

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Jahrgang 11 · Nr. 4 · April 2002

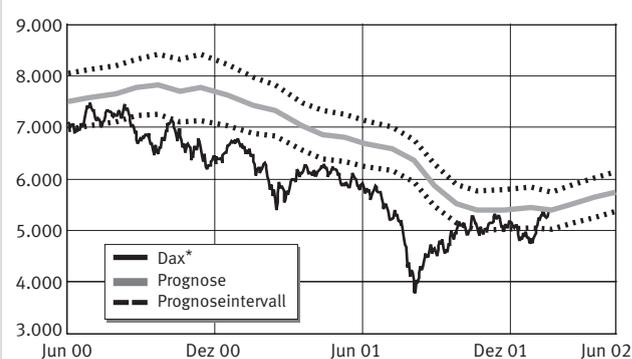
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 4.3. – 19.3.02 (Redaktionsschluß 22.3.02) werden im vorliegenden 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: Hoffnung für den Euro

Nach einer etwas orientierungslosen Durststrecke haben die Börsen im März wieder an Dynamik gewonnen. Der Grund hierfür ist die Erwartung eines konjunkturellen Aufschwungs, der wohl doch etwas kräftiger ausfallen wird, als noch vor kurzem gedacht. Hierauf deuten zumindest Frühindikatoren in den USA (Konsumentenvertrauen, Einkaufsmanagerindex) und immer mehr auch im Euroraum hin. Die ZEW Konjunkturerwartungen für Deutschland aus dem Finanzmarkttest steigen in diesem Monat um satte 21 Prozentpunkte. Sie liegen somit jetzt bei 71,2 Punkten. Sogar die Einschätzung der Konjunktursituation hat sich in diesem Monat verbessert, auch wenn diese derzeit noch von über 80 Prozent der Befragten als schlecht beurteilt wird. Dementsprechend legen auch die Erwartungen für den Dax weiter zu: Knapp drei Viertel der befragten Analysten sieht auf mittelfristige Sicht steigende Kurse. Hieraus lässt sich eine Prognose von 5.750 Punkten berechnen, die das Barometer bis Juni erreichen sollte.

Ein kleiner Dämpfer für die Börsianer ist freilich die Tatsache, dass die Zinsphantasie sowohl für die USA als auch für den Euroraum komplett gewichen ist. Nur noch eine Minderheit von gut sieben Prozent rechnet mit einer

Dax: Entwicklung und Prognose



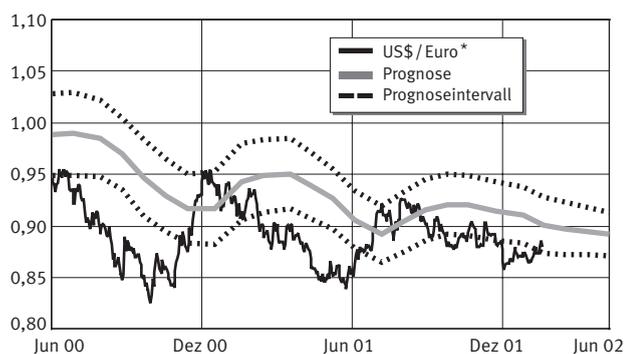
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

weiteren Zinssenkung der Europäischen Zentralbank. Analog zu den Einschätzungen am Terminmarkt erwarten dagegen schon knapp 30 Prozent Zinserhöhungen in den nächsten sechs Monaten. Offenbar wird im Einklang mit der stärker werdenden Konjunktur ein Wiederanstieg der Inflation befürchtet. Aus dem Euro-Tower gibt es freilich bisher noch keine offiziellen Anzeichen, die auf ein Anziehen der Zinsschraube hindeuten.

Von den positiven Konjunkturerwartungen in Euroland sollte nach Ansicht der Experten auch der Wechselkurs des Euro profitieren. Knapp die Hälfte von ihnen sieht den US-Dollar gegenüber der Gemeinschaftswährung im nächsten halben Jahr abwerten. Zwar zieht auch in den Vereinigten Staaten die Konjunktur stark an, jedoch wird häufig das hohe Leistungsbilanzdefizit der Amerikaner als Achillesferse der US-Währung genannt. Dieses könnte sich tendenziell weiter ausweiten, wenn die Importe der USA wieder anziehen. Ein Umschwung dieses Ungleichgewichts könnte mit starken Wechselkursänderungen verbunden sein. Die Prognose der Experten bleibt freilich vor diesem Hintergrund noch moderat: ihrer Meinung nach sollte der Euro im Juni bei 0,90 US-Dollar stehen. ◀

Felix Hüfner

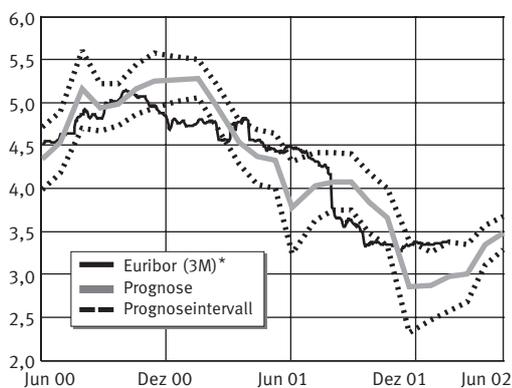
Euro: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: Zinserhöhungen am Horizont

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



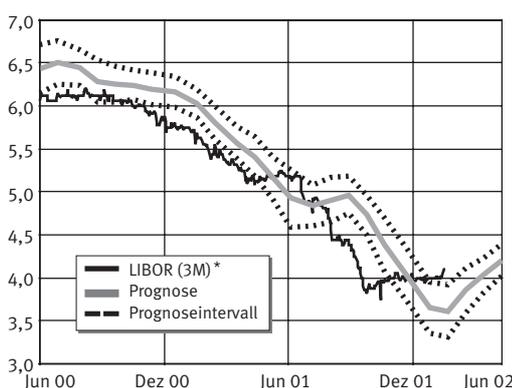
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die EZB wird die Zinsschraube nicht noch weiter lockern. Der Anteil der Analysten, die weitere Zinssenkungen am Geldmarkt im Euroraum erwarten, ist im März abermals stark gesunken. Die Mehrheit (64,8 Prozent) ist der Meinung, dass die Zinsen auf mittlere Sicht unverändert bleiben werden. Immerhin 27,9 Prozent der Befragten rechnen schon in den nächsten drei Monaten mit einer Zinserhöhung (Vormonat 13,6 Prozent). Aus diesen Einschätzungen errechnet sich ei-

ne Prognose von 3,5 Prozent für den 3-Monats-Euribor im Juni. Dies entspricht einer nur geringen Erhöhung um etwa zehn Basispunkte gegenüber dem aktuellen Niveau. Die Inflationserwartungen lassen vorerst keinen gesteigerten geldpolitischen Handlungsbedarf erkennen. 41,7 Prozent der befragten Finanzanalysten rechnen mit einer auf mittlere Sicht unveränderten Inflationsrate, 45,2 Prozent erwarten sogar rückläufige Preissteigerungsraten. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

Großbritannien: Wann kommt die erste Zinserhöhung?

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



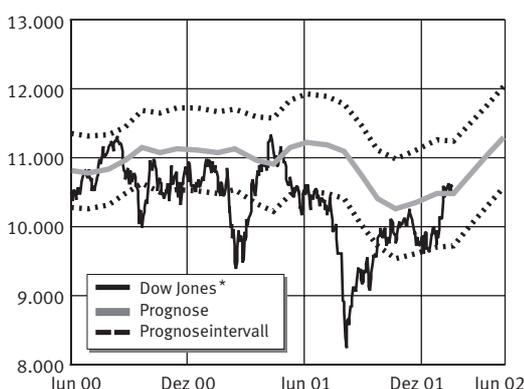
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Bezüglich Großbritannien nimmt der Konjunkturoptimismus deutlich zu. Fast 55 Prozent der befragten Analysten erwarten im März nach 39 Prozent im Februar mittelfristig eine konjunkturelle Belebung. Der Konjunkturoptimismus zeigt sich auch in den Erwartungen für den Aktienmarkt. Die Analysten sehen den FTSE-100 im Juni bei fast 5.600 Punkten. Wegen den positiveren Konjunkturerwartungen gehen mehr und mehr Analysten davon aus, dass die Bank von England die Zinsen

schon bald erhöhen wird. Dieser Zinserhöhungs-Spielraum deckt sich mit den etwas höheren Inflationserwartungen. Fast jeder dritte Analyst geht davon aus, dass schon innerhalb der nächsten drei Monate die erste Zinsanhebung stattfinden wird. Fast alle Übrigen gehen jedoch davon aus, dass die erste Zinserhöhung noch länger auf sich warten lassen wird. Die Umlaufrendite langlaufender Anleihen wird auf Sicht von sechs Monaten bei 5,4 Prozent gesehen. ◀ *Volker Kleff*

USA: Konjunkturoptimismus beflügelt Aktienmarkt

Dow Jones: Entwicklung und Prognose



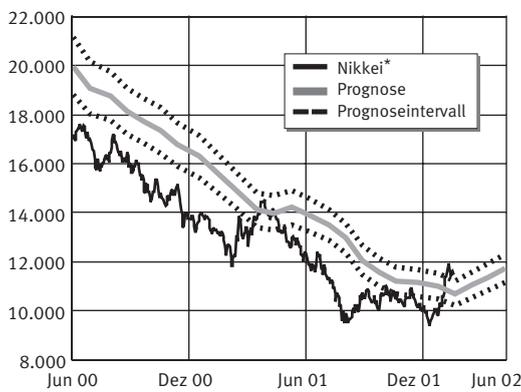
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Im März hat das Lager der Konjunkturoptimisten wieder deutlichen Zulauf gewonnen. Statt drei Viertel der Analysten erwarten nun fast 90 Prozent eine konjunkturelle Belebung. Gestützt wird diese Zuversicht von dem deutlich nach oben revidierten Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal auf 1,4 Prozent und der im Februar überraschend gestiegenen Industrieproduktion um 0,4 Prozent. Bestätigt wird diese Einschätzung durch die Aussage von Alan Greenspan,

dass der Aufschwung in vollem Gang sei. Der Optimismus der Analysten spiegelt sich in den Aktienmarkterwartungen wider. Es wird nun im Juni ein Stand des Dow Jones von 11.300 Punkten erwartet. Der Markt sollte daher den Aufwärtstrend der letzten Monate weiter fortsetzen. Von der Zinsseite werden jedoch keine positiven Impulse für den Aktienmarkt mehr erwartet. Etwa jeder zweite befragte Finanzexperte geht mittelfristig von einer Zinserhöhung aus. ◀ *Volker Kleff*

Japan: Zaghafter Aufschwung von Dauer?

Nikkei: Entwicklung und Prognose



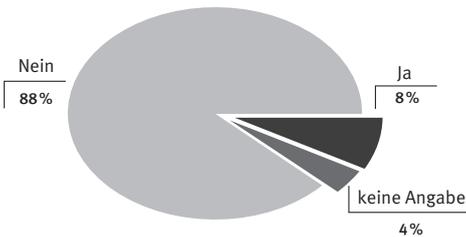
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Kreditvergabe der Banken ist binnen Jahresfrist um 4,6 Prozent gefallen. Die japanische Regierung hat daher erneut ein umfassendes Anti-Deflationsprogramm aufgelegt. Sie fordert die Banken nachdrücklich auf, sich ihrer Problemkredite beschleunigt zu entledigen. Auf Druck der Regierung erhöht ferner die Zentralbank die Aufkäufe von langfristigen Regierungsanleihen zur Deflationsbekämpfung auf 8,5 Milliarden Euro im Monat. Zusätzlich sollen groß angeleg-

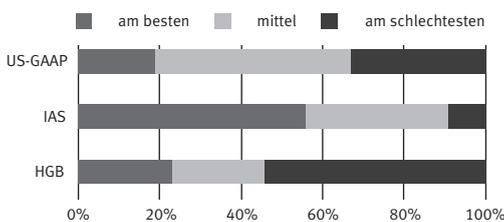
te Aktienkäufe der Pensionskassen und die Einführung von Gebühren für Leerverkäufe am Aktienmarkt den weiteren Kursverfall stoppen. Die befragten Finanzanalysten zeigen inzwischen verhaltenen Optimismus, was einen möglichen konjunkturellen Aufschwung betrifft. Die Anzahl der Optimisten hat sich in diesem Monat von 11 auf 22 Prozent verdoppelt. Die Aussichten für den japanischen Aktienmarkt werden allerdings noch sehr zurückhaltend bewertet. ◀ *Volker Kleff*

Sonderfrage: Enron und die Folgen

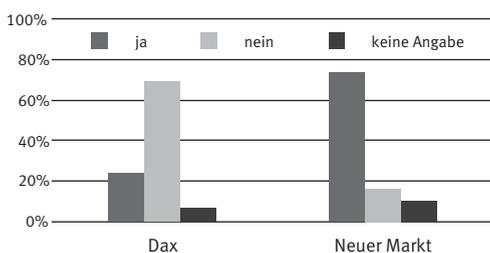
Sollte Ihrer Ansicht nach die Wirtschaftsprüfung wegen Interessenkonflikten mit der Beratung verstaatlicht werden?



Bitte sortieren Sie diese Bilanzierungsorschriften nach ihrer Aussagekraft.



Sehen Sie die Gefahr eines ähnlichen Bilanzierungsskandals auch in folgenden Märkten?



Gesamtanzahl der Antworten: 274

Quelle:ZEW

Der Konkurs des US-Energieunternehmens Enron hat auf den Finanzmärkten weltweit für Unruhe gesorgt. Neben der Rolle der Wirtschaftsprüfer stand auch generell die Diskussion um die Aussagekraft von Bilanzierungsvorschriften im Mittelpunkt. Zu den Folgen dieser Debatte wurden im Rahmen des Finanzmarkttests im März 274 Finanzanalysten befragt. Die erste Frage greift eine Problematik auf, die bereits im letzten Jahr in Folge des Bilanzfälschungs-Skandals des Unternehmens Flowtex diskutiert wurde. Vereinzelt wurde damals gefordert, die Prüfung insbesondere börsennotierter Unternehmen dem Staat zu überlassen, um so die Qualität und Verlässlichkeit des Prüfungsergebnisses zu erhöhen. Diesem Vorschlag wollten sich trotz der jüngsten Ereignisse in den USA allerdings nur knapp zehn Prozent der hier befragten Analysten anschließen. Die überwiegende Mehrzahl plädierte dafür, die Prüfungsverantwortung weiterhin bei den privaten Gesellschaften zu belassen. Offensichtlich wird also der derzeitige Aufbau des Revisions-

punkt angesehen. In der zweiten Frage wurde nach der Aussagekraft der Bilanzierungsvorschriften gefragt. Die Antworten zeigen, dass die Analysten der Bilanzierung nach IAS am ehesten trauen. Fast 60 Prozent glauben, dass diese Art der Bilanzierung die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens am realistischsten widerspiegelt. Die Bilanzierung nach US-GAAP halten sie für deutlich weniger aussagekräftig. Dies könnte daran liegen, dass US-GAAP historisch gewachsen ist und manche Bewertungsfragen bislang noch offen lässt. Am wenigsten aussagekräftig ist in den Augen der Analysten die Bilanzierung nach HGB. Dies verwundert nicht, erfolgt doch die Bilanzierung nach HGB aus Gläubigersicht gemäß dem Vorsichtsprinzip. Bezogen auf den deutschen Markt sollten vor allem Anleger am Neuen Markt auf der Hut sein: Gut drei Viertel der Analysten sehen die Gefahr eines Bilanzskandals in diesem Marktsegment. Für Dax-Werte hingegen wird die Möglichkeit eines Enron-ähnlichen Skandals gering eingestuft. ◀

F. Hüfner, V. Kleff, M. Meitner

ZEW - Finanzmarkttest März 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	0.6 (+0.6)	31.1 (+3.7)	68.3 (-4.3)	-67.7 (+4.9)
Deutschland	0.4 (+0.1)	19.2 (+6.8)	80.4 (-6.9)	-80.0 (+7.0)
USA	2.6 (+1.3)	44.0 (+19.4)	53.4 (-20.7)	-50.8 (+22.0)
Japan	0.3 (+0.3)	1.3 (+/-0.0)	98.4 (-0.3)	-98.1 (+0.6)
Großbritannien	3.1 (-1.5)	66.1 (-1.0)	30.8 (+2.5)	-27.7 (-4.0)
Frankreich	1.0 (-0.6)	32.8 (-1.3)	66.2 (+1.9)	-65.2 (-2.5)
Italien	0.4 (+0.4)	28.9 (+5.2)	70.7 (-5.6)	-70.3 (+6.0)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	77.0 (+17.0)	21.7 (-14.9)	1.3 (-2.1)	75.7 (+19.1)
Deutschland	72.8 (+18.9)	25.6 (-16.8)	1.6 (-2.1)	71.2 (+21.0)
USA	87.2 (+11.8)	10.9 (-10.9)	1.9 (-0.9)	85.3 (+12.7)
Japan	22.0 (+10.6)	73.0 (-9.8)	5.0 (-0.8)	17.0 (+11.4)
Großbritannien	54.9 (+16.1)	41.7 (-13.6)	3.4 (-2.5)	51.5 (+18.6)
Frankreich	74.5 (+18.0)	23.8 (-16.5)	1.7 (-1.5)	72.8 (+19.5)
Italien	73.2 (+20.6)	25.1 (-18.7)	1.7 (-1.9)	71.5 (+22.5)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	13.1 (-3.2)	41.7 (+8.6)	45.2 (-5.4)	-32.1 (+2.2)
Deutschland	13.1 (-4.0)	42.2 (+11.0)	44.7 (-7.0)	-31.6 (+3.0)
USA	23.8 (+11.7)	59.9 (-1.8)	16.3 (-9.9)	7.5 (+21.6)
Japan	12.1 (+1.3)	81.7 (+0.4)	6.2 (-1.7)	5.9 (+3.0)
Großbritannien	13.3 (+2.3)	71.1 (+3.5)	15.6 (-5.8)	-2.3 (+8.1)
Frankreich	12.1 (-1.6)	46.0 (+10.7)	41.9 (-9.1)	-29.8 (+7.5)
Italien	13.5 (-0.4)	45.6 (+9.8)	40.9 (-9.4)	-27.4 (+9.0)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	27.9 (+14.3)	64.8 (+4.4)	7.3 (-18.7)	20.6 (+33.0)
USA	50.3 (+21.4)	47.5 (-17.7)	2.2 (-3.7)	48.1 (+25.1)
Japan	8.5 (+2.9)	90.8 (-1.9)	0.7 (-1.0)	7.8 (+3.9)
Großbritannien	30.9 (+10.5)	64.4 (-3.5)	4.7 (-7.0)	26.2 (+17.5)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	46.2 (+3.5)	44.8 (-2.3)	9.0 (-1.2)	37.2 (+4.7)
USA	53.3 (+9.2)	37.7 (-9.8)	9.0 (+0.6)	44.3 (+8.6)
Japan	24.3 (+5.4)	74.7 (-3.4)	1.0 (-2.0)	23.3 (+7.4)
Großbritannien	43.2 (+6.6)	50.7 (-4.0)	6.1 (-2.6)	37.1 (+9.2)
Frankreich	44.5 (+3.2)	47.1 (-1.8)	8.4 (-1.4)	36.1 (+4.6)
Italien	45.1 (+2.4)	46.8 (-0.6)	8.1 (-1.8)	37.0 (+4.2)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	75.7 (+8.6)	18.7 (-8.1)	5.6 (-0.5)	70.1 (+9.1)
DAX (Deutschland)	74.4 (+7.6)	19.7 (-7.4)	5.9 (-0.2)	68.5 (+7.8)
NEMAX 50 (Deutschland)	65.4 (+3.3)	24.3 (-2.7)	10.3 (-0.6)	55.1 (+3.9)
Dow Jones Industrial (USA)	69.8 (+2.8)	23.0 (-0.8)	7.2 (-2.0)	62.6 (+4.8)
Nikkei 225 (Japan)	35.6 (+1.3)	48.3 (-3.3)	16.1 (+2.0)	19.5 (-0.7)
FT-SE 100 (Großbritannien)	67.0 (+6.5)	27.4 (-5.7)	5.6 (-0.8)	61.4 (+7.3)
CAC-40 (Frankreich)	74.3 (+7.9)	19.9 (-8.4)	5.8 (+0.5)	68.5 (+7.4)
MIBtel (Italien)	72.4 (+7.5)	21.3 (-8.0)	6.3 (+0.5)	66.1 (+7.0)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	11.3 (-10.2)	41.0 (+5.8)	47.7 (+4.4)	-36.4 (-14.6)
Yen	5.1 (+0.5)	24.6 (-3.9)	70.3 (+3.4)	-65.2 (-2.9)
Brit. Pfund	4.7 (-2.8)	47.5 (+3.2)	47.8 (-0.4)	-43.1 (-2.4)
Schw. Franken	4.8 (-3.1)	67.1 (-0.1)	28.1 (+3.2)	-23.3 (-6.3)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	35.6 (+1.3)	52.5 (-5.0)	11.9 (+3.7)	23.7 (-2.4)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	33.1 (+12.6)	51.1 (-1.7)	15.8 (-10.9)	17.3 (+23.5)
Versicherungen	44.3 (+7.1)	46.8 (-2.7)	8.9 (-4.4)	35.4 (+11.5)
Fahrzeuge	25.1 (+11.2)	56.2 (+3.9)	18.7 (-15.1)	6.4 (+26.3)
Chemie/Pharma	44.4 (+19.1)	50.2 (-13.1)	5.4 (-6.0)	39.0 (+25.1)
Stahl/NE-Metalle	27.6 (+5.3)	54.9 (+2.6)	17.5 (-7.9)	10.1 (+13.2)
Elektro	38.5 (+13.8)	54.7 (-8.5)	6.8 (-5.3)	31.7 (+19.1)
Maschinen	35.2 (+10.0)	52.7 (-3.0)	12.1 (-7.0)	23.1 (+17.0)
Konsum/Handel	27.5 (+5.7)	58.2 (+/-0.0)	14.3 (-5.7)	13.2 (+11.4)
Bau	11.2 (+2.4)	59.1 (-0.4)	29.7 (-2.0)	-18.5 (+4.4)
Versorger	25.7 (-2.1)	68.6 (+3.5)	5.7 (-1.4)	20.0 (-0.7)
Dienstleister	44.8 (+4.0)	49.1 (-0.9)	6.1 (-3.1)	38.7 (+7.1)
Telekommunikation	39.9 (+5.7)	46.6 (-6.1)	13.5 (+0.4)	26.4 (+5.3)
Inform.-Technologien	51.4 (+6.4)	40.0 (-2.9)	8.6 (-3.5)	42.8 (+9.9)

Bemerkung: An der März-Umfrage des Finanzmarkttests vom 04.03.-19.03.02 beteiligten sich 316 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 März 2002

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom März 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 04.03.-19.03.02 beteiligten sich 316 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	2.4	2.2	(0.3)
Deutschland	1.7	1.6	(0.3)
USA	1.1	1.2	(0.2)
Japan	-1.7	-1.7	(0.1)
Großbritannien	1.1	1.0	(0.2)
Frankreich	2.0	1.9	(0.3)
Italien	2.3	2.2	(0.3)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	3.4	3.5	(0.2)
USA	1.8	2.0	(0.2)
Japan	0.1	0.2	(0.1)
Großbritannien	4.1	4.2	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	5.2	5.4	(0.3)
USA	5.2	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)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	3750	4070	(270)
DAX (Deutschland)	5320	5750	(380)
NEMAX 50 (Deutschland)	1030	1100	(80)
Dow Jones Industrial (USA)	10560	11310	(730)
Nikkei 225 (Japan)	11540	11740	(550)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5260	5580	(300)
CAC-40 (Frankreich)	4590	4960	(320)
MIbtel (Italien)	23500	25290	(1630)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.88	0.89	(0.02)
Yen	114.00	117.40	(3.10)
Brit. Pfund	0.62	0.63	(0.01)
Schw. Franken	1.47	1.48	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	22.90	23.90	(2.40)