

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

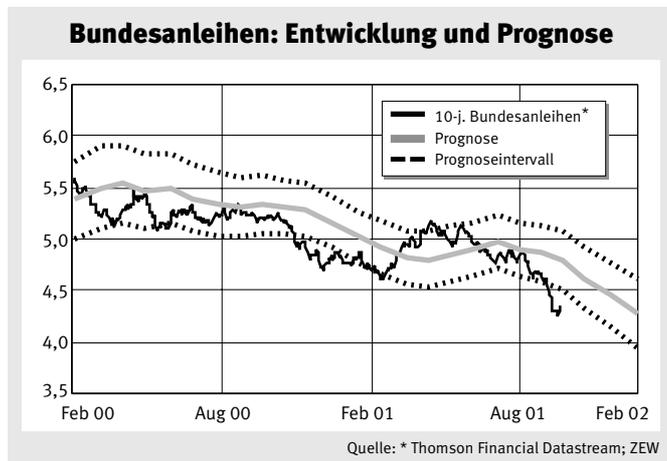
Jahrgang 10 · Nr. 12 · Dezember 2001

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 29.10. – 13.11.01 (Redaktionsschluß 16.11.01) 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: Weihnachtsrallye mit Hindernissen

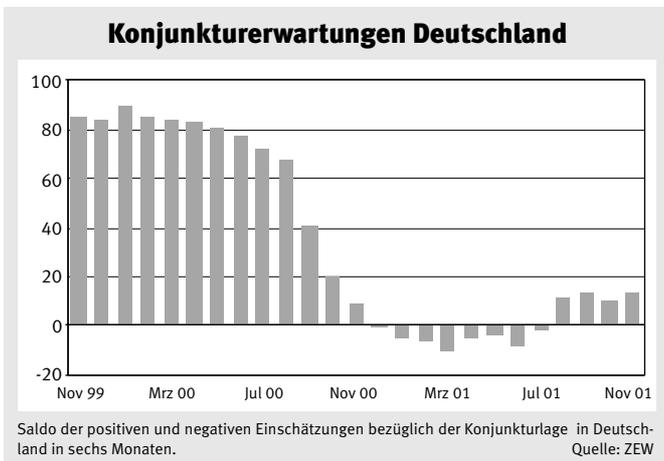
Leicht wird von Marktteilnehmern die Dynamik übersehen, mit denen die Aktienmärkte nach dem Einbruch infolge des 11. September wieder in die Höhe geschossen sind. Es scheint sich nun immer mehr die Meinung zu verfestigen, dass der Bärenmarkt seinen Boden gefunden hat. Allerdings bleiben die mittelfristigen Aussichten ungewiss. Kommt es zu der schon traditionellen Weihnachtsrallye an den Märkten oder haben wir sie etwa schon gesehen?

Auf kurze Sicht sollten sich die Anleger den Analysten zufolge nicht auf übermäßige weitere Kurssteigerungen an den Aktienmärkten einstellen. Als Folge der starken Anstiege der letzten Wochen wurden die Erwartungen für den Dax leicht gedämpft. So stieg der Anteil derjenigen Befragten, die auf Sicht von drei Monaten sinkende Kurse erwarten, auf etwa 12 Prozent an. Die Optimisten haben zwar an Zulauf verloren, sie liegen mit gut 65 Prozent aber weiter vorne. Ginge es nach ihnen, so ergäben sich als Kursziel für das deutsche Aktienkursbarometer 5.500 Punkte auf Sicht von drei Monaten. Die Botschaft dieser Einschätzungen scheint daher zu sein: Für langfristig orientierte Anleger dürfte ein Aktienkauf derzeit kein Fehler zu sein. Hierfür spricht auch die positive



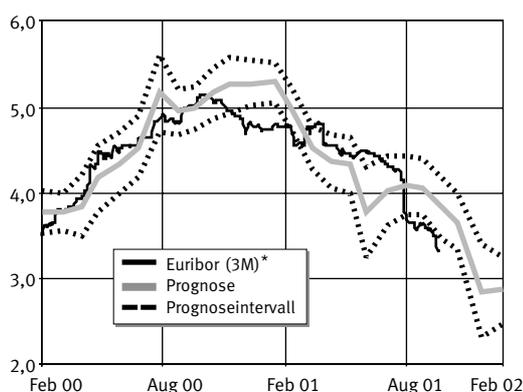
Grundstimmung der Experten zur deutschen Konjunktur. Zwar sind die Erwartungen für die Wirtschaftslage in sechs Monaten in Folge der Terroranschläge im September zunächst zurückgegangen. Der Aufwärtstrend, der im Sommer eingesetzt hat, ist jedoch ungebrochen. Nach wie vor sollte deshalb zu Beginn des nächsten Jahres mit positiven Nachrichten über die deutsche Konjunktur zu rechnen sein. Mehr kurzfristig orientierte Investoren sollten freilich zunächst noch eine Konsolidierungsphase in den nächsten Wochen abwarten, die möglicherweise noch günstigere Einstiegskurse bietet. Insgesamt also könnte die Weihnachtsrallye in Europa etwas verhaltener ausfallen als gewohnt.

Im Gleichklang mit den Aktienkursen sind auch die Preise am Rentenmarkt in den vergangenen Wochen angestiegen und die Renditen damit stark gesunken auf mittlerweile unter 4,5 Prozent. Hier spiegelt sich vor allem die tendenziell zurückgehende Inflationsrate wider, wofür der Ölpreisrückgang mitverantwortlich ist. Die weiteren Aussichten für den Rentenmarkt werden gemischt beurteilt – Optimisten und Pessimisten halten sich fast die Waage. Weiter anhaltende Rückgänge am langen Ende der Zinskurve werden nicht erwartet. ◀ Felix Hüfner



Euroraum: Zinstief noch nicht erreicht

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

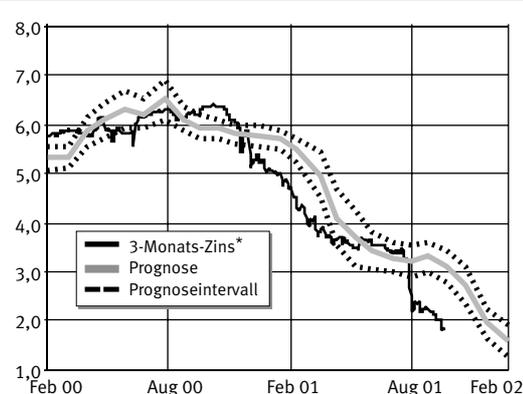
Die Leitzinssenkung der EZB vom 8. November war nicht der letzte Zinsschritt im laufenden Zyklus. Der Refinanzierungssatz wird bis zum Frühjahr möglicherweise noch unter die 3-Prozent-Marke fallen. Eine weitere Senkung des wichtigsten Leitzinses um bis zu 50 Basispunkte ist vorstellbar.

Der jüngste Zinsschritt hat die Zinserwartungen zwar erheblich beeinflusst. Aber auch nach der Zinssenkung gehen noch fast drei Viertel der befragten Finanzexperten von

weiter sinkenden Geldmarktzinsen aus. Dafür sprechen die unvermindert niedrigen Inflationserwartungen: Obwohl die Zuwachsraten der Geldmenge nach wie vor hoch sind und auch die Erwartungen für die Ölpreise langsam wieder nach oben drehen, erwarten mehr als zwei Drittel der befragten Analysten einen weiteren Rückgang der Preissteigerungsrate. Die Zinssenkungsphantasie bleibt den europäischen Finanzmärkten also somit erhalten. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

USA: In der Rezession

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



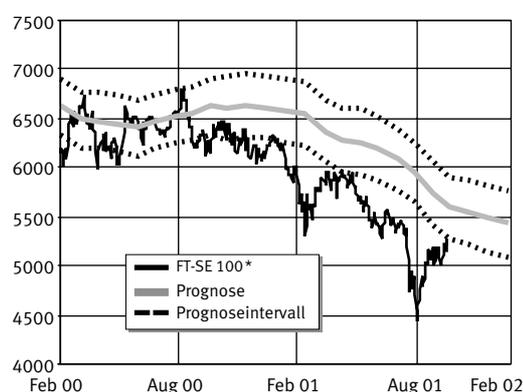
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Rezession in den USA ist da! Nach dem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal wird es wohl im vierten Quartal erneut schrumpfen. Diese Einschätzung teilt auch die große Mehrheit der Experten. Mehr als 86 Prozent schätzen die aktuelle Situation der US-Wirtschaft als schlecht ein. Doch bezüglich der zukünftigen Konjunkturerwartungen bekommen erstmals nach den Terroranschlägen die Optimisten wieder Zulauf. Gut 48 Prozent der Experten rechnen mit einer

Verbesserung in den nächsten sechs Monaten, 17 Prozent mit einer Verschlechterung. Grund dürfte die Hoffnung sein, dass die Geldpolitik der amerikanischen Notenbank nachhaltig Wirkung zeigt. Nach der zehnten Zinssenkung in diesem Jahr ist der US-Leitzins auf dem niedrigsten Stand seit über 40 Jahren. Trotzdem gehen die Finanzexperten auch weiterhin von sinkenden Zinsen aus. Bis Februar 2002 rechnen sie mit einem Drei-Monats-Zins von 1,6 Prozent. ◀ *Martin Schüler*

Großbritannien: Weitere Zinssenkungen erwartet

FT-SE 100: Entwicklung und Prognose



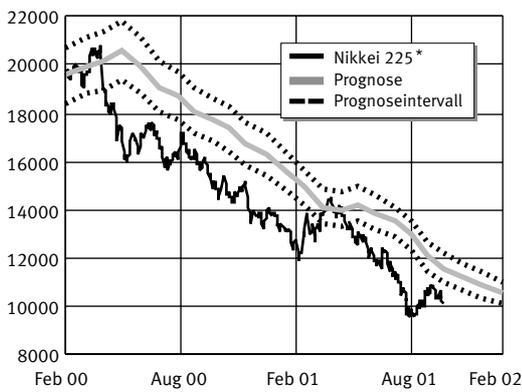
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

In diesem Jahr hat die Bank von England die Zinsen um 150 Basispunkte gesenkt. Die letzte Zinssenkung erfolgte am 8. November im Gleichschritt mit der EZB um 50 Basispunkte auf vier Prozent. Dennoch bleiben die Analysten optimistisch und rechnen mit einem weiteren Zinssenkungsspielraum von 25 Basispunkten. Begründet werden kann der Spielraum mit geringeren Inflationserwartungen. Im November sind nunmehr 46 Prozent der Analysten, nach 41 Prozent im August, der Ansicht,

dass die Inflation mittelfristig fallen wird. Dank der letzten Zinssenkung der Notenbank haben sich die Konjunkturerwartungen im November bereits aufgehellt. Waren Anfang November, also vor der Zinssenkung, noch 21 Prozent der Analysten optimistisch für die konjunkturelle Situation in sechs Monaten, so sind es nun bereits 33 Prozent. Die Optimisten unter den Analysten rechnen damit, dass die Zinssenkungen den FT-SE 100 auf 5.800 Punkte heben werden. ◀ *Volker Kleff*

Japan: Hoffnungsfunke gesucht

Nikkei: Entwicklung und Prognose



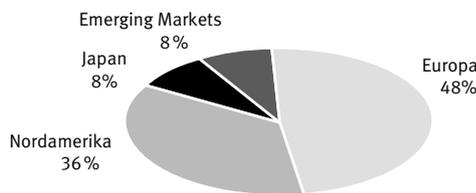
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Nach wie vor ist die konjunkturelle Situation in Japan alles andere als gut. Die Unternehmen wollen im dritten Quartal 6,3 Prozent weniger investieren als im Vorquartal. Außerdem brach der Index des Unternehmervertrauens gegenüber dem Vorquartal von -38 auf -60 ein. Die Arbeitslosenquote stieg im September auf den Nachkriegsrekord von 5,3 Prozent. In einer solchen Zeit wird immer noch ein Fingerzeig gesucht, der auf eine zukünftige Konjunkturbelebung hinweisen könnte. Ei-

nen solchen könnte das leicht auf -0,7 Prozent nach oben revidierte BIP im 2. Quartal liefern. Außerdem kündigte der japanische Finanzminister an, dass schneller als erwartet, nämlich bis zum Jahresende, die meisten faulen Kredite aus den Bankbilanzen abgeschrieben seien. Vielleicht bleiben den Anlegern also neue Tiefs beim Nikkei 225 erspart. Die befragten Analysten jedenfalls rechnen in sechs Monaten immerhin mit einem Indexstand von 10.550 Punkten. ◀ *Volker Kleff*

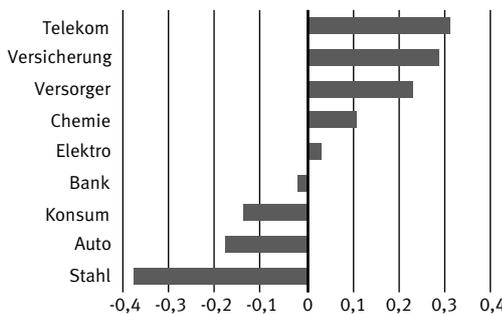
Sonderfrage: Europäische Aktien sind die Favoriten für 2002

1. Wie würden Sie in 2002 ein Aktienportfolio auf folgende Regionen aufteilen?

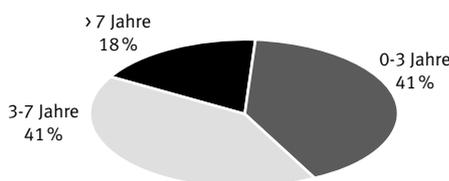


2. Wie sollten folgende Branchen in einem deutschen Aktienportfolio gewichtet werden?

1 = übergewichten / 0 = neutral / -1 = untergewichten



3. Wie würden Sie die Laufzeiten in einem deutschen Rentenportfolio gewichten?



Gesamtzahl der Antworten: 246

Quelle: ZEW

Die Aktionäre sahen ihr Vermögen in 2001 weiter dahinschmelzen. Nun fragen sie sich, was sie in 2002 besser machen sollten. Um dem Anleger hierbei Hilfestellung zu geben, hat das ZEW 246 Analysten nach ihrer optimalen Portfoliogewichtung für das Jahr 2002 gefragt. Diese bevorzugen nach wie vor Aktien aus Europa. Nahezu die Hälfte des Portfolios sollte mit europäischen Werten bestückt werden. Der Euro Stoxx 50 ist mit einem KGV von etwa 18 zurzeit günstig bewertet. Setzt man das KGV zudem in Relation zu dem KGV am Anleihemarkt, erscheinen diese Aktien besonders interessant. Nordamerikanische Dividendentitel sollten mit 36 Prozent im Portfolio geringer als die europäischen vertreten sein. Die Analysten halten auch diese Titel nach den Verlusten des S&P 500 von über zehn Prozent im Jahr 2001 wieder für günstig bewertet. Trotz des mittlerweile optisch guten Bewertungsniveaus in Japan und in den Emerging Markets mahnen die Analysten dort wegen des nach wie vor hohen Risikos zur Vorsicht. Aktien aus diesen Märkten sollten dem Depot nur zu weniger als zehn Pro-

zent beigemischt werden. Was die Branchenauswahl in einem deutschen Aktienportfolio in 2002 anbelangt, bevorzugen die Analysten ausgewählte Wachstumsbranchen wie etwa die Telekommunikationsindustrie. Diese dürfte von den Zinssenkungen der vergangenen Zeit besonders profitieren. Zudem empfehlen sie defensivere Titel wie die Versicherungen und die Versorger, die wenig zyklisch sind. Die Analysten erwarten in 2002 keinen kräftigen Konjunkturaufschwung. Demzufolge raten sie auch dazu, die zyklischen Branchen wie etwa die Automobil- oder Stahlindustrie noch unterzugewichten. Für den Anleger in deutschen Rentenwerten haben die Experten den Rat, kurz- bis mittelfristig zu investieren und Langläufer mit einer Laufzeit von über sieben Jahren eher zu meiden. Langjährige Bonds rentieren zur Zeit mit wenig attraktiven Zinsen von etwa 4,3 Prozent. Sollte die Inflation wieder zum Problem werden und dadurch die langfristigen Zinsen steigen, könnten die Besitzer langlaufender Anleihen Verluste erleiden. ◀ *Volker Kleff*

ZEW - Finanzmarkttest November 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.0	(-0.3)	30.1	(-18.5)	69.9	(+18.8)	-69.9	(-19.1)
Deutschland	0.3	(+/-0.0)	18.4	(-16.9)	81.3	(+16.9)	-81.0	(-16.9)
USA	0.7	(-0.3)	12.9	(-8.9)	86.4	(+9.2)	-85.7	(-9.5)
Japan	0.0	(+/-0.0)	1.6	(-0.3)	98.4	(+0.3)	-98.4	(-0.3)
Großbritannien	0.6	(-0.8)	62.8	(-2.4)	36.6	(+3.2)	-36.0	(-4.0)
Frankreich	0.7	(+0.3)	40.4	(-15.9)	58.9	(+15.6)	-58.2	(-15.3)
Italien	0.3	(+/-0.0)	31.4	(-18.3)	68.3	(+18.3)	-68.0	(-18.3)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	33.9	(+3.6)	47.1	(-2.9)	19.0	(-0.7)	14.9	(+4.3)
Deutschland	33.4	(+4.4)	46.3	(-5.5)	20.3	(+1.1)	13.1	(+3.3)
USA	48.2	(+7.8)	34.6	(-3.5)	17.2	(-4.3)	31.0	(+12.1)
Japan	6.4	(-0.8)	80.6	(+3.2)	13.0	(-2.4)	-6.6	(+1.6)
Großbritannien	25.9	(+3.9)	55.4	(-1.2)	18.7	(-2.7)	7.2	(+6.6)
Frankreich	31.3	(+4.9)	48.1	(-3.4)	20.6	(-1.5)	10.7	(+6.4)
Italien	30.4	(+4.8)	49.3	(-4.4)	20.3	(-0.4)	10.1	(+5.2)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	6.1	(-0.2)	24.6	(-2.4)	69.3	(+2.6)	-63.2	(-2.8)
Deutschland	7.4	(+0.4)	23.2	(-2.0)	69.4	(+1.6)	-62.0	(-1.2)
USA	8.1	(-2.3)	38.2	(-4.7)	53.7	(+7.0)	-45.6	(-9.3)
Japan	6.6	(-3.8)	79.2	(+3.1)	14.2	(+0.7)	-7.6	(-4.5)
Großbritannien	5.3	(+0.5)	48.8	(-4.6)	45.9	(+4.1)	-40.6	(-3.6)
Frankreich	6.9	(+0.8)	25.3	(-2.4)	67.8	(+1.6)	-60.9	(-0.8)
Italien	7.2	(+0.7)	25.3	(-2.8)	67.5	(+2.1)	-60.3	(-1.4)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	3.2	(-0.7)	17.0	(+5.3)	79.8	(-4.6)	-76.6	(+3.9)
USA	4.9	(+0.8)	30.3	(+2.7)	64.8	(-3.5)	-59.9	(+4.3)
Japan	2.1	(-0.9)	91.8	(+3.0)	6.1	(-2.1)	-4.0	(+1.2)
Großbritannien	3.1	(+0.4)	27.7	(+3.3)	69.2	(-3.7)	-66.1	(+4.1)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	24.7	(+0.8)	46.0	(-0.2)	29.3	(-0.6)	-4.6	(+1.4)
USA	29.4	(+1.3)	43.5	(-3.6)	27.1	(+2.3)	2.3	(-1.0)
Japan	11.4	(-2.9)	83.8	(+5.1)	4.8	(-2.2)	6.6	(-0.7)
Großbritannien	21.3	(+1.9)	52.9	(-1.4)	25.8	(-0.5)	-4.5	(+2.4)
Frankreich	24.3	(+0.9)	48.3	(+/-0.0)	27.4	(-0.9)	-3.1	(+1.8)
Italien	24.6	(+0.5)	46.7	(-1.0)	28.7	(+0.5)	-4.1	(+/-0.0)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	64.2	(-6.3)	24.5	(+0.6)	11.3	(+5.7)	52.9	(-12.0)
DAX (Deutschland)	65.7	(-5.8)	22.1	(-0.5)	12.2	(+6.3)	53.5	(-12.1)
NEMAX 50 (Deutschland)	62.6	(+0.5)	23.7	(-6.9)	13.7	(+6.4)	48.9	(-5.9)
Dow Jones Industrial (USA)	57.9	(-5.8)	25.5	(-0.6)	16.6	(+6.4)	41.3	(-12.2)
Nikkei 225 (Japan)	40.1	(-7.2)	47.3	(+7.5)	12.6	(-0.3)	27.5	(-6.9)
FT-SE 100 (Großbritannien)	59.1	(-5.2)	29.6	(+0.4)	11.3	(+4.8)	47.8	(-10.0)
CAC-40 (Frankreich)	62.8	(-6.0)	24.8	(-0.6)	12.4	(+6.6)	50.4	(-12.6)
MIBtel (Italien)	61.0	(-7.4)	26.1	(+1.4)	12.9	(+6.0)	48.1	(-13.4)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	12.4	(+1.5)	30.1	(+2.3)	57.5	(-3.8)	-45.1	(+5.3)
Yen	4.5	(+0.8)	29.2	(+4.6)	66.3	(-5.4)	-61.8	(+6.2)
Brit. Pfund	5.2	(+0.8)	39.6	(+5.2)	55.2	(-6.0)	-50.0	(+6.8)
Schw. Franken	11.0	(-0.9)	61.2	(+3.5)	27.8	(-2.6)	-16.8	(+1.7)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	36.5	(+3.7)	51.5	(-1.8)	12.0	(-1.9)	24.5	(+5.6)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	14.0	(+3.6)	26.9	(+2.2)	59.1	(-5.8)	-45.1	(+9.4)
Versicherungen	23.1	(+6.3)	30.4	(+8.3)	46.5	(-14.6)	-23.4	(+20.9)
Fahrzeuge	7.0	(-1.0)	45.8	(+3.3)	47.2	(-2.3)	-40.2	(+1.3)
Chemie/Pharma	16.1	(+1.3)	50.9	(-1.7)	33.0	(+0.4)	-16.9	(+0.9)
Stahl/NE-Metalle	9.6	(-1.0)	49.5	(+0.2)	40.9	(+0.8)	-31.3	(-1.8)
Elektro	10.0	(-0.3)	55.5	(-3.2)	34.5	(+3.5)	-24.5	(-3.8)
Maschinen	11.0	(-3.1)	43.1	(-2.7)	45.9	(+5.8)	-34.9	(-8.9)
Konsum/Handel	12.3	(-2.8)	54.7	(+2.8)	33.0	(+/-0.0)	-20.7	(-2.8)
Bau	6.7	(-1.7)	47.7	(+5.6)	45.6	(-3.9)	-38.9	(+2.2)
Versorger	24.2	(-3.8)	63.2	(-0.6)	12.6	(+4.4)	11.6	(-8.2)
Dienstleister	23.7	(+2.3)	56.4	(-3.7)	19.9	(+1.4)	3.8	(+0.9)
Telekommunikation	29.1	(+4.6)	51.6	(+0.2)	19.3	(-4.8)	9.8	(+9.4)
Inform.-Technologien	29.5	(+6.6)	45.1	(-3.7)	25.4	(-2.9)	4.1	(+9.5)

Bemerkung: An der November-Umfrage des Finanzmarkttests vom 29.10.-13.11.01 beteiligten sich 313 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 November 2001

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom November 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 29.10.-13.11.01 beteiligten sich 313 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.)
Inflationsrate			
Euroraum	2.5	2.1	(0.4)
Deutschland	2.0	1.6	(0.4)
USA	2.6	2.4	(0.3)
Japan	-0.9	-0.9	(0.2)
Großbritannien	1.7	1.5	(0.2)
Frankreich	1.8	1.4	(0.4)
Italien	2.6	2.2	(0.4)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	3.4	2.9	(0.4)
USA	1.9	1.6	(0.3)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	4.0	3.7	(0.3)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.3	4.3	(0.3)
USA	4.3	4.3	(0.3)
Japan	1.3	1.3	(0.1)
Großbritannien	4.4	4.4	(0.3)
Frankreich	4.4	4.4	(0.3)
Italien	4.7	4.7	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	3590	3810	(280)
DAX (Deutschland)	4780	5110	(410)
NEMAX 50 (Deutschland)	1100	1170	(90)
Dow Jones Industrial (USA)	9460	9950	(800)
Nikkei 225 (Japan)	10310	10550	(480)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5170	5430	(340)
CAC-40 (Frankreich)	4430	4700	(350)
MIBtel (Italien)	21750	22970	(1660)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.90	0.92	(0.03)
Yen	108.70	111.40	(2.60)
Brit. Pfund	0.62	0.63	(0.01)
Schw. Franken	1.47	1.48	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	19.80	20.70	(2.10)