

ZEW Finanzmarktreport

ISSN 0941-3200

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

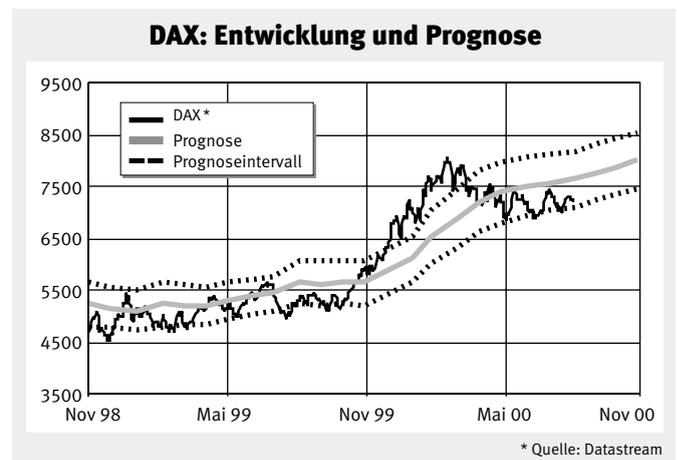
Jahrgang 9 · Nr. 9 · September 2000

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 31.07.00 – 22.08.00 (Redaktionsschluß 25.08.00) 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.

Euroraum: Keine Veränderung bei langfristigen Zinsen

Europäische Aktien haben nach Ansicht der institutionellen Anleger mittelfristig Aufholpotenzial. Für den Euro Stoxx 50 glauben im August knapp 83 Prozent an steigende Kurse. Unter den Märkten Frankreich, Italien und Deutschland werden dem DAX die besten Kurschancen eingeräumt. Diese Überzeugung der Experten mag unter anderem in der bisherigen Performance der Eurobörsen in diesem Jahr begründet sein. So hat der DAX in den ersten sieben Monaten knapp sechs Prozent zulegen können. Im Durchschnitt der letzten 20 Jahre lagen seine Kurssteigerungen bei über 15 Prozent. Es kommt hinzu, dass die derzeitige Konjunktur in Europa nun von über der Hälfte der Befragten als gut eingeschätzt wird. Die Rahmenbedingungen rechtfertigen also durchaus die Zuversicht der Experten, und dies lässt auf das zweite Halbjahr hoffen. Die Kursprognose für den DAX lautet dabei auf gut 8.000 Punkte für November. Der Euro Stoxx 50 sollte es auf knapp 5.700 Punkte bringen.

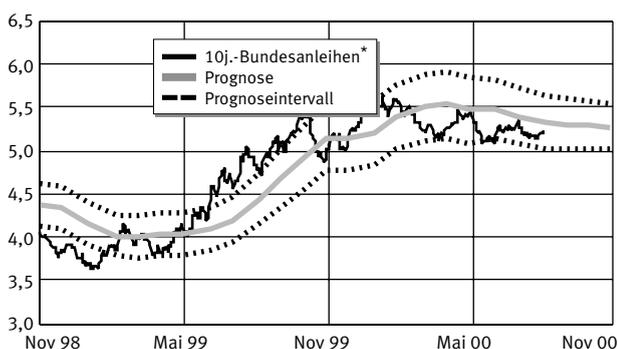
Erneut wird der Frankfurter Neue Markt weniger zuversichtlich gesehen als die traditionellen DAX-Werte. Bei einem mittlerweile auf über 70 Prozent gestiegenen Anteil an Optimisten ergibt sich indessen trotzdem eine Indexprognose von gut 6.200 Punkten für die Technolo-



gietitel im Herbst. Ein gewaltiger Stimmungsumschwung zeigt sich jedoch für die Ertragslage von Telekommunikationsunternehmen. Der Anteil der Experten, die mit sinkenden Erträgen in diesem Marktsegment rechnen, überwiegt nun den der Optimisten. Der Zusammenhang mit der UMTS-Versteigerung ist unverkennbar. Die Marktbeobachter hatten offenbar nicht damit gerechnet, dass die Mobilfunkbetreiber so tief in die Tasche würden greifen müssen.

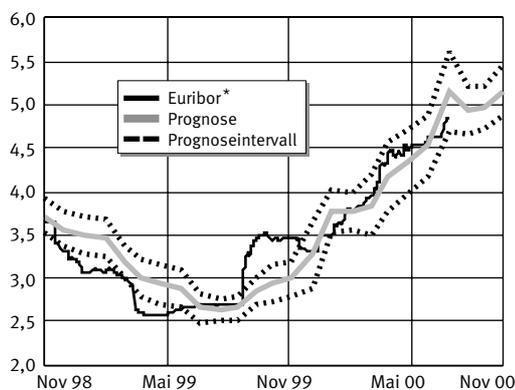
Auf dem Rentenmarkt hingegen ließ die Aussicht auf eine Tilgung von Staatsschulden mit den UMTS-Erlösen die Zahl derjenigen, die mit steigenden Renditen rechnen, etwas schrumpfen. Mit einem nachhaltigen Renditerückgang rechnen die Experten jedoch nicht. Knapp 55 Prozent erwarten mittelfristig keine Veränderungen beim langfristigen Renditeniveau und nur noch gut 31 Prozent gehen von steigenden Zinsen aus. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der schwache Euro und der hohe Ölpreis durchaus noch Anlass zu der Erwartung geben, dass die Inflation im Euroraum weiter anziehen könnte. Prognostiziert wird für die Preissteigerungsrate ein Wert von 2,6 Prozent für November. Für europäische Staatsanleihen wäre dies keine gute Nachricht. ◀ *Felix Hüfner*

10j.-Bundesanleihen: Entwicklung und Prognose



Euroraum: Inflationsdruck erzwingt Zinserhöhungen

Euribor: Entwicklung und Prognose



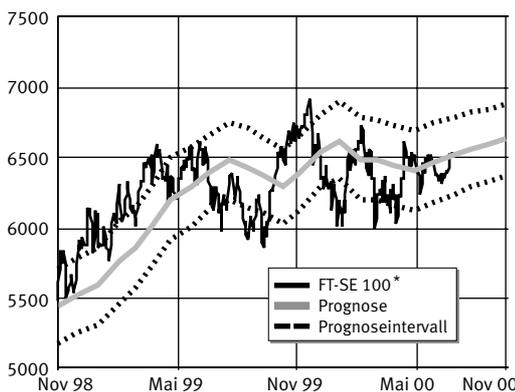
* Quelle: Datastream

Die Experten erwarten weitere Zinserhöhungen der EZB. Der erneute Anstieg des Ölpreises über die 30-Dollar-Marke und der anhaltend schwache Euro halten den Preisdruck aufrecht. Noch im Frühjahr hatten die EZB-Ökonomen den Anstieg der Inflation über die Zwei-Prozent-Marke als vorübergehendes Phänomen bezeichnet. Derzeit ist nach Meinung der Finanzexperten eher das Gegenteil der Fall. Bis November könnte sich die Euro-Inflationsrate nach deren Einschätzung

auf 2,6 Prozent beschleunigen. Nicht selbstverständlich sind angesichts dieser Lage die Erwartungen zur Entwicklung der Langfristzinsen. Die Prognose deutet auf eine fast völlige Angleichung der Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen und des Drei-Monats-Euribor hin. Eine solche Entwicklung wäre nur plausibel erklärbar, wenn in der Langfristbetrachtung nicht mit Inflationsraten gerechnet wird, die auf Dauer deutlich über zwei Prozent liegen. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

Großbritannien: Weitere Zinsschritte der Notenbank unwahrscheinlich

FT-SE 100: Erwartungen und Prognose



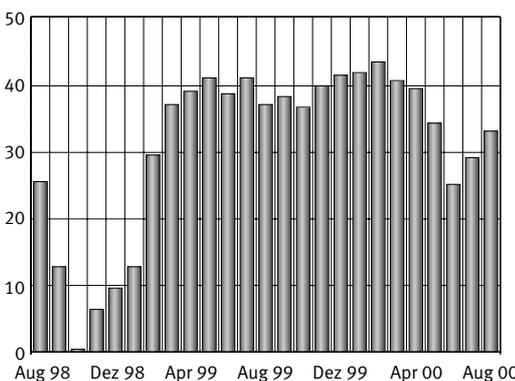
* Quelle: Datastream

Auch im August sind die Experten der Meinung, dass sich der britische Aktienmarkt nicht allzu stark bewegen wird. Etwa die Hälfte der Befragten glaubt an eine Fortführung der Seitwärtsbewegung des FT-SE 100. Sie prognostizieren damit einen Kurs von 6.630 Punkten für den November. Bereits über ein Jahr kann sich der Footsie nicht recht aus seiner Seitwärtsbewegung lösen, und eine Wende scheint nach Ansicht der institutionellen Anleger auch nicht in Sicht. Fast 60 Prozent rech-

nen mit keinen weiteren Zinsschritten der britischen Notenbank. Die Zahl derer, die von weiteren Zinserhöhungen ausgehen, hat sich seit Juni um zehn Prozentpunkte verringert. So hegen die institutionellen Anleger keine großen Befürchtungen, dass die Inflationsentwicklung aus dem Ruder laufen und das von der Notenbank angestrebte Inflationsziel von 2,5 Prozent gefährdet wird. Nur etwa ein Drittel der Befragten erwarten höhere Preissteigerungsraten. ◀ *Birgit Sasse*

USA: Gute Konjunktur vor den Präsidentschaftswahlen

Konjunkturklima USA



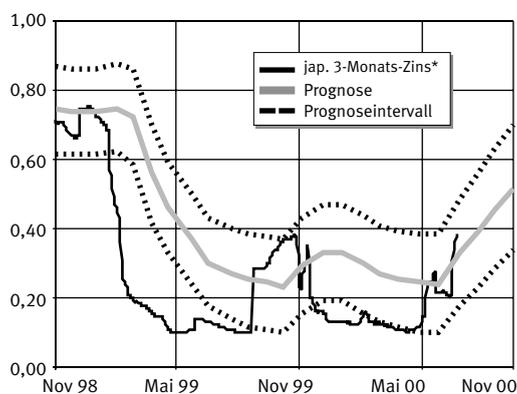
Mittelwert aus der Beurteilung der aktuellen Wirtschaftslage und den Erwartungen hinsichtlich der künftigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Für die USA sind die Zinsängste der Experten erneut deutlich zurückgegangen. Nur noch knapp die Hälfte glaubt im August – vor der Entscheidung der amerikanischen Notenbank, die Kurzfristzinsen unverändert zu lassen – an steigende Zinsen. Nach der letzten Zinserhöhung im Mai waren es demgegenüber noch 68 Prozent. Der Aktienmarkt sollte hiervon profitieren. Folglich trauen die Befragten dem Dow Jones Aufwärtspotential bis 11.200 Punkten zu. Obwohl

sich die Zeichen in den letzten Monaten mehrten, dass sich der konjunkturelle Aufschwung verlangsamt, glauben die Finanzexperten nicht an eine weitere Abkühlung der US-Konjunktur. Die Konjunkturaussichten werden im August wieder positiver gesehen. Kurz vor den Präsidentschaftswahlen betrachten knapp 97 Prozent die derzeitige Wirtschaftslage als gut. Mittelfristig wird sich nach Ansicht von 66 Prozent der Autoren an dieser Situation auch nichts ändern. ◀ *Birgit Sasse*

Japan: Erfolgreicher Abschied von den Nullzinsen

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



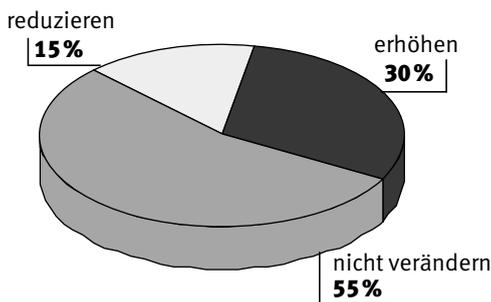
* Quelle: Datastream

Der Abschied von der Nullzins-Politik fiel dem japanischen Aktienmarkt nicht schwer. Nach dem Zinsschritt gab es keine großen Kursverluste, und auch die Experten konstatieren mittelfristig positive Aussichten für japanische Aktien. Während vor der Zinserhöhung der japanischen Notenbank um 25 Basispunkte im August nur etwa die Hälfte der Experten an einen Anstieg des Nikkei glaubte, waren es nach der Zinserhöhung rund 64 Prozent. Offenbar ist die Spannung in Bezug

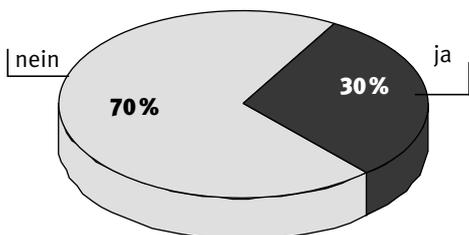
auf die Kurzfristzinsen erst einmal aus dem Markt gewichen. Unsicher ist nach Ansicht der institutionellen Anleger allerdings noch immer die Entwicklung der Konjunktur. So werden die zukünftigen Konjunkturaussichten deutlich schlechter als im Juli eingeschätzt. Nur 40 Prozent gehen von besseren Aussichten für Japans angeschlagene Wirtschaft aus. Die Sorge um die Konjunkturlage war es auch, die eine Zinserhöhung bereits im Juli verzögert hatte. ◀ *Birgit Sasse*

Sonderfrage: Steuerreform beeinflusst Anlageverhalten kaum

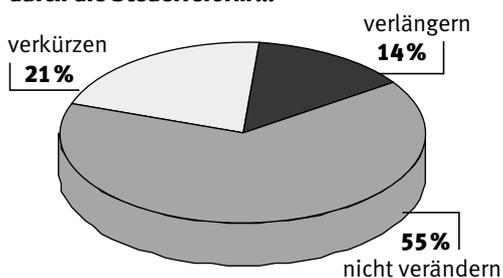
Die Nachfrage nach Aktien mit hoher Dividendenrendite wird sich...



Wird die Dividendenrendite als Anlagekriterium für institutionelle Anleger wichtiger?



Die Haltedauer von Aktien wird sich durch die Steuerreform...



Die Steuerreform wird das Anlageverhalten von Aktionären ab dem nächsten Jahr nicht gravierend verändern. So die Meinung der Finanzexperten, die nach den Auswirkungen des Halbeinkünfteverfahrens auf das Anlegerverhalten gefragt wurden. Die Mitte Juli vom Bundesrat verabschiedete Steuerreform tritt Anfang nächsten Jahres in Kraft. Bisher war bei der Dividendenbesteuerung der volle Betrag einkommensteuerpflichtig, die Körperschaftsteuer konnte angerechnet werden. Kursgewinne mussten ebenfalls voll versteuert werden, falls die Aktien kürzer als ein Jahr gehalten und die jährliche Freigrenze von 999 DM (im Gegensatz zum Freibetrag wird bei Überschreiten der gesamte Ertrag steuerpflichtig) überschritten wurde. Künftig wird die Körperschaftsteuer auf 25 Prozent abgesenkt. Zusätzlich gilt für beide Vermögenszuwächse das Halbeinkünfteverfahren, d. h. nur die Hälfte der Dividendenerträge und Kursgewinne sind steuerpflichtig. Bei der Dividendenbesteuerung entfällt im Gegenzug die Möglichkeit der Anrechnung der Körperschaftsteuer.

Die Mehrheit der Experten erwartet nicht, dass die Dividendenrendite dadurch für Privatanleger an Relevanz gewinnt. Nur etwa ein Drittel von ihnen sieht Aktien mit hoher Dividendenrendite im nächsten Jahr einer steigenden Popularität ausgesetzt. 15 Prozent erwarten sogar eine Abnahme der Relevanz von Dividendenzahlungen. Dies ließe sich damit begründen, dass Anleger mit niedrigem Grenzsteuersatz insofern nach der Reform schlechter gestellt werden, da die Körperschaftsteuergutschrift entfällt. Möglicherweise spielt jedoch auch die Dividende im Vergleich zu langfristigen Kursgewinnen eine eher untergeordnete Rolle. Auch für institutionelle Anleger dürfte nach Ansicht der Befragten die Dividendenrendite als Anlagekriterium nicht wichtiger werden. Ein ähnliches Bild ergibt sich hinsichtlich des Verhaltens der Anleger bei Kursgewinnen. Nur eine Minderheit von 21 Prozent der Experten sieht eine durchschnittliche Verkürzung der Haltedauer aufgrund der Steuerreform. Eine klare Mehrheit rechnet mit keinen Veränderungen. ◀

Birgit Sasse und Felix Hüfner

ZEW - Finanzmarkttest August 2000: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	51.5 (+4.5)	48.5 (-2.9)	0.0 (-1.6)	51.5 (+6.1)
Deutschland	46.3 (+5.1)	52.5 (-4.7)	1.2 (-0.4)	45.1 (+5.5)
USA	96.6 (+3.1)	3.4 (-3.1)	0.0 (+/-0.0)	96.6 (+3.1)
Japan	0.7 (-0.4)	24.1 (-6.7)	75.2 (+7.1)	-74.5 (-7.5)
Großbritannien	41.4 (+3.3)	56.3 (-3.6)	2.3 (+0.3)	39.1 (+3.0)
Frankreich	52.3 (+3.6)	47.1 (-2.9)	0.6 (-0.7)	51.7 (+4.3)
Italien	30.3 (+4.7)	66.8 (-5.2)	2.9 (+0.5)	27.4 (+4.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	64.3 (-7.7)	34.2 (+8.1)	1.5 (-0.4)	62.8 (-7.3)
Deutschland	68.9 (-5.2)	29.9 (+6.2)	1.2 (-1.0)	67.7 (-4.2)
USA	1.9 (-0.1)	66.0 (+5.2)	32.1 (-5.1)	-30.2 (+5.0)
Japan	39.7 (-8.3)	56.1 (+5.1)	4.2 (+3.2)	35.5 (-11.5)
Großbritannien	8.5 (+0.6)	76.9 (+1.2)	14.6 (-1.8)	-6.1 (+2.4)
Frankreich	55.8 (-7.4)	41.0 (+6.2)	3.2 (+1.2)	52.6 (-8.6)
Italien	61.9 (-4.4)	36.5 (+6.9)	1.6 (-2.5)	60.3 (-1.9)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	51.8 (-5.2)	35.2 (+2.4)	13.0 (+2.8)	38.8 (-8.0)
Deutschland	51.7 (-4.4)	35.5 (+2.5)	12.8 (+1.9)	38.9 (-6.3)
USA	36.6 (-8.2)	49.8 (+5.0)	13.6 (+3.2)	23.0 (-11.4)
Japan	33.8 (-1.9)	64.5 (+1.9)	1.7 (+/-0.0)	32.1 (-1.9)
Großbritannien	33.6 (-0.4)	60.1 (+1.6)	6.3 (-1.2)	27.3 (+0.8)
Frankreich	51.3 (-2.8)	36.6 (-0.5)	12.1 (+3.3)	39.2 (-6.1)
Italien	52.8 (-3.2)	34.6 (+0.3)	12.6 (+2.9)	40.2 (-6.1)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	81.2 (+5.0)	17.6 (-5.2)	1.2 (+0.2)	80.0 (+4.8)
USA	49.5 (-8.1)	48.0 (+8.2)	2.5 (-0.1)	47.0 (-8.0)
Japan	54.4 (+0.6)	45.6 (-0.3)	0.0 (-0.3)	54.4 (+0.9)
Großbritannien	38.0 (-3.6)	59.4 (+5.8)	2.6 (-2.2)	35.4 (-1.4)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	31.5 (-2.3)	54.6 (+2.7)	13.9 (-0.4)	17.6 (-1.9)
USA	20.9 (-3.6)	60.4 (+2.9)	18.7 (+0.7)	2.2 (-4.3)
Japan	48.8 (+3.1)	50.5 (-2.8)	0.7 (-0.3)	48.1 (+3.4)
Großbritannien	23.3 (-1.3)	67.2 (+2.4)	9.5 (-1.1)	13.8 (-0.2)
Frankreich	30.4 (+0.2)	57.2 (+0.5)	12.4 (-0.7)	18.0 (+0.9)
Italien	30.4 (-0.6)	57.4 (+1.3)	12.2 (-0.7)	18.2 (+0.1)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	82.8 (+5.4)	13.8 (-4.1)	3.4 (-1.3)	79.4 (+6.7)
DAX (Deutschland)	85.0 (+8.0)	12.2 (-5.2)	2.8 (-2.8)	82.2 (+10.8)
NEMAX 50 (Deutschland)	71.8 (+7.9)	19.2 (-1.7)	9.0 (-6.2)	62.8 (+14.1)
Dow Jones Industrial (USA)	44.8 (+6.4)	48.3 (-1.0)	6.9 (-5.4)	37.9 (+11.8)
Nikkei 225 (Japan)	58.4 (-0.6)	34.7 (-0.8)	6.9 (+1.4)	51.5 (-2.0)
FT-SE 100 (Großbritannien)	41.9 (+3.3)	50.9 (-1.7)	7.2 (-1.6)	34.7 (+4.9)
CAC-40 (Frankreich)	79.0 (+3.8)	16.6 (-3.7)	4.4 (-0.1)	74.6 (+3.9)
MIBtel (Italien)	76.7 (+5.2)	19.8 (-2.9)	3.5 (-2.3)	73.2 (+7.5)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	8.0 (+2.5)	21.7 (+2.6)	70.3 (-5.1)	-62.3 (+7.6)
Yen	6.5 (-0.7)	29.0 (+1.7)	64.5 (-1.0)	-58.0 (+0.3)
Brit. Pfund	3.2 (+0.9)	20.5 (+1.1)	76.3 (-2.0)	-73.1 (+2.9)
Schw. Franken	6.1 (+0.9)	70.4 (+1.5)	23.5 (-2.4)	-17.4 (+3.3)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	8.9 (+1.1)	33.7 (+0.4)	57.4 (-1.5)	-48.5 (+2.6)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	46.6 (+4.5)	46.8 (-6.2)	6.6 (+1.7)	40.0 (+2.8)
Versicherungen	42.6 (-0.6)	50.7 (-2.6)	6.7 (+3.2)	35.9 (-3.8)
Fahrzeuge	16.2 (+1.0)	52.5 (+3.7)	31.3 (-4.7)	-15.1 (+5.7)
Chemie/Pharma	73.8 (-0.3)	23.2 (+1.9)	3.0 (-1.6)	70.8 (+1.3)
Stahl/NE-Metalle	41.2 (-4.7)	50.2 (+5.8)	8.6 (-1.1)	32.6 (-3.6)
Elektro	74.0 (+1.7)	23.6 (-0.9)	2.4 (-0.8)	71.6 (+2.5)
Maschinen	73.5 (+1.1)	22.4 (-0.6)	4.1 (-0.5)	69.4 (+1.6)
Konsum/Handel	35.5 (+8.3)	54.4 (+0.3)	10.1 (-8.6)	25.4 (+16.9)
Bau	13.1 (-0.7)	67.0 (+2.6)	19.9 (-1.9)	-6.8 (+1.2)
Versorger	9.2 (-2.1)	48.5 (+7.0)	42.3 (-4.9)	-33.1 (+2.8)
Dienstleister	70.9 (-2.2)	26.0 (+0.9)	3.1 (+1.3)	67.8 (-3.5)
Telekommunikation	31.7 (-13.0)	28.6 (-1.0)	39.7 (+14.0)	-8.0 (-27.0)
Inform.-Technologien	76.0 (+/-0.0)	17.6 (-1.5)	6.4 (+1.5)	69.6 (-1.5)

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 31.07.-22.08.00 beteiligten sich 327 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 August 2000

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom August 2000 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 31.07.-22.08.00 beteiligten sich 327 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	2.4	2.6	(0.4)
Deutschland	1.9	2.1	(0.4)
USA	3.5	3.6	(0.3)
Japan	-0.9	-0.8	(0.2)
Großbritannien	3.3	3.4	(0.2)
Frankreich	1.7	1.9	(0.4)
Italien	2.7	2.9	(0.4)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	4.7	5.2	(0.3)
USA	5.7	5.9	(0.2)
Japan	0.3	0.5	(0.2)
Großbritannien	6.1	6.2	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	5.2	5.3	(0.3)
USA	5.9	5.9	(0.2)
Japan	1.8	2.0	(0.2)
Großbritannien	5.3	5.4	(0.2)
Frankreich	5.4	5.5	(0.2)
Italien	5.6	5.7	(0.2)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	5150	5690	(380)
DAX (Deutschland)	7210	8010	(540)
NEMAX 50 (Deutschland)	5730	6210	(490)
Dow Jones Industrial (USA)	10910	11240	(440)
Nikkei 225 (Japan)	16070	16800	(820)
FT-SE 100 (Großbritannien)	6450	6630	(250)
CAC-40 (Frankreich)	6560	7180	(470)
MIBtel (Italien)	32120	34640	(1930)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.91	0.94	(0.03)
Yen	99.20	101.60	(2.60)
Brit. Pfund	0.61	0.63	(0.02)
Schw. Franken	1.55	1.56	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	28.60	25.60	(3.90)