

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

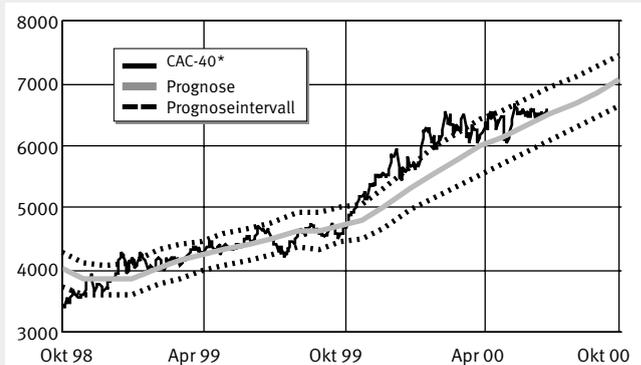
Jahrgang 9 · Nr. 8 · August 2000

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 03.07.00 – 18.07.00 (Redaktionsschluß 21.07.00) 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: Nachlassende Zinssorgen beflügeln die Aktienkurse

Nach Ansicht der Experten sollten deutsche Blue Chip Aktien in den kommenden Monaten bei einer Geldanlage in Europa übergewichtet werden. Gut 77 Prozent der befragten institutionellen Anleger geben dem DAX die besten Noten unter den Börsen Europas. Frankreich und Italien folgen knapp dahinter. Ihnen trauen 75 beziehungsweise knapp 72 Prozent der Experten höhere Notierungen auf mittlere Frist zu. Die jüngsten Kurssteigerungen des deutschen Aktienbarometers scheinen diesem Urteil Recht zu geben. Der Prognose zufolge könnte der DAX bis Oktober rund 7.800 Punkte erreichen. Für den italienischen MIBtel werden knapp 35.000 Punkte erwartet, und der französische CAC-40 sollte sich auf die Marke von 7.000 Punkten zubewegen. Für den Euro Stoxx 50 sollten die Anleger ein Kursziel von etwa 5.700 im Auge behalten. Ein interessantes Ergebnis der Umfrage ist, dass der Optimismus für Technologietitel des Frankfurter Neuen Marktes wesentlich geringer ist als für die DAX-Werte. Nur knapp 64 Prozent der Experten setzen auf mittelfristig steigende Notierungen für den NEMAX 50. Das sind immerhin rund 13 Prozentpunkte weniger als für den DAX. Die Oktober-Prognose liegt mit 6.550 Punkten nur rund drei Prozent über dem

CAC-40: Entwicklung und Prognose



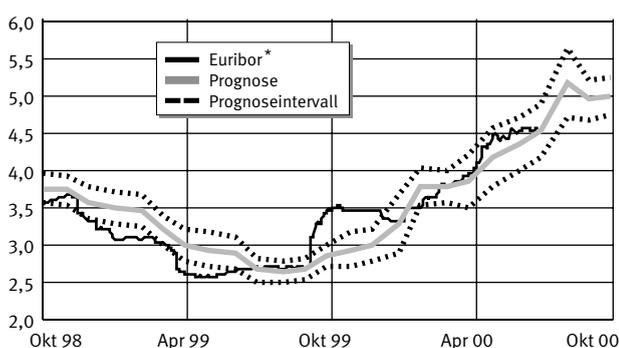
* Quelle: Datastream

derzeitigen Niveau. Angesichts der Turbulenzen der letzten Wochen, die einigen High-Tech-Unternehmen Kursverluste von über 50 Prozent bescherten, dürfte allerdings selbst die Aussicht auf geringe Kurssteigerungen für manche Anleger beruhigend sein.

Die Erwartungen bezüglich der europäischen Leitzinsen stützen sicherlich die positiven Einschätzungen der Aktien im Europa. So hat sich die Zahl derjenigen Befragten, die weitere Zinserhöhungen der Europäischen Zentralbank erwarten, auf gut 76 Prozent verringert. Noch im Mai waren über 90 Prozent der Meinung, EZB-Chef Duisenberg werde mittelfristig die Kurzfristzinsen in Euroland weiter nach oben schrauben. Insgesamt errechnet sich aus den Umfrageergebnissen eine Prognose von fünf Prozent für den Drei-Monats-Euribor bis Oktober. Dennoch signalisieren die neuesten Inflationsdaten noch keine Entwarnung an der Zinsfront – im Gegenteil. Die Preissteigerungsrate hat sich von 1,9 Prozent im Mai auf 2,4 Prozent im Juni beschleunigt. Dazu kommt, dass die Konjunktur in Euroland an Fahrt gewinnt. Beinahe 50 Prozent der institutionellen Anleger bezeichnen die derzeitige Wirtschaftslage als gut – im Mai waren es erst 36 Prozent. ◀

Felix Hüfner

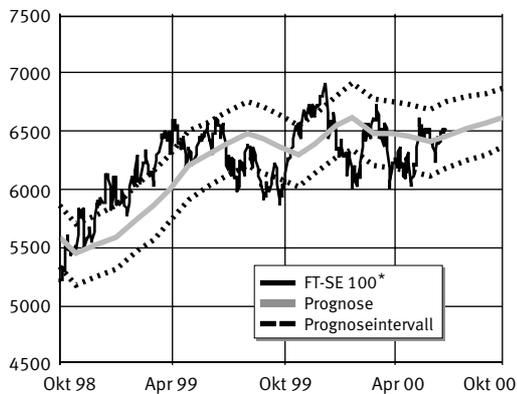
Euribor: Entwicklung und Prognose



* Quelle: Datastream, bis 04.01.99 FIBOR (3M)

Großbritannien: Britische Aktien nach wie vor wenig attraktiv

FT-SE 100: Entwicklung und Prognose



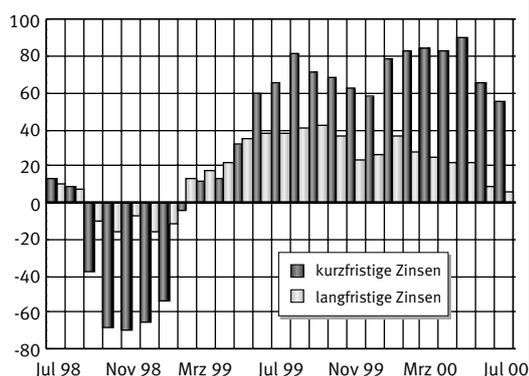
* Quelle: Datastream

An den Einschätzungen der Experten für den britischen Aktienmarkt hat sich auch in diesem Monat wenig geändert. So glauben die Finanzexperten angesichts des ständigen Auf und Ab der Kurse in den vergangenen Monaten noch immer mehrheitlich an eine Seitwärtsbewegung des FT-SE 100. Jedoch erwarten immerhin weniger als zehn Prozent der Befragten, dass es zu Kursverlusten kommen wird. Es ergibt sich eine Oktober-Prognose von 6.630 Punkten. Die Schwäche des

Pfunds gegenüber dem Euro sollte weiter anhalten. Bereits 78 Prozent der Befragten glauben, dass das Pfund gegenüber dem Euro weiter an Wert verlieren wird, während nur zwei Prozent mit einer Aufwertung rechnen. Grund für diese Schwäche könnte die Verlangsamung des britischen Wachstums sein. Nur acht Prozent der Experten erwarten eine Verbesserung der konjunkturellen Lage, die allerdings von immerhin 40 Prozent zurzeit als gut eingeschätzt wird. ◀ *Birgit Sasse*

USA: Schwindende Zinsängste beruhigen den Markt

US-Zins: Erwartungen



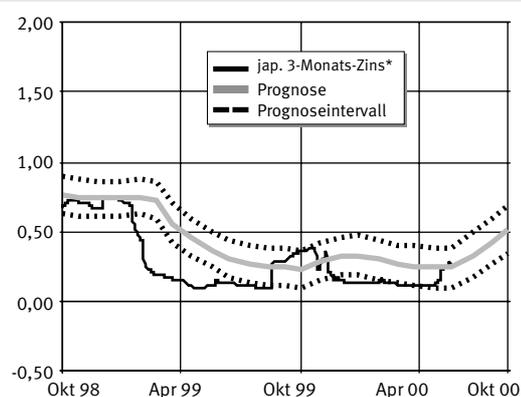
Lesebeispiel: Im Juli erwarten per Saldo 55 Prozent einen Anstieg der Zinsen am kurzen Ende und per Saldo 7 Prozent einen Anstieg der Langfristzinsen.

An der Zinsfront in den Vereinigten Staaten könnte Ruhe einkehren. Im Juli haben sich die Zinsängste der Finanzexperten erneut deutlich verringert. Noch stärker als im Euro-Raum ging die Zahl derjenigen zurück, die steigende Kurzfristzinsen in den USA erwarten. Ihr Anteil hat sich innerhalb von zwei Monaten von 90 auf nur noch rund 58 Prozent reduziert. Eine Senkung der US-Zinsen, über die im Kreise der besonders Mutigen bereits gemunkelt wird, ist jedoch unter den

Experten definitiv kein Thema. Abnehmende Zinsängste am kurzen Ende spiegeln auch die Stimmung der Befragten für den amerikanischen Aktienmarkt wider. Fast 40 Prozent rechnen mit steigenden Kursen, und etwa die Hälfte erwartet ein unverändertes Kursniveau des Dow Jones. Die nebenstehende Grafik zeigt, dass der Rentenmarkt ebenfalls von schwindenden Zinserhöhungsängsten profitieren kann, allerdings in etwas geringerem Umfang. ◀ *Birgit Sasse*

Japan: Das Ende der Nullzins-Politik rückt näher

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



* Quelle: Datastream

In der Beurteilung der Zinsentwicklung Japans lässt sich eine deutliche Trendwende erkennen. Gut die Hälfte der Experten rechnet in diesem Monat mit einer Abkehr von der Nullzins-Politik. Im Juni war es nur ein Drittel der Befragten. Entgegen der mehrheitlichen Meinung an den Finanzmärkten hat die japanische Notenbank die Zinsen vorerst unverändert gelassen – eine Entscheidung, die vor allem die Sorgen um die Konjunktorentwicklung zum Ausdruck bringt. Diese Ein-

schätzung bestätigen auch die Experten. Fast 70 Prozent der Befragten schätzen die derzeitige Konjunktursituation noch immer als schlecht ein. Ein Beleg für die wenig stabile Konjunkturlage in Japan ist der Konkurs der Warenhauskette Sogo Mitte Juli. Gespannt darf man dennoch abwarten, ob es doch noch in diesem Jahr zu einer Erhöhung der Zinsen in Japan kommen wird. Die Prognose für den Drei-Monats-Zins liegt allerdings bei nur 0,5 Prozent. ◀ *Birgit Sasse*

Sonderfrage: Ausgestaltung deutscher Aktien

Die Gastautoren

Dr. Dirk Schiereck ist wissenschaftlicher Assistent von Professor Weber.

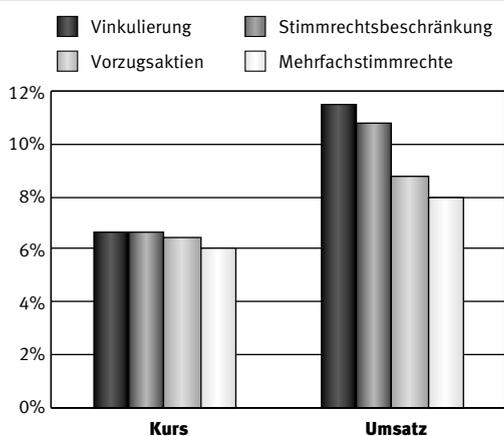
Prof. Dr. Martin Weber ist Inhaber des Lehrstuhls für ABWL, Finanzwirtschaft insbesondere Bankbetriebslehre und Direktor des Instituts für Investmentbanking an der Universität Mannheim.

In Kooperation mit dem ZEW-Finanzmarkttest wurde eine Befragung professioneller Investoren zur Anlegerakzeptanz von Änderungen in der Ausgestaltung deutscher Aktien vorgenommen.

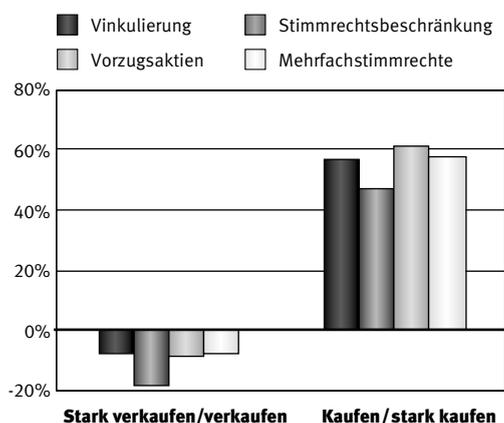
Konkret wurde gefragt, wie

- die Aufhebung der Vinkulierung bei einzelnen Aktiengattungen
 - die Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien
 - die Aufhebung einer Stimmrechtsbeschränkung (bspw. fünf Prozent des Grundkapitals)
 - die Aufhebung von Mehrfachstimmrechten
- die Portfeuilleentscheidungen beeinflusst und welche Kurs- und Umsatzreaktionen dabei für die Inhaberstammaktien zu erwarten sind.

Durchschnittliche Kurs- / Umsatzreaktion



Portfeuilleempfehlung



In den letzten Jahren konnte am deutschen Kapitalmarkt beobachtet werden, dass zahlreiche Gesellschaften, die mehrere Gattungen von Aktien ausgegeben haben, ihre Eigenkapitalstruktur bereinigt haben. So haben bspw. Daimler-Benz AG, RWE AG und VEW AG ihre mit Mehrfachstimmrechten versehenen Aktiengattungen abgeschafft. Andere Gesellschaften wie jüngst die Fielmann AG wandeln die begebenen Vorzugsaktien in Stammaktien um. Angesichts dieser gehäuften Evidenz für Neustrukturierungen des Grundkapitals deutscher Aktiengesellschaften stellt sich die Frage, wie professionelle Marktteilnehmer eine Angleichung der Ausstattungsmerkmale der Aktiengattungen beurteilen.

Neben einer sich in Marktpreisen niederschlagenden Marktmeinung derartiger Neustrukturierungen, für die durch verschiedene nicht kontrollierbare Einflüsse und einer zu geringen Zahl an Beobachtungen kaum statistisch signifikante Erkenntnisse zu isolieren sind, können individuelle subjektive Einschätzungen professioneller Anleger Aufschluss geben, wie Veränderungen der Aktienstruktur zu bewerten sind. Eine negative Bewertung durch Investoren wird allein durch die großen Verkaufspositionen in den meisten Fällen mittelfristig auch eine unterdurchschnittliche Performance der betroffenen Aktie nach sich ziehen. Umgekehrt kann eine strukturell verbesserte Einstufung für eine Aktie auf mittlere Sicht den Wert einer Aktie sehr positiv beeinflussen. Eine Einschätzung professioneller Investoren zur Auswirkung von Änderungen in der Ausgestaltung deutscher Aktien sollte somit indirekt einigen Einfluss auf die mittelfristige Wertentwicklung

der betroffenen Gesellschaften haben. Ein kurzer Fragebogen sollte Aufschluss geben, inwieweit professionelle Anleger bei Aktiengesellschaften, die mehrere Gattungen von Aktien ausgegeben haben, eine Angleichung der Ausstattungsmerkmale dieser Aktien bewerten. Gefragt wurde nach Kurs- und Umsatzreaktionen.

Die erwarteten Reaktionen unterstützen die Entscheidungen der Unternehmen zur Neustrukturierung. Nahezu einheitlich über alle vier betrachteten Kapitalmaßnahmen wird ein Kursanstieg der Stammaktien im Bereich von sechs Prozent erwartet. Etwas heterogener erscheinen dagegen die Umsatzerwartungen. Hier werden insbesondere von der Abschaffung der Vinkulierung und dem Umtausch von Vorzugsaktien eine Erhöhung des Handelsvolumens bei den Stammaktien von über zehn Prozent erwartet, während die beiden anderen Maßnahmen geringere Umsatzreaktionen im Bereich von acht Prozent erwarten lassen.

Diese durchschnittlich erwarteten Marktreaktionen überdecken allerdings die recht große Heterogenität in den Einschätzungen der Befragten und die damit verbundenen Portfeuilleentscheidungen. Das wird gerade bei der Einziehung der Vorzugsaktien deutlich, für die zwar in der Gesamtbetrachtung sehr positive Kurs- und Umsatzwirkungen prognostiziert werden. Die konkreten Handlungsempfehlungen zeigen aber, dass immerhin etwa 18 Prozent der befragten Anleger nach Ankündigung einer Abschaffung von Vorzugsaktien die Aktien der betroffenen Gesellschaft verkaufen und nur weniger als 50 Prozent kaufen würden. ◀

Dirk Schiereck, Martin Weber

ZEW - Finanzmarkttest Juli 2000: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	47.0	(+6.0)	51.4	(-7.0)	1.6	(+1.0)	45.4	(+5.0)
Deutschland	41.2	(+4.4)	57.2	(-4.2)	1.6	(-0.2)	39.6	(+4.6)
USA	93.5	(+0.4)	6.5	(+0.2)	0.0	(-0.6)	93.5	(+1.0)
Japan	1.1	(-0.4)	30.8	(-0.1)	68.1	(+0.5)	-67.0	(-0.9)
Großbritannien	38.1	(-3.0)	59.9	(+4.4)	2.0	(-1.4)	36.1	(-1.6)
Frankreich	48.7	(+4.5)	50.0	(-4.6)	1.3	(+0.1)	47.4	(+4.4)
Italien	25.6	(+5.2)	72.0	(-4.5)	2.4	(-0.7)	23.2	(+5.9)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	72.0	(-3.8)	26.1	(+2.8)	1.9	(+1.0)	70.1	(-4.8)
Deutschland	74.1	(-3.9)	23.7	(+2.6)	2.2	(+1.3)	71.9	(-5.2)
USA	2.0	(-0.1)	60.8	(+6.8)	37.2	(-6.7)	-35.2	(+6.6)
Japan	48.0	(+2.5)	51.0	(+0.8)	1.0	(-3.3)	47.0	(+5.8)
Großbritannien	7.9	(-0.4)	75.7	(+4.7)	16.4	(-4.3)	-8.5	(+3.9)
Frankreich	63.2	(-5.3)	34.8	(+5.2)	2.0	(+0.1)	61.2	(-5.4)
Italien	66.3	(-4.7)	29.6	(+2.8)	4.1	(+1.9)	62.2	(-6.6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	57.0	(+2.4)	32.8	(-2.6)	10.2	(+0.2)	46.8	(+2.2)
Deutschland	56.1	(+1.3)	33.0	(-2.4)	10.9	(+1.1)	45.2	(+0.2)
USA	44.8	(-4.0)	44.8	(+3.2)	10.4	(+0.8)	34.4	(-4.8)
Japan	35.7	(+7.8)	62.6	(-7.9)	1.7	(+0.1)	34.0	(+7.7)
Großbritannien	34.0	(-1.1)	58.5	(+1.4)	7.5	(-0.3)	26.5	(-0.8)
Frankreich	54.1	(+0.3)	37.1	(-0.1)	8.8	(-0.2)	45.3	(+0.5)
Italien	56.0	(+3.1)	34.3	(-1.8)	9.7	(-1.3)	46.3	(+4.4)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	76.2	(-4.6)	22.8	(+3.9)	1.0	(+0.7)	75.2	(-5.3)
USA	57.6	(-9.1)	39.8	(+8.3)	2.6	(+0.8)	55.0	(-9.9)
Japan	53.8	(+20.4)	45.9	(-20.1)	0.3	(-0.3)	53.5	(+20.7)
Großbritannien	41.6	(-6.6)	53.6	(+7.0)	4.8	(-0.4)	36.8	(-6.2)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	33.8	(-3.8)	51.9	(+4.6)	14.3	(-0.8)	19.5	(-3.0)
USA	24.5	(-4.8)	57.5	(+6.8)	18.0	(-2.0)	6.5	(-2.8)
Japan	45.7	(+9.5)	53.3	(-9.3)	1.0	(-0.2)	44.7	(+9.7)
Großbritannien	24.6	(-1.4)	64.8	(+0.7)	10.6	(+0.7)	14.0	(-2.1)
Frankreich	30.2	(-3.1)	56.7	(+3.5)	13.1	(-0.4)	17.1	(-2.7)
Italien	31.0	(-1.8)	56.1	(+2.0)	12.9	(-0.2)	18.1	(-1.6)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	77.4	(+7.0)	17.9	(-5.0)	4.7	(-2.0)	72.7	(+9.0)
DAX (Deutschland)	77.0	(+6.1)	17.4	(-4.4)	5.6	(-1.7)	71.4	(+7.8)
NEMAX 50 (Deutschland)	63.9	(+1.7)	20.9	(+0.6)	15.2	(-2.3)	48.7	(+4.0)
Dow Jones Industrial (USA)	38.4	(+3.2)	49.3	(+0.4)	12.3	(-3.6)	26.1	(+6.8)
Nikkei 225 (Japan)	59.0	(+/-0.0)	35.5	(+1.8)	5.5	(-1.8)	53.5	(+1.8)
FT-SE 100 (Großbritannien)	38.6	(+2.5)	52.6	(+0.3)	8.8	(-2.8)	29.8	(+5.3)
CAC-40 (Frankreich)	75.2	(+8.2)	20.3	(-6.6)	4.5	(-1.6)	70.7	(+9.8)
MIBtel (Italien)	71.5	(+9.2)	22.7	(-8.7)	5.8	(-0.5)	65.7	(+9.7)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	5.5	(-3.5)	19.1	(+2.3)	75.4	(+1.2)	-69.9	(-4.7)
Yen	7.2	(-0.7)	27.3	(+1.3)	65.5	(-0.6)	-58.3	(-0.1)
Brit. Pfund	2.3	(-3.6)	19.4	(+1.4)	78.3	(+2.2)	-76.0	(-5.8)
Schw. Franken	5.2	(-1.9)	68.9	(+4.8)	25.9	(-2.9)	-20.7	(+1.0)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	7.8	(-4.0)	33.3	(-6.8)	58.9	(+10.8)	-51.1	(-14.8)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	42.1	(-0.7)	53.0	(+2.4)	4.9	(-1.7)	37.2	(+1.0)
Versicherungen	43.2	(+3.9)	53.3	(-1.1)	3.5	(-2.8)	39.7	(+6.7)
Fahrzeuge	15.2	(+0.5)	48.8	(-5.2)	36.0	(+4.7)	-20.8	(-4.2)
Chemie/Pharma	74.1	(+1.8)	21.3	(-2.6)	4.6	(+0.8)	69.5	(+1.0)
Stahl/NE-Metalle	45.9	(-11.3)	44.4	(+7.1)	9.7	(+4.2)	36.2	(-15.5)
Elektro	72.3	(-2.3)	24.5	(+2.4)	3.2	(-0.1)	69.1	(-2.2)
Maschinen	72.4	(-5.8)	23.0	(+4.8)	4.6	(+1.0)	67.8	(-6.8)
Konsum/Handel	27.2	(-4.5)	54.1	(-5.3)	18.7	(+9.8)	8.5	(-14.3)
Bau	13.8	(-0.5)	64.4	(+2.3)	21.8	(-1.8)	-8.0	(+1.3)
Versorger	11.3	(-2.5)	41.5	(+2.7)	47.2	(-0.2)	-35.9	(-2.3)
Dienstleister	73.1	(+1.9)	25.1	(-1.4)	1.8	(-0.5)	71.3	(+2.4)
Telekommunikation	44.7	(-0.8)	29.6	(-3.2)	25.7	(+4.0)	19.0	(-4.8)
Inform.-Technologien	76.0	(-1.5)	19.1	(+1.4)	4.9	(+0.1)	71.1	(-1.6)

Bemerkung: An der Juli-Umfrage des Finanzmarkttests vom 03.07.-18.07.00 beteiligten sich 315 Unternehmen. 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 Juli 2000

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Juli 2000 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 3.-18.07.2000 beteiligten sich 315 Unternehmen. 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	1.9	2.2	(0.4)
Deutschland	1.9	2.2	(0.4)
USA	3.1	3.2	(0.3)
Japan	-1.2	-1.1	(0.2)
Großbritannien	3.3	3.4	(0.2)
Frankreich	1.7	1.9	(0.3)
Italien	2.3	2.6	(0.3)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	4.6	5.0	(0.2)
USA	5.7	5.9	(0.2)
Japan	0.3	0.5	(0.2)
Großbritannien	6.1	6.3	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	5.1	5.2	(0.3)
USA	6.1	6.1	(0.2)
Japan	1.7	1.9	(0.2)
Großbritannien	5.1	5.2	(0.2)
Frankreich	5.3	5.4	(0.2)
Italien	5.5	5.6	(0.2)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	5270	5730	(370)
DAX (Deutschland)	7160	7810	(550)
NEMAX 50 (Deutschland)	6120	6550	(590)
Dow Jones Industrial (USA)	10700	10930	(480)
Nikkei 225 (Japan)	17340	18130	(820)
FT-SE 100 (Großbritannien)	6480	6630	(260)
CAC-40 (Frankreich)	6540	7060	(420)
MIBtel (Italien)	32570	34900	(2110)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.94	0.98	(0.03)
Yen	101.20	103.90	(2.90)
Brit. Pfund	0.63	0.65	(0.02)
Schw. Franken	1.55	1.56	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	29.20	26.00	(3.90)