prozent empfehlen eine Übergewichtung selbst auf diesem niedrigen Bewertungsniveau.

Die Gründe für diese beharrliche Skepsis finden sich in den Antworten auf die Frage, worin denn die Hauptursachen für den drastischen Kursverfall zu sehen seien. Fast einstimmig führen die Analysten hierbei die vorherige spekulative Überhitzung an. Auch die Verschlechterung der Fundamentalfaktoren wird noch von 40 Prozent als Rechtfertigung für den Crash gesehen. Insbesondere die fehlende Börsenreife vieler Unternehmen, die an den Markt gebracht wurden wird von den Experten angekreidet. Neben diesen klassischen Begründungen für Schwankungen in den Aktienkursen werden allerdings auch marktspezifische Mängel des Neuen Marktes beanstandet. Immerhin noch ein Viertel der Befragten sieht in unzureichender Regulierung einen Grund für das schwindende Anlegervertrauen. Genannt wurde dabei etwa das Fehlen einer effektiven Börsenaufsicht nach dem Muster der amerikanischen SEC. ◀ *Felix Hüfner*

## ZEW - Finanzmarkttest April 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	10.9	(-6.1)	86.8	(+4.7)	2.3	(+1.4)	8.6	(-7.5)
Deutschland	8.7	(-5.0)	85.8	(+2.8)	5.5	(+2.2)	3.2	(-7.2)
USA	3.6	(-2.7)	61.2	(+3.1)	35.2	(-0.4)	-31.6	(-2.3)
Japan	0.3	(+0.3)	3.3	(-0.7)	96.4	(+0.4)	-96.4	(-0.1)
Großbritannien	6.4	(-1.6)	85.8	(-0.7)	7.8	(+2.3)	-1.4	(-3.9)
Frankreich	14.9	(-5.5)	83.4	(+5.1)	1.7	(+0.4)	13.2	(-5.9)
Italien	7.5	(-3.5)	89.1	(+3.0)	3.4	(+0.5)	4.1	(-4.0)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	20.4	(+4.9)	55.0	(-4.0)	24.6	(-0.9)	-4.2	(+5.8)
Deutschland	19.9	(+4.2)	55.7	(-2.5)	24.4	(-1.7)	-4.5	(+5.9)
USA	28.5	(+9.6)	36.4	(+0.7)	35.1	(-10.3)	-6.6	(+19.9)
Japan	11.2	(+5.8)	75.3	(+3.7)	13.5	(-9.5)	-2.3	(+15.3)
Großbritannien	9.2	(+1.3)	67.1	(+2.5)	23.7	(-3.8)	-14.5	(+5.1)
Frankreich	15.6	(+4.0)	59.0	(-4.1)	25.4	(+0.1)	-9.8	(+3.9)
Italien	14.3	(+2.4)	61.1	(-1.8)	24.6	(-0.6)	-10.3	(+3.0)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	7.5	(-1.0)	33.3	(-2.4)	59.2	(+3.4)	-51.7	(-4.4)
Deutschland	8.5	(-0.1)	30.9	(-2.3)	60.6	(+2.4)	-52.1	(-2.5)
USA	9.8	(-0.6)	45.9	(+0.3)	44.3	(+0.3)	-34.5	(-0.9)
Japan	17.3	(+2.7)	73.4	(-0.3)	9.3	(-2.4)	8.0	(+5.1)
Großbritannien	6.2	(-1.9)	65.5	(+2.0)	28.3	(-0.1)	-22.1	(-1.8)
Frankreich	8.2	(+2.4)	38.9	(-3.4)	52.9	(+1.0)	-44.7	(+1.4)
Italien	8.6	(-0.2)	35.8	(-1.7)	55.6	(+1.9)	-47.0	(-2.1)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	1.9	(+0.1)	7.2	(-10.7)	90.9	(+10.6)	-89.0	(-10.5)
USA	2.2	(-0.5)	14.1	(+5.9)	83.7	(-5.4)	-81.5	(+4.9)
Japan	3.8	(-0.3)	87.3	(+20.3)	8.9	(-20.0)	-5.1	(+19.7)
Großbritannien	2.1	(+0.8)	18.4	(-8.9)	79.5	(+8.1)	-77.4	(-7.3)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	20.9	(+4.8)	50.2	(-4.3)	28.9	(-0.5)	-8.0	(+5.3)
USA	19.8	(+2.4)	46.9	(+7.0)	33.3	(-9.4)	-13.5	(+11.8)
Japan	19.6	(+2.7)	74.6	(+6.5)	5.8	(-9.2)	13.8	(+11.9)
Großbritannien	18.2	(+3.5)	58.2	(-2.3)	23.6	(-1.2)	-5.4	(+4.7)
Frankreich	20.2	(+4.7)	51.4	(-4.8)	28.4	(+0.1)	-8.2	(+4.6)
Italien	20.4	(+3.7)	52.4	(-3.7)	27.2	(+/-0.0)	-6.8	(+3.7)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	77.7	(+5.4)	16.7	(-5.8)	5.6	(+0.4)	72.1	(+5.0)
DAX (Deutschland)	78.4	(+5.1)	15.7	(-6.1)	5.9	(+1.0)	72.5	(+4.1)
NEMAX 50 (Deutschland)	70.0	(+6.2)	20.8	(-5.7)	9.2	(-0.5)	60.8	(+6.7)
Dow Jones Industrial (USA)	61.8	(+8.9)	26.0	(-4.7)	12.2	(-4.2)	49.6	(+13.1)
Nikkei 225 (Japan)	43.5	(+7.8)	43.2	(-1.9)	13.3	(-5.9)	30.2	(+13.7)
FT-SE 100 (Großbritannien)	64.8	(+8.7)	28.2	(-6.7)	7.0	(-2.0)	57.8	(+10.7)
CAC-40 (Frankreich)	76.3	(+8.0)	17.4	(-7.7)	6.3	(-0.3)	70.0	(+8.3)
MIBtel (Italien)	75.7	(+8.8)	18.3	(-8.4)	6.0	(-0.4)	69.7	(+9.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	7.2	(+0.4)	23.5	(+4.2)	69.3	(-4.6)	-62.1	(+5.0)
Yen	3.8	(+1.3)	19.0	(+2.4)	77.2	(-3.7)	-73.4	(+5.0)
Brit. Pfund	4.4	(+0.3)	31.1	(+2.6)	64.5	(-2.9)	-60.1	(+3.2)
Schw. Franken	9.0	(-0.3)	70.3	(+4.4)	20.7	(-4.1)	-11.7	(+3.8)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	7.4	(+1.6)	55.9	(+3.8)	36.7	(-5.4)	-29.3	(+7.0)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	21.0	(+0.8)	45.0	(-0.2)	34.0	(-0.6)	-13.0	(+1.4)
Versicherungen	32.6	(+0.1)	56.4	(-0.4)	11.0	(+0.3)	21.6	(-0.2)
Fahrzeuge	12.4	(-1.2)	54.7	(+4.4)	32.9	(-3.2)	-20.5	(+2.0)
Chemie/Pharma	28.0	(-4.6)	59.4	(+2.6)	12.6	(+2.0)	15.4	(-6.6)
Stahl/NE-Metalle	13.1	(+0.7)	62.9	(+1.9)	24.0	(-2.6)	-10.9	(+3.3)
Elektro	24.3	(+1.8)	60.6	(-2.4)	15.1	(+0.6)	9.2	(+1.2)
Maschinen	32.7	(+1.5)	48.8	(-7.9)	18.5	(+6.4)	14.2	(-4.9)
Konsum/Handel	26.9	(-4.9)	59.3	(+5.9)	13.8	(-1.0)	13.1	(-3.9)
Bau	14.0	(+1.3)	62.2	(+4.0)	23.8	(-5.3)	-9.8	(+6.6)
Versorger	22.9	(+7.2)	60.4	(-5.9)	16.7	(-1.3)	6.2	(+8.5)
Dienstleister	44.3	(-8.4)	48.6	(+6.3)	7.1	(+2.1)	37.2	(-10.5)
Telekommunikation	14.2	(+2.1)	35.3	(+4.5)	50.5	(-6.6)	-36.3	(+8.7)
Inform.-Technologien	28.2	(-7.4)	43.6	(+6.8)	28.2	(+0.6)	0.0	(-8.0)

Bemerkung: An der April-Umfrage des Finanzmarkttests vom 02.04.-24.04.01 beteiligten sich 312 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 2001

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom April 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 02.04.-24.04.01 beteiligten sich 312 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	2.3	(0.3)
Deutschland	2.5	2.2	(0.4)
USA	2.9	2.8	(0.3)
Japan	-0.9	-0.9	(0.2)
Großbritannien	2.3	2.2	(0.2)
Frankreich	1.3	1.1	(0.3)
Italien	2.8	2.6	(0.3)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	4.7	3.8	(0.5)
USA	4.0	3.4	(0.4)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	5.4	4.9	(0.3)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4.8	4.8	(0.3)
USA	5.1	5.0	(0.3)
Japan	1.3	1.4	(0.2)
Großbritannien	4.9	4.9	(0.2)
Frankreich	5.0	5.0	(0.3)
Italien	5.2	5.2	(0.3)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	4280	4690	(340)
DAX (Deutschland)	5930	6530	(500)
NEMAX 50 (Deutschland)	1540	1660	(120)
Dow Jones Industrial (USA)	10190	10780	(770)
Nikkei 225 (Japan)	13410	13770	(680)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5750	6080	(340)
CAC-40 (Frankreich)	5310	5800	(420)
MIBtel (Italien)	27800	30240	(2110)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.89	0.92	(0.03)
Yen	110.20	114.20	(3.20)
Brit. Pfund	0.62	0.63	(0.01)
Schw. Franken	1.53	1.54	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	25.20	24.00	(2.30)