

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

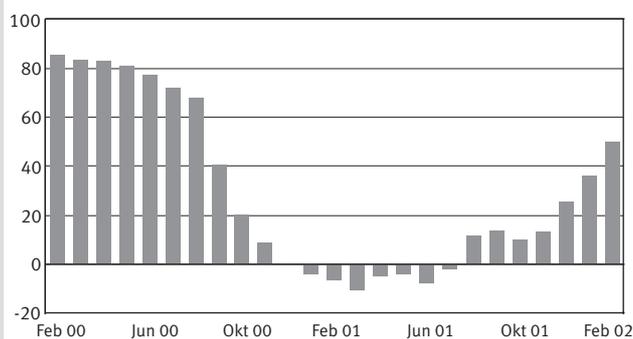
Jahrgang 11 · Nr. 3 · März 2002

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 28.1. – 19.2.02 (Redaktionsschluß 24.2.02) 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.

Europa: Bisher kein Hinweis auf Double-dip

Ungeachtet des immer noch weitverbreiteten Konjunktur-Pessimismus preschen die Finanzanalysten auch im Februar wieder mit deutlich positiven Erwartungen vor. Um satte 14 Prozentpunkte steigt der Indikator Konjunkturerwartungen für Deutschland und signalisiert damit auf Sicht von sechs Monaten einen Aufschwung. Bereits über 50 Prozent der befragten Analysten erwarten eine Verbesserung der konjunkturellen Lage im nächsten halben Jahr. In der Vergangenheit lagen die Experten aus der Finanzbranche mit ihren Einschätzungen regelmäßig vor anderen Indikatoren, so dass berechtigte Hoffnung auf eine Wiederbelebung der Wirtschaftskräfte in diesem Jahr besteht. Nichtsdestotrotz wird die derzeitige Lage noch als schlecht beurteilt. Dies dürfte mitverantwortlich sein für die nach wie vor negative Grundstimmung in der Bevölkerung. Dies gilt zumal, da nun der Konjunktur nachlaufende Indikatoren wie etwa die Arbeitslosenzahlen oder die Insolvenzen im Zentrum der Aufmerksamkeit stehen, die von der schlechten Konjunkturentwicklung im letzten Jahr geprägt sind. Die positiven Konjunkturerwartungen geben auch einen ersten Hinweis darauf, dass es wohl nicht zu einer sogenannten „double-dip“-Bewegung kommen wird, die be-

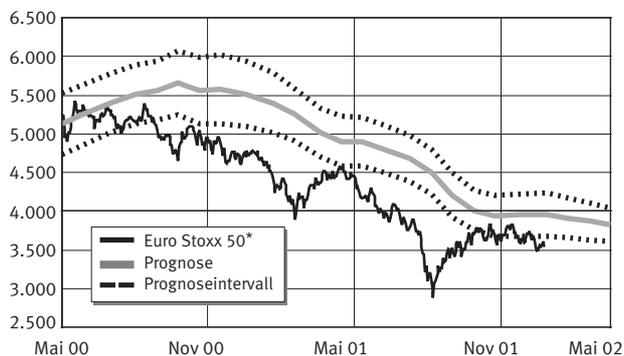
Konjunkturerwartungen Deutschland



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

sagt, dass einem kurzen Aufschwung ein neuerlicher Abschwung folgen wird. Im Gegenteil deuten sie auf eine robuste Entwicklung im zweiten Halbjahr 2002 hin. Allerdings ist es noch zu früh, um die Möglichkeit eines double-dip für Europa völlig auszuschließen. Freilich wird die optimistische Sicht derzeit noch davon getrübt, dass die Entwicklung des Aktienmarktes eher seitwärts gerichtet ist, nachdem es bereits Ende vergangenen Jahres einen grossen Kurssprung gegeben hatte. Zu erwarten wäre, dass es angesichts eines positiven künftigen Konjunkturfeldes zu einem weiteren Aufwärtstrend bei den Aktienkursen kommt. Gemäß den Antworten der befragten Börsianer sollte der Dax bis Mai auf knapp 5.300 Punkte steigen können. Dabei erwarten selbst die Pessimisten unter ihnen, dass das deutsche Aktienbarometer die 5.000er Marke knacken wird. Für den Euro Stoxx 50 ergibt sich ein Kursziel von gut 3.800 Punkten. Der Favorit bei den Brancheneinschätzungen ist dabei die Informationstechnologie. Knapp die Hälfte der Befragten sieht hier eine Verbesserung der Ertragslage innerhalb des nächsten halben Jahres. Dies sollte insbesondere auch positive Wirkungen für den Neuen Markt haben. ◀ *Felix Hüfner*

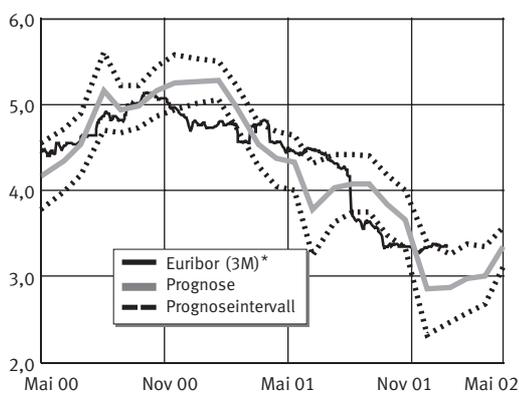
Euro Stoxx 50: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: Abwärtstrend gestoppt

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



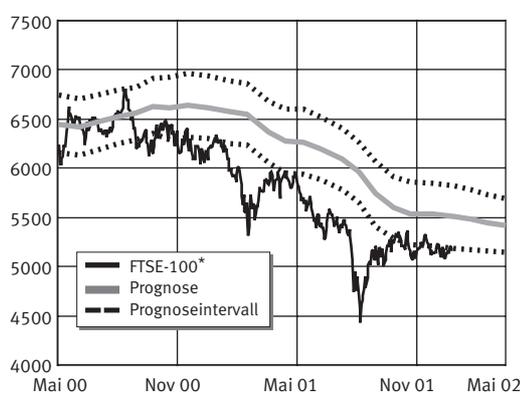
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Das Zinstief am Geldmarkt scheint erreicht zu sein: Nachdem in den Vormonaten die Erwartungen auf Zinssenkungen noch die Oberhand behalten hatten, haben die Finanzmarkttest-Teilnehmer ihre Einschätzung nun massiv geändert: 60,4 Prozent der Befragten sind der Ansicht, dass das Zinsniveau mittelfristig unverändert bleiben werde. Mit sinkenden Zinsen rechnen nur noch 26 Prozent der Teilnehmer, im Gegensatz zu 60,8 Prozent im Vormonat. Auf mittlere Sicht

resultiert daraus eine Prognose für den 3-Monats-Euribor von 3,3 Prozent. Dieser Umschwung reflektiert offensichtlich die sich nun deutlich aufhellenden Konjunkturaussichten. Aber auch die Inflationserwartungen haben sich verändert: Für den Euroraum rechnet nur noch die Hälfte der Beobachter mit rückläufigen Preissteigerungsraten. Immerhin 17,1 Prozent (Vormonat 9,5 Prozent) der befragten Experten sehen die Inflationsrate sogar schon wieder steigen. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

Großbritannien: Warten auf den Aufschwung

FTSE-100: Entwicklung und Prognose



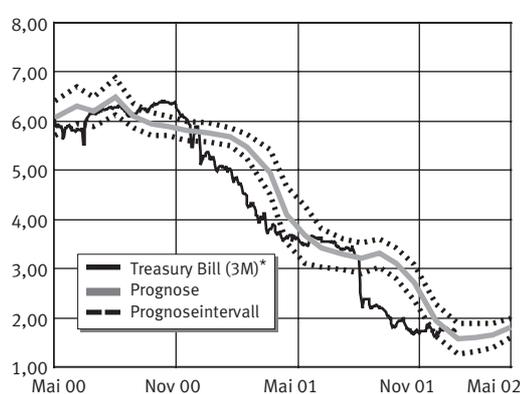
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Analysten sind bezüglich der Konjunkturaussichten im Februar optimistischer geworden. Die im europäischen Vergleich eher moderate Verbesserung der Erwartung dürfte darin begründet sein, dass sich die konjunkturelle Situation in den letzten Monaten im Urteil der Experten ebenfalls gebessert hat. Die Erwartungen für den Indexstand des FTSE-100 werden dadurch jedoch nicht beflügelt. Mittelfristig wird ein Indexstand von nur gut 5.400 Punkten erwartet. Belastend

für den Markt könnte die bevorstehende Zinswende in der Geldpolitik sein. Mittlerweile geht nur noch gut jeder zehnte befragte Experte mittelfristig von einer weiteren Zinssenkung aus, während schon 20 Prozent mit wieder steigenden Geldmarktzinsen rechnen. In einer Phase, in der die Zinsfantasie an den Märkten ausbleibt und die Unternehmensgewinne konjunkturell bedingt noch nicht anziehen, sollte der Markt zunächst weiter seitwärts tendieren. ◀ *Volker Kleff*

USA: Erwartungen stabilisiert

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



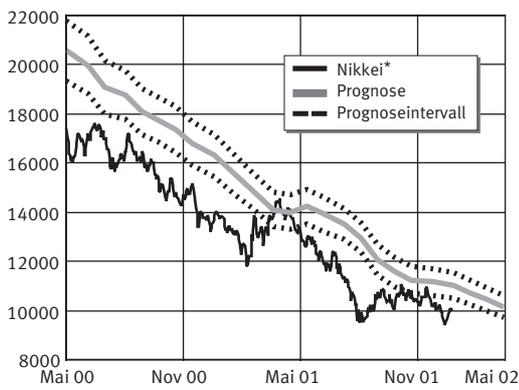
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Erwartungen der Analysten bezüglich der amerikanischen Konjunktur haben sich im Februar weiter stabilisiert. Gut drei Viertel von ihnen rechnen mit einer Verbesserung in den nächsten sechs Monaten. Die Einschätzungen geben somit keinen Hinweis darauf, dass die Erholung lediglich kurzfristiger Natur ist und ein zweiter Konjunkturerinbruch folgen wird. Die Gefahr für ein solches Szenario scheint in den USA allerdings durchaus vorhanden, weil eine Schwäche beim Kon-

sum aufgrund der hohen privaten Verschuldung nicht auszuschließen ist. Auch wurden kaum Konsumausgaben zurückgestellt, eher im Gegenteil, Autokäufe wurden wegen aggressiver Rabattprogramme vorgezogen. Eines scheint für die befragten Analysten sicher: die Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank haben endgültig ihr Ende gefunden. Im Gegensatz zu den Vormonaten rechnen im Saldo 23 Prozent mit einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen. ◀ *Martin Schüler*

Japan: Trostlosigkeit bleibt bestehen

Nikkei: Entwicklung und Prognose



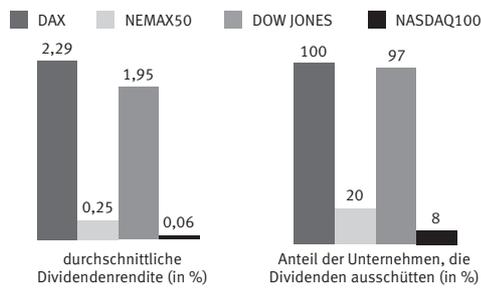
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Bank von Japan verkündete in ihrem Monatsbericht, dass die Deflation weiter zunehmen und die Zahl der Arbeitslosen steigen werde. Zudem würden sich die Gewinnaussichten der japanischen Unternehmen weiter verschlechtern und die Investitionen zurückgehen. Die Analysten haben vor diesem Hintergrund ihre Prognosen für den Aktienmarkt weiter nach unten angepasst. Im Februar erwarten sie nun mittelfristig einen Indexstand des Nikkei-225 von nur noch knapp über 10.000

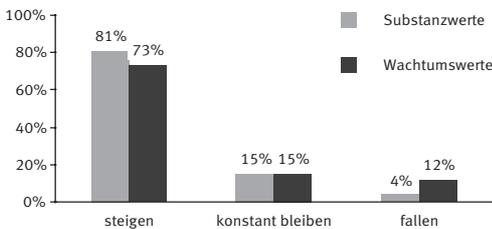
Punkten. Die Rezepte der japanischen Regierung zur Problemlösung scheinen wirkungslos. So wird erneut versucht, durch die Bereitstellung von Eigenkapital in Höhe von umgerechnet etwa 85 Mrd. Euro, den Konkurs besonders marode finanzierter Banken zu vermeiden anstatt eine strukturelle Bereinigung zuzulassen. Fragwürdig erscheint diese Maßnahme nicht nur vor dem Hintergrund der Staatsverschuldung von derzeit 140 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. ◀ *Volker Kleff*

Sonderfrage: Dividenden und Wachstumsunternehmen

Dividendenzahlungen im Vergleich



Wie reagiert der Aktienkurs in der Regel auf Dividenden-erhöhungen bzw. erstmalige Dividendenankündigungen?



Wie bewerten Sie es generell, wenn ein Unternehmen – statt den Gewinn zu thesaurieren – eine Dividende ausschüttet?



Wie beurteilen Sie Aktienrückkaufprogramme als Alternative zu Dividendenzahlungen?



Gesamtanzahl der Antworten: 280

Die beiden Ökonomen Modigliani und Miller postulierten 1961, dass es theoretisch irrelevant sei, ob ein Unternehmen den erwirtschafteten Gewinn thesauriert oder an die Aktionäre ausschüttet. Der Wert des Unternehmens lasse sich auf diese Weise nicht beeinflussen. In der Realität kann man jedoch häufig beobachten, dass die Aktienkurse nach der Bekanntgabe einer höheren Dividendenzahlung steigen. Begründet wird dieser Effekt mit der positiven Signalwirkung: Eine höhere Dividendenzahlung deute darauf hin, dass das Management in Zukunft höhere Gewinne erwarte. In der Sonderfrage wurden 280 Analysten zum Thema Dividenden befragt. Tatsächlich präferieren 43 Prozent von ihnen eine Dividendenzahlung gegenüber einer Thesaurierung. Berücksichtigt man aber, dass insbesondere Wachstumsunternehmen ihre Gewinne meist vollständig thesaurieren und sich ihre Aktien trotzdem reger Nachfrage erfreuen, könnte für Wachstumsunternehmen ein anderer Zusammenhang gelten. Es wurde deshalb gefragt, ob der Ankündigungseffekt einer höheren Dividendenzahlung sich bei

Substanzaktien und Wachstumsaktien unterscheidet. Tatsächlich glauben die Analysten, dass die Signalwirkung einer höheren Dividendenzahlung bei Substanzwerten grundsätzlich positiver zu bewerten ist als bei Wachstumswerten. Dies könnte etwa wie folgt begründet werden: Entsprechend ihres Namens zeichnen sich Wachstumsunternehmen durch eine besonders starke Umsatz- und Gewinndynamik aus und erhalten deshalb an der Börse einen Kursaufschlag. Kündigt das Unternehmen nun eine erstmalige Dividenderhöhung an, könnte man dies als ein Eingeständnis einer sinkenden Wachstumsdynamik interpretieren, weshalb das Unternehmen seine „Wachstumsprämie“ verlieren könnte. Bei der Frage nach alternativen Gewinnverwendungen zeigt sich schließlich, dass Aktienrückkaufprogramme von 43 Prozent der Analysten (höheren) Dividendenzahlungen vorgezogen werden. So könnte die negative Signalwirkung einer höheren Dividendenzahlung vermieden werden. ◀

Felix Hüfner und Volker Kleff

ZEW - Finanzmarkttest Februar 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.0	(-0.4)	27.4	(+1.0)	72.6	(-0.6)	-72.6	(+0.2)
Deutschland	0.3	(-0.3)	12.4	(-2.5)	87.3	(+2.8)	-87.0	(-3.1)
USA	1.3	(+0.7)	24.6	(+4.6)	74.1	(-5.3)	-72.8	(+6.0)
Japan	0.0	(-0.3)	1.3	(+/-0.0)	98.7	(+0.3)	-98.7	(-0.6)
Großbritannien	4.6	(+1.9)	67.1	(+1.3)	28.3	(-3.2)	-23.7	(+5.1)
Frankreich	1.6	(-0.4)	34.1	(+1.9)	64.3	(-1.5)	-62.7	(+1.1)
Italien	0.0	(-0.7)	23.7	(+1.5)	76.3	(-0.8)	-76.3	(+0.1)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	60.0	(+12.1)	36.6	(-10.7)	3.4	(-1.4)	56.6	(+13.5)
Deutschland	53.9	(+12.0)	42.4	(-9.7)	3.7	(-2.3)	50.2	(+14.3)
USA	75.4	(+1.4)	21.8	(-0.7)	2.8	(-0.7)	72.6	(+2.1)
Japan	11.4	(+0.9)	82.8	(+0.2)	5.8	(-1.1)	5.6	(+2.0)
Großbritannien	38.8	(+3.6)	55.3	(-1.2)	5.9	(-2.4)	32.9	(+6.0)
Frankreich	56.5	(+9.7)	40.3	(-6.2)	3.2	(-3.5)	53.3	(+13.2)
Italien	52.6	(+9.3)	43.8	(-5.9)	3.6	(-3.4)	49.0	(+12.7)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	16.3	(+7.8)	33.1	(-0.6)	50.6	(-7.2)	-34.3	(+15.0)
Deutschland	17.1	(+7.6)	31.2	(-1.7)	51.7	(-5.9)	-34.6	(+13.5)
USA	12.1	(+3.5)	61.7	(+9.0)	26.2	(-12.5)	-14.1	(+16.0)
Japan	10.8	(+3.0)	81.3	(-1.5)	7.9	(-1.5)	2.9	(+4.5)
Großbritannien	11.0	(+5.6)	67.6	(+0.7)	21.4	(-6.3)	-10.4	(+11.9)
Frankreich	13.7	(+4.3)	35.3	(+0.2)	51.0	(-4.5)	-37.3	(+8.8)
Italien	13.9	(+3.9)	35.8	(+1.2)	50.3	(-5.1)	-36.4	(+9.0)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	13.6	(+6.6)	60.4	(+28.2)	26.0	(-34.8)	-12.4	(+41.4)
USA	28.9	(+13.2)	65.2	(+10.1)	5.9	(-23.3)	23.0	(+36.5)
Japan	5.6	(+3.9)	92.7	(-2.6)	1.7	(-1.3)	3.9	(+5.2)
Großbritannien	20.4	(+11.0)	67.9	(+18.9)	11.7	(-29.9)	8.7	(+40.9)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	42.7	(+12.7)	47.1	(-5.1)	10.2	(-7.6)	32.5	(+20.3)
USA	44.1	(+10.0)	47.5	(-1.5)	8.4	(-8.5)	35.7	(+18.5)
Japan	18.9	(+5.4)	78.1	(-4.0)	3.0	(-1.4)	15.9	(+6.8)
Großbritannien	36.6	(+10.4)	54.7	(-6.5)	8.7	(-3.9)	27.9	(+14.3)
Frankreich	41.3	(+12.6)	48.9	(-7.0)	9.8	(-5.6)	31.5	(+18.2)
Italien	42.7	(+14.1)	47.4	(-8.4)	9.9	(-5.7)	32.8	(+19.8)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	67.1	(-1.9)	26.8	(+5.8)	6.1	(-3.9)	61.0	(+2.0)
DAX (Deutschland)	66.8	(-1.0)	27.1	(+5.5)	6.1	(-4.5)	60.7	(+3.5)
NEMAX 50 (Deutschland)	62.1	(-4.8)	27.0	(+6.2)	10.9	(-1.4)	51.2	(-3.4)
Dow Jones Industrial (USA)	67.0	(+0.8)	23.8	(+1.3)	9.2	(-2.1)	57.8	(+2.9)
Nikkei 225 (Japan)	34.3	(-2.0)	51.6	(+3.1)	14.1	(-1.1)	20.2	(-0.9)
FT-SE 100 (Großbritannien)	60.5	(-0.4)	33.1	(+2.8)	6.4	(-2.4)	54.1	(+2.0)
CAC-40 (Frankreich)	66.4	(-0.1)	28.3	(+5.4)	5.3	(-5.3)	61.1	(+5.2)
MIBtel (Italien)	64.9	(-0.2)	29.3	(+5.1)	5.8	(-4.9)	59.1	(+4.7)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	21.5	(+8.1)	35.2	(+0.2)	43.3	(-8.3)	-21.8	(+16.4)
Yen	4.6	(+1.3)	28.5	(+5.9)	66.9	(-7.2)	-62.3	(+8.5)
Brit. Pfund	7.5	(+2.9)	44.3	(+7.3)	48.2	(-10.2)	-40.7	(+13.1)
Schw. Franken	7.9	(+2.5)	67.2	(+4.5)	24.9	(-7.0)	-17.0	(+9.5)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	34.3	(-1.2)	57.5	(+2.8)	8.2	(-1.6)	26.1	(+0.4)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	20.5	(-1.3)	52.8	(+11.3)	26.7	(-10.0)	-6.2	(+8.7)
Versicherungen	37.2	(-4.2)	49.5	(+7.7)	13.3	(-3.5)	23.9	(-0.7)
Fahrzeuge	13.9	(+2.6)	52.3	(+6.9)	33.8	(-9.5)	-19.9	(+12.1)
Chemie/Pharma	25.3	(+3.8)	63.3	(+6.3)	11.4	(-10.1)	13.9	(+13.9)
Stahl/NE-Metalle	22.3	(+5.3)	52.3	(-2.1)	25.4	(-3.2)	-3.1	(+8.5)
Elektro	24.7	(+1.7)	63.2	(+3.1)	12.1	(-4.8)	12.6	(+6.5)
Maschinen	25.2	(+3.1)	55.7	(+8.3)	19.1	(-11.4)	6.1	(+14.5)
Konsum/Handel	21.8	(-2.9)	58.2	(+1.2)	20.0	(+1.7)	1.8	(-4.6)
Bau	8.8	(-1.1)	59.5	(+5.4)	31.7	(-4.3)	-22.9	(+3.2)
Versorger	27.8	(+0.1)	65.1	(+0.6)	7.1	(-0.7)	20.7	(+0.8)
Dienstleister	40.8	(+3.8)	50.0	(-2.7)	9.2	(-1.1)	31.6	(+4.9)
Telekommunikation	34.2	(-4.9)	52.7	(+7.2)	13.1	(-2.3)	21.1	(-2.6)
Inform.-Technologien	45.0	(+0.2)	42.9	(+1.3)	12.1	(-1.5)	32.9	(+1.7)

Bemerkung: An der Februar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 28.01.-19.02.02 beteiligten sich 324 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 Februar 2002

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Februar 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 28.01.-19.02.02 beteiligten sich 324 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	2.1	1.9	(0.4)
Deutschland	2.1	1.9	(0.4)
USA	1.6	1.5	(0.2)
Japan	-1.3	-1.3	(0.2)
Großbritannien	1.3	1.2	(0.2)
Frankreich	1.4	1.2	(0.4)
Italien	2.3	2.1	(0.4)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	3.4	3.3	(0.2)
USA	1.7	1.8	(0.2)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	4.0	4.0	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.9	5.0	(0.3)
USA	5.0	5.2	(0.3)
Japan	1.5	1.6	(0.1)
Großbritannien	4.9	5.0	(0.2)
Frankreich	5.0	5.1	(0.3)
Italien	5.2	5.3	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	3600	3830	(210)
DAX (Deutschland)	4970	5270	(290)
NEMAX 50 (Deutschland)	1080	1140	(80)
Dow Jones Industrial (USA)	9840	10500	(720)
Nikkei 225 (Japan)	9970	10140	(440)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5170	5420	(270)
CAC-40 (Frankreich)	4400	4660	(240)
MIbtel (Italien)	22340	23590	(1220)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.87	0.88	(0.03)
Yen	115.50	118.50	(2.80)
Brit. Pfund	0.61	0.62	(0.01)
Schw. Franken	1.48	1.49	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	20.20	21.10	(1.80)