

# ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Jahrgang 11 · Nr. 6 · Juni 2002

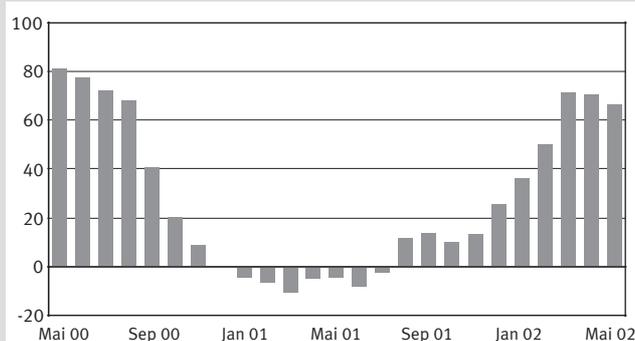
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 29.4. – 14.5.02 (Redaktionsschluss 17.5.02) werden im 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: Sell in May and Go Away?

Gilt auch in diesem Jahr das alte Börsianer-Sprichwort „Sell in May and go away“? Dies besagt, dass es besser ist, während der Sommermonate dem Aktienmarkt fernzubleiben, da sich die Kurse in dieser Zeit erfahrungsgemäß schlechter entwickeln als in anderen Jahreszeiten. Dem Rat liegt die Erkenntnis zugrunde, dass es während der ersten Monate eines Jahres zu einer positiven Entwicklung bei den Aktien kommt. Dies ist in diesem Jahr bisher aber nicht der Fall gewesen. Wie also sind die Aussichten für Aktien in diesem Sommer?

Fundamental betrachtet hängt die Aktienbewertung zum einen von den zukünftigen Unternehmensgewinnen ab, also von der Entwicklung der Konjunktur, zum anderen wird sie vom Zinsniveau bestimmt. Bezüglich der Konjunkturaussichten ergibt sich ein gemischtes Bild: Die ZEW Konjunkturerwartungen im Mai sind nach starken Anstiegen zum zweiten Mal in Folge gefallen, wenn auch nicht in großem Ausmaß. Sie liegen nun bei 66,3 Punkten. Ihr Verlauf in den vergangenen Monaten signalisiert zwar einen Aufschwung in Deutschland, allerdings mit ungewisser Dynamik – und damit wohl eher wenig Potenzial für die Aktienkurse. Ähnliches gilt für das Zinsniveau: Derzeit ist lediglich die Frage, wann und nicht ob die Eu-

### Konjunkturerwartungen Deutschland



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

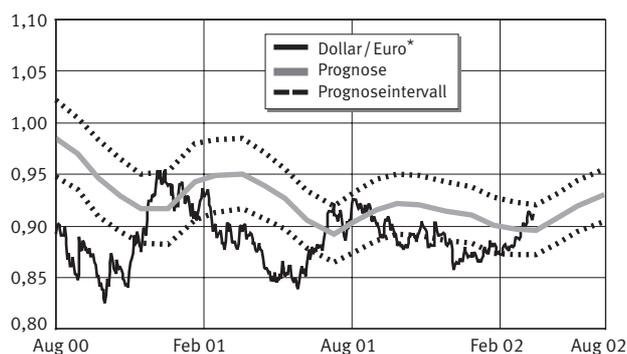
ropäische Zentralbank die Zinsen anhebt. Mittlerweile erwarten bereits 48 Prozent der Experten Zinserhöhungen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve im nächsten halben Jahr. Zusammengefasst weist die Evidenz eher auf Gefahren für die Aktienmärkte im Sommer hin. Zwar sind noch gut 73 Prozent der Analysten der Ansicht, dass der DAX zulegen sollte – historisch gesehen liegt dieser Wert freilich eher im Durchschnitt. Als Kursziel werden 5.350 Punkte bis August genannt. Am Neuen Markt sehen gar nur knapp mehr als die Hälfte der befragten Experten ein Potenzial für Kurssteigerungen.

Mit Spannung blicken die Marktteilnehmer derzeit auf den Devisenmarkt. Nach dem deutlichen Anstieg des Euro über die Marke von 0,90 US-Dollar stellt sich die Frage nach der Nachhaltigkeit dieser Aufwärtsbewegung. Charttechniker sehen Potenzial für den Euro, da dieser einen langfristigen Abwärtstrend durchbrochen hat. Dem schliessen sich auch die Analysten an: 60 Prozent sind der Ansicht, dass sich der Euro in Richtung auf Parität zum US-Dollar bewegt.

Im Gegensatz zu Aktienanlegern sollte demnach für Devisenhändler nicht das Motto „Sell in May and go away“ gelten. ◀

Felix Hüfner

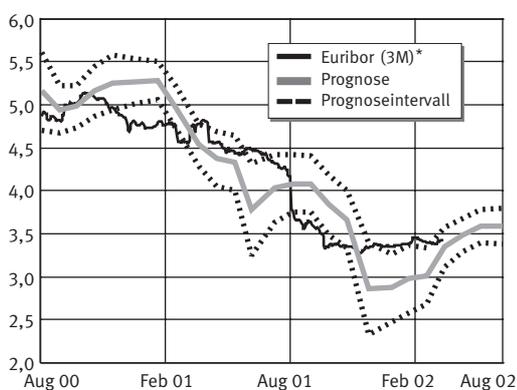
### Euro: Entwicklung und Prognose



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

## ECB-Watch: Inflationsrisiken

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



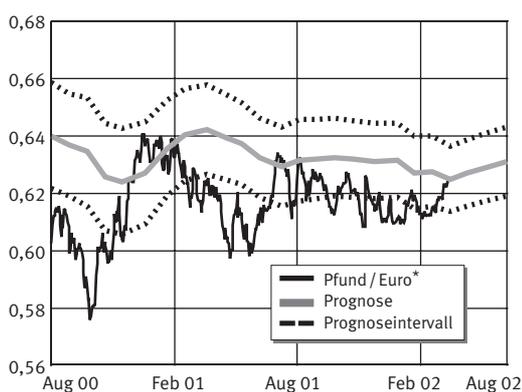
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Das Lager der Analysten bleibt gespalten, ob die EZB schon in den kommenden Monaten die Leitzinsen erhöhen wird. Insgesamt ergibt sich aus dem Antwortverhalten eine Prognose von 3,6 Prozent für den Drei-Monats-Euribor im August. Dies würde einer 25-Basispunkte-Zinserhöhung in diesem Zeitraum entsprechen. Dabei sprechen die schwindende Inflationszuversicht eher für und die Erholung des Euro-Außenwerts und die Konjunktursorgen eher gegen eine schnelle Zinser-

höhung. Die hartnäckige Inflation ist für die EZB brisant. Europas Zentralbank läuft Gefahr, in 2002 zum dritten Mal in Folge eine Jahresinflation oberhalb der selbst gesteckten Zielmarke von zwei Prozent hinnehmen zu müssen. Hinzu kommen die hohen Metallabschlüsse mit ihren Gefahren für die Preisentwicklung. Schließlich hat auch Wim Duisenberg in der letzten Pressekonferenz die ECB-Watcher klar auf einen beginnenden restriktiven Kurs vorbereitet. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## Großbritannien: Abwertung in Sicht

### Pfund: Entwicklung und Prognose



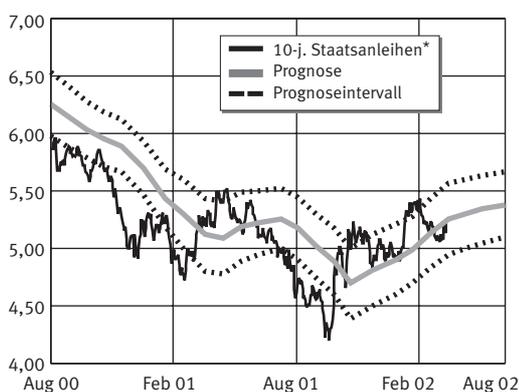
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Industrieproduktion ist im März überraschend um 0,4 Prozent gegenüber dem Vormonat und sogar um 5,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr gesunken. Das verarbeitende Gewerbe hat auf Jahresbasis sogar den stärksten Einbruch seit Juni 1981 erlitten. Angesichts dieser Datenlage verschlechtern sich die Konjunkturerwartungen der befragten Analysten auf Sicht von sechs Monaten. Der Saldo der Optimisten und Pessimisten geht von 56 auf 54 Punkte zurück. Der Rückgang

fällt noch verhältnismäßig moderat aus, weil unter anderem erwartet wird, dass das Pfund gegenüber dem Euro tendenziell abwerten wird. Dies könnte der britischen Exportindustrie neuen Schwung verleihen. Optimistischer als für die Konjunktur sind die Analysten für den Aktienmarkt gestimmt. Der Saldo der Optimisten und Pessimisten hat hier mit 61 Punkten wieder das Niveau von März erreicht. Der FT-SE 100 wird in drei Monaten bei 5.500 Punkten gesehen. ◀ *Volker Kleff*

## USA: Noch kein Handlungsbedarf für die Fed

### Zinsen: Entwicklung und Prognose



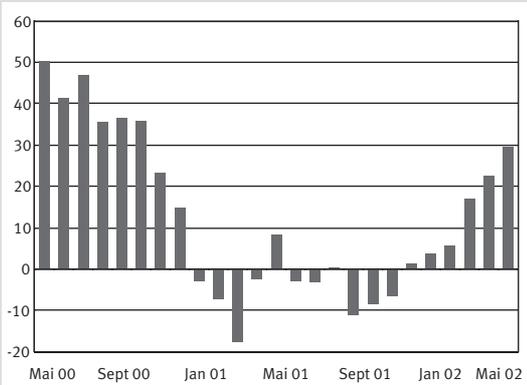
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die US-amerikanische Zentralbank hat den Satz für Tagesgeld am 7. Mai wie erwartet unverändert auf 1,75 Prozent und damit auf dem niedrigsten Stand seit vierzig Jahren belassen. Zum einen sei die Nachhaltigkeit des konjunkturellen Aufschwungs derzeit noch nicht gesichert, zum anderen hätten die Risiken für die Preisstabilität nicht zugenommen. Diese Meinung vertreten auch die befragten Experten. Statt knapp 80 Prozent erwarten nur noch gut 70 Prozent von ihnen

eine konjunkturelle Belebung. Auch die Inflationserwartungen der Analysten haben sich verringert. Auf Sicht von sechs Monaten sollte sich die Inflationsrate lediglich von 1,5 auf 1,6 Prozent erhöhen. Die langfristigen Zinsen als Inflations-Indikator werden deshalb mittelfristig nur moderat höher bei 5,4 Prozent gesehen. Drei Viertel der Experten könnten sich aber vorstellen, dass die Zentralbank die Zinsen bereits im Juni oder August auf zwei Prozent erhöht. ◀ *Volker Kleff*

# Japan: Zeichen für Konjunkturwende verdichten sich

**Konjunkturerwartungen Japan**



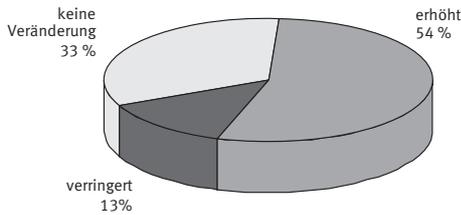
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Japan in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Der schwächere Yen hat es möglich gemacht: Die japanischen Autobauer und Elektroproduzenten konnten ihren Absatz in den USA im Februar deutlich erhöhen. Zudem ist der japanische Index der Frühindikatoren im März von 54,5 auf 80 Punkte gestiegen und signalisiert eine wirtschaftliche Belebung. Diese Lichtblicke sind es wohl, die die befragten Experten deutlich optimistischer bezüglich der weiteren konjunkturellen Entwicklungen stimmen. Der Saldo der

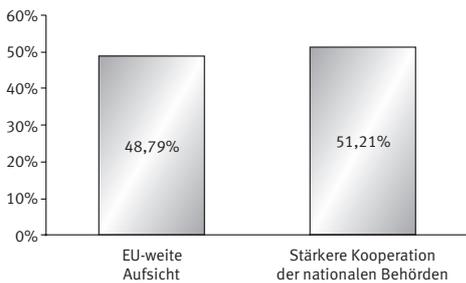
Optimisten und der Pessimisten ist von 17 im März auf nun 30 Punkte gestiegen. Noch optimistischer sind die befragten Finanzexperten für die Aussichten am Aktienmarkt. Der Saldo hier hat sich von 20 auf 40 Punkte glatt verdoppelt. Bei allem Optimismus ist aber zu bedenken, dass die Inlandsnachfrage in Japan weiter schwach bleibt und bisher wenige Anzeichen dafür existieren, dass die notwendigen Strukturreformen beherzt umgesetzt werden. ◀ *Volker Kleff*

# Sonderfrage: Bankenaufsicht in der EU

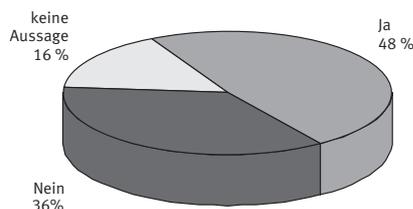
1. Wie hat sich in den letzten 10 Jahren das Systemrisiko auf EU-Ebene verändert?



2. Wie sollte auf eine eventuelle Erhöhung des Systemrisikos auf EU-Ebene reagiert werden?



3. Sollte eine europäische Bankenaufsicht bei der EZB angesiedelt sein?



Gesamtanzahl der Antworten: 257. Quelle: ZEW

Ist der nationale Charakter der Bankenaufsicht in der EU noch gerechtfertigt, oder erfordert die Integration der EU-Finanzmärkte auch europäische Strukturen? In Bankkreisen und unter Wissenschaftlern wird diese Frage bereits seit einiger Zeit diskutiert. Mit dem Eichel-Brown-Vorstoß für eine Aufsichtsstruktur auf EU-Ebene, hat sie nun auch die politische Bühne erreicht.

Einen zentralen Punkt in dieser Diskussion stellt die Frage dar, ob Systemrisiko auf EU-Ebene besteht, also die Gefahr einer grenzüberschreitenden Kettenreaktion von Bankzusammenbrüchen mit negativen realwirtschaftlichen Folgen. Besteht diese Gefahr, so ist sie ein Argument für eine europäische Aufsichtsstruktur. Im Falle eines Bankzusammenbruchs würden die nationalen Aufsichtsbehörden die negativen Folgen in anderen Ländern vermutlich nicht ausreichend berücksichtigen. Der überwiegende Teil der im Rahmen des Finanzmarkttests befragten 257 Analysten sieht ein solches EU-weites Systemrisiko. 54 Prozent meinen, dass sich das Systemrisiko auf EU-Ebene in den letzten zehn Jah-

ren erhöht hat, nur 13 Prozent sehen eine Verringerung.

Wie genau die Aufsichtsstrukturen als Reaktion auf diesen Anstieg des EU-weiten Systemrisikos auszugestalten sind, ist heftig umstritten. Grundsätzlich gibt es zwei Alternativen: die Schaffung einer EU-weiten Aufsichtsbehörde oder eine stärkere Kooperation der nationalen Aufseher. In diesem Punkt sind auch die Analysten unentschieden. 51 Prozent sind für eine stärkere Kooperation, während 49 Prozent für eine EU-weite Aufsicht votieren.

Strittig ist insbesondere, welche Rolle die Notenbank spielen sollte. Zentralbanker plädieren dafür, die Rolle des bei der Europäischen Zentralbank angesiedelten Banking Supervision Committee zu stärken, um die Kooperation auf EU-Ebene zu verbessern. Der Eichel-Brown-Vorschlag sieht hingegen ein neues von der EZB weitgehend unabhängiges Gremium vor. Hierzu meinen 48 Prozent der Experten, dass eine europäische Aufsicht bei der EZB angesiedelt sein sollte. 36 Prozent plädieren dafür, die EZB aus der Bankenaufsicht herauszuhalten. ◀ *Martin Schüler*

## ZEW - Finanzmarkttest Mai 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.6	(-0.4)	33.2	(-0.1)	66.2	(+0.5)	-65.6	(-0.9)
Deutschland	0.3	(-0.6)	18.7	(-2.8)	81.0	(+3.4)	-80.7	(-4.0)
USA	5.0	(+1.5)	62.5	(+5.5)	32.5	(-7.0)	-27.5	(+8.5)
Japan	0.3	(+0.3)	2.9	(+0.9)	96.8	(-1.2)	-96.5	(+1.5)
Großbritannien	5.1	(+2.0)	69.4	(-0.8)	25.5	(-1.2)	-20.4	(+3.2)
Frankreich	1.6	(+0.5)	36.1	(-0.8)	62.3	(+0.3)	-60.7	(+0.2)
Italien	0.7	(+/-0.0)	28.3	(-1.7)	71.0	(+1.7)	-70.3	(-1.7)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	69.9	(-6.0)	28.6	(+6.1)	1.5	(-0.1)	68.4	(-5.9)
Deutschland	68.1	(-4.8)	30.1	(+5.3)	1.8	(-0.5)	66.3	(-4.3)
USA	71.2	(-6.9)	23.8	(+5.8)	5.0	(+1.1)	66.2	(-8.0)
Japan	31.6	(+5.1)	66.5	(-3.0)	1.9	(-2.1)	29.7	(+7.2)
Großbritannien	55.5	(-2.8)	41.6	(+3.7)	2.9	(-0.9)	52.6	(-1.9)
Frankreich	69.7	(-3.2)	28.0	(+2.9)	2.3	(+0.3)	67.4	(-3.5)
Italien	67.4	(-4.0)	30.0	(+3.8)	2.6	(+0.2)	64.8	(-4.2)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	20.9	(-0.6)	55.7	(+5.2)	23.4	(-4.6)	-2.5	(+4.0)
Deutschland	22.7	(+1.2)	52.5	(+2.0)	24.8	(-3.2)	-2.1	(+4.4)
USA	31.3	(-3.3)	61.6	(+4.3)	7.1	(-1.0)	24.2	(-2.3)
Japan	16.1	(+1.0)	78.7	(-1.7)	5.2	(+0.7)	10.9	(+0.3)
Großbritannien	19.9	(-0.6)	71.3	(+3.7)	8.8	(-3.1)	11.1	(+2.5)
Frankreich	20.7	(+0.2)	57.0	(+3.1)	22.3	(-3.3)	-1.6	(+3.5)
Italien	21.9	(+0.9)	56.0	(+0.7)	22.1	(-1.6)	-0.2	(+2.5)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	47.5	(+1.0)	49.4	(-1.9)	3.1	(+0.9)	44.4	(+0.1)
USA	74.0	(+1.3)	25.1	(-1.6)	0.9	(+0.3)	73.1	(+1.0)
Japan	12.6	(+3.6)	86.4	(-3.9)	1.0	(+0.3)	11.6	(+3.3)
Großbritannien	50.2	(+2.8)	48.2	(-2.0)	1.6	(-0.8)	48.6	(+3.6)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	50.4	(-2.3)	42.8	(+4.5)	6.8	(-2.2)	43.6	(-0.1)
USA	60.9	(-0.3)	34.4	(+2.4)	4.7	(-2.1)	56.2	(+1.8)
Japan	29.0	(+7.1)	70.7	(-3.7)	0.3	(-3.4)	28.7	(+10.5)
Großbritannien	45.5	(-0.6)	50.3	(+2.9)	4.2	(-2.3)	41.3	(+1.7)
Frankreich	49.0	(+0.4)	44.2	(+2.0)	6.8	(-2.4)	42.2	(+2.8)
Italien	48.6	(-0.9)	44.3	(+3.0)	7.1	(-2.1)	41.5	(+1.2)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	74.3	(+2.5)	19.4	(-2.2)	6.3	(-0.3)	68.0	(+2.8)
DAX (Deutschland)	73.4	(+2.3)	20.3	(-1.7)	6.3	(-0.6)	67.1	(+2.9)
NEMAX 50 (Deutschland)	53.5	(-2.3)	31.0	(-1.2)	15.5	(+3.5)	38.0	(-5.8)
Dow Jones Industrial (USA)	65.1	(+/-0.0)	25.6	(-0.3)	9.3	(+0.3)	55.8	(-0.3)
Nikkei 225 (Japan)	49.5	(+8.5)	41.3	(-8.0)	9.2	(-0.5)	40.3	(+9.0)
FT-SE-100 (Großbritannien)	67.0	(+2.8)	26.9	(-1.6)	6.1	(-1.2)	60.9	(+4.0)
CAC-40 (Frankreich)	71.5	(+4.1)	21.1	(-4.9)	7.4	(+0.8)	64.1	(+3.3)
MIBtel (Italien)	69.1	(+4.3)	23.4	(-4.4)	7.5	(+0.1)	61.6	(+4.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	9.1	(-0.9)	30.7	(-8.3)	60.2	(+9.2)	-51.1	(-10.1)
Yen	4.5	(+0.8)	32.6	(+4.2)	62.9	(-5.0)	-58.4	(+5.8)
Brit. Pfund	4.6	(+1.2)	39.9	(-5.0)	55.5	(+3.8)	-50.9	(-2.6)
Schw. Franken	6.2	(-0.6)	65.8	(-2.2)	28.0	(+2.8)	-21.8	(-3.4)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	13.8	(-12.8)	49.5	(+14.8)	36.7	(-2.0)	-22.9	(-10.8)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	31.3	(+3.9)	53.1	(+1.9)	15.6	(-5.8)	15.7	(+9.7)
Versicherungen	45.0	(-1.0)	46.8	(+1.4)	8.2	(-0.4)	36.8	(-0.6)
Fahrzeuge	25.2	(+1.0)	56.0	(+0.1)	18.8	(-1.1)	6.4	(+2.1)
Chemie/Pharma	45.0	(+2.0)	47.1	(-3.8)	7.9	(+1.8)	37.1	(+0.2)
Stahl/NE-Metalle	24.7	(+/-0.0)	59.6	(+3.1)	15.7	(-3.1)	9.0	(+3.1)
Elektro	30.9	(-2.3)	60.1	(+2.1)	9.0	(+0.2)	21.9	(-2.5)
Maschinen	30.8	(-2.0)	57.0	(+2.8)	12.2	(-0.8)	18.6	(-1.2)
Konsum/Handel	18.0	(-3.9)	59.5	(+1.9)	22.5	(+2.0)	-4.5	(-5.9)
Bau	9.8	(+1.5)	59.8	(-1.1)	30.4	(-0.4)	-20.6	(+1.9)
Versorger	26.7	(-2.8)	67.0	(+2.6)	6.3	(+0.2)	20.4	(-3.0)
Dienstleister	42.7	(-2.6)	51.0	(+0.6)	6.3	(+2.0)	36.4	(-4.6)
Telekommunikation	21.1	(-11.5)	59.2	(+4.1)	19.7	(+7.4)	1.4	(-18.9)
Inform.-Technologien	36.6	(-7.9)	47.9	(+2.2)	15.5	(+5.7)	21.1	(-13.6)

Bemerkung: An der Mai-Umfrage des Finanzmarkttests vom 29.04.-14.05.02 beteiligten sich 327 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 Mai 2002

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Mai 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 29.04.-14.05.02 beteiligten sich 327 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	2.5	2.5	(0.3)
Deutschland	1.6	1.5	(0.3)
USA	1.5	1.6	(0.2)
Japan	-1.2	-1.2	(0.2)
Großbritannien	1.3	1.4	(0.2)
Frankreich	2.0	2.0	(0.3)
Italien	2.4	2.4	(0.3)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	3.4	3.6	(0.2)
USA	1.7	2.1	(0.2)
Japan	0.1	0.2	(0.1)
Großbritannien	4.1	4.3	(0.2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	5.1	5.3	(0.3)
USA	5.1	5.4	(0.3)
Japan	1.4	1.5	(0.1)
Großbritannien	5.2	5.4	(0.2)
Frankreich	5.2	5.4	(0.3)
Italien	5.4	5.6	(0.3)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	3510	3800	(260)
DAX (Deutschland)	4950	5350	(360)
NEMAX 50 (Deutschland)	830	870	(60)
Dow Jones Industrial (USA)	9980	10600	(690)
Nikkei 225 (Japan)	11480	11870	(560)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5180	5500	(300)
CAC-40 (Frankreich)	4380	4720	(320)
MIBtel (Italien)	22930	24520	(1580)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.91	0.93	(0.03)
Yen	116.20	118.80	(2.60)
Brit. Pfund	0.62	0.63	(0.01)
Schw. Franken	1.46	1.47	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	26.30	25.20	(2.90)