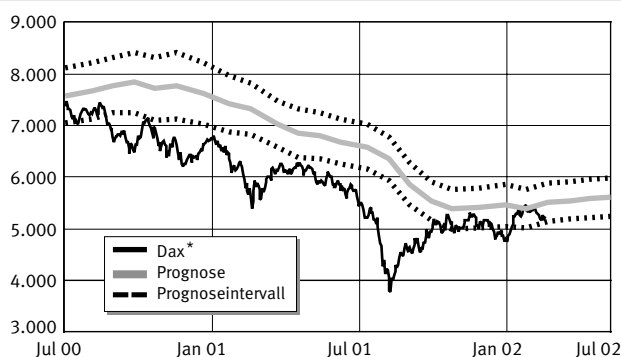


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 2.4. – 16.4.02 (Redaktionsschluß 19.4.02) werden im vorliegenden 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: Börse als schlechter Konjunkturindikator?

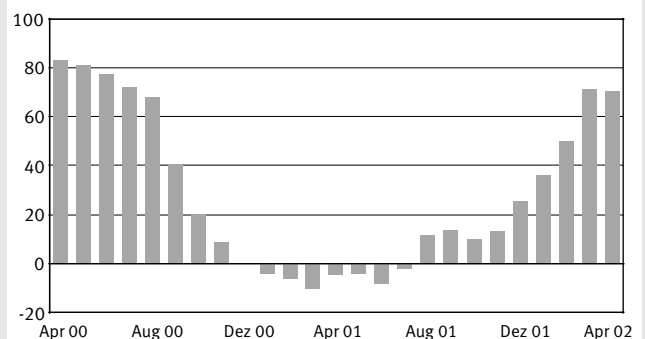
Trotz positiver Signale zahlreicher Konjunkturfrühindikatoren tritt der deutsche Aktienmarkt derzeit auf der Stelle. Nach dem starken Anstieg der ZEW-Konjunkturerwartungen und des ifo-Indexes in den vergangenen Monaten hätte man auf dem Parkett mehr Euphorie erwarten können. Zumal auch die Einschätzung der aktuellen Konjunktursituation im ZEW-Finanzmarkttest in den letzten Monaten erstmals zulegen konnte. Diese Diskrepanz zwischen den Signalen der Frühindikatoren und der Börsenentwicklung scheint auch die Analysten leicht zu beunruhigen. Sie nehmen daher ihre Erwartungen für die europäischen Aktienindizes im April etwas zurück. Für den Dax etwa glaubt nun knapp ein Viertel der befragten Experten an keine Veränderung des Indexstandes auf Sicht der nächsten Monate. Hieraus lässt sich eine Prognose von 5.600 Punkten bis Juli diesen Jahres errechnen. Angesichts der andauernden Seitwärtsbewegung stellt sich die Frage nach der Stabilität des traditionellen Zusammenhangs zwischen Börse und Konjunktur. Da die Aktienmärkte der Konjunktur in der Regel um einige Monate vorauslaufen, steht die derzeitige Entwicklung im Gegensatz zu den optimistischen Konjunkturerwartungen. Auf längere Sicht sollten sich Frühindikatoren und Aktienkur-

Dax: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Konjunkturerwartungen Deutschland



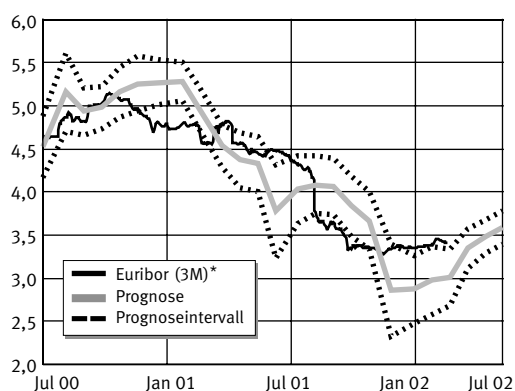
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Deutschland in sechs Monaten.
Quelle: ZEW

se im Gleichlauf bewegen. Dies bedeutet für die Zukunft: entweder die Börsen ziehen an oder die Frühindikatoren korrigieren ihren Optimismus etwas. Diese Entwicklung wird man in den nächsten Monaten abwarten müssen. Ein erstes Indiz zeigt sich bei den ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland. Sie können im April ihren Anstieg nicht weiter fortsetzen und stagnieren per Saldo bei 70,6 Punkten. Dabei sind nur noch gut zwei Prozent der Befragten für die mittelfristige Konjunkturerwartung pessimistisch gestimmt. Da die Konjunkturerwartungen der Industrieproduktion rund fünf Monate vorauslaufen, signalisieren sie auf diesem Niveau weiterhin Optimismus für die Konjunktur im zweiten Halbjahr. Die Unsicherheit ist jedoch gestiegen, unter anderem wegen der Situation im Nahen Osten und den Folgen für den Ölpreis. Für diesen erwarten die Analysten nach dem zuletzt kräftigen Anstieg jedoch keine weitere Zunahme. Sie prognostizieren im Durchschnitt auf Sicht von drei Monaten einen Preis von 24 US-Dollar pro Barrel. Aufgrund der unklaren politischen Lage ist diese Prognose freilich mit großen Risiken behaftet. Dies ist wohl mit ein Grund für die derzeit zurückhaltende Börsenstimmung. ◀

Felix Hüfner

ECB-Watch: Leitzinserhöhung im Sommer

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



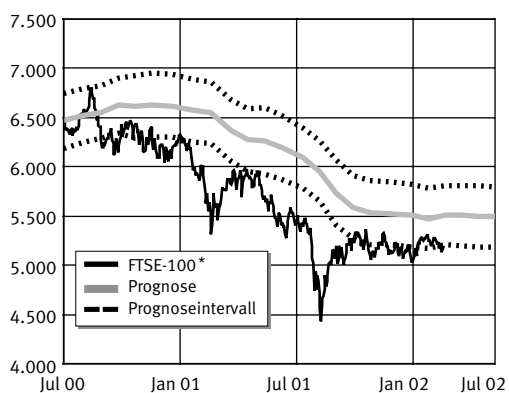
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Eine Leitzinserhöhung durch die EZB innerhalb der nächsten drei Monate wird zunehmend wahrscheinlicher. Verbleibende Hoffnungen einzelner Marktteilnehmer auf einen letzten Zinsschritt nach unten haben sich fast vollständig verflüchtigt. Der Umschwung in den zinspolitischen Erwartungen hat sich damit gegenüber dem Vormonat noch beschleunigt. Inzwischen erwarten bereits 46,5 Prozent aller Befragten eine Zinserhöhung, 51,3 Prozent rechnen mit gleich bleibenden EZB-Zin-

sen. Nur noch 2,2 Prozent der Befragten glauben, dass der Wendepunkt im Zinszyklus noch nicht erreicht ist. Auf Basis dieser Resultate errechnet sich eine Prognose für den 3-Monats-Euribor von 3,6 Prozent für Juli. Dies würde einem ersten Zinserhöhungsschritt der EZB um 25 Basispunkte entsprechen. Der Erwartungsumschwung wird von wachsendem Inflationss pessimismus genährt. In Europa erwarten nur noch 28 Prozent eine sinkende Inflationsrate. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

Großbritannien: Konjunkturoptimismus hält an

FTSE-100: Entwicklung und Prognose



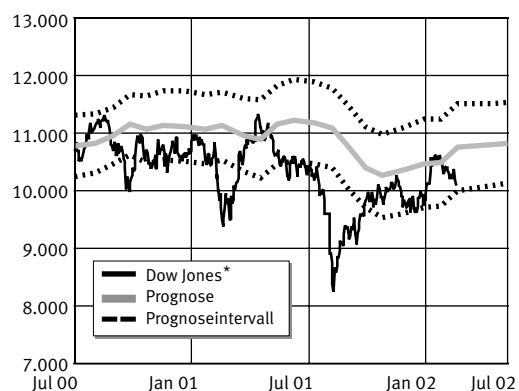
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Während die Analysten für die übrige Welt ihre Konjunkturerwartungen im April etwas herunterschrauben, sehen sie die Entwicklung in Großbritannien positiver. So sind fast 60 Prozent von ihnen optimistisch gestimmt. Dies ist bemerkenswert, da bereits die aktuelle Konjunktursituation vergleichsweise gut beurteilt wird. Zum Optimismus tragen insbesondere die beiden Einkaufsmanagerindizes der Industrie und des Dienstleistungsbereichs bei, die nun beide eine wirtschaft-

liche Expansion signalisieren. Zum anderen verbuchen die Einzelhändler im März einen Umsatzzuwachs wie seit zwei Jahren nicht mehr. Trotz der positiveren Konjunkturaussichten sind die Experten für den FTSE-100 etwas skeptischer gestimmt. Die Abhängigkeit des Aktienindex von der Weltleitbörse New York und die Angst vor der ersten Zinserhöhung könnten hier ausschlaggebend gewesen sein. Erwartet wird mittelfristig ein Indexstand von 5.500 Punkten. ◀ *Volker Kleff*

USA: Unsicherheit macht sich breit

Dow Jones: Entwicklung und Prognose



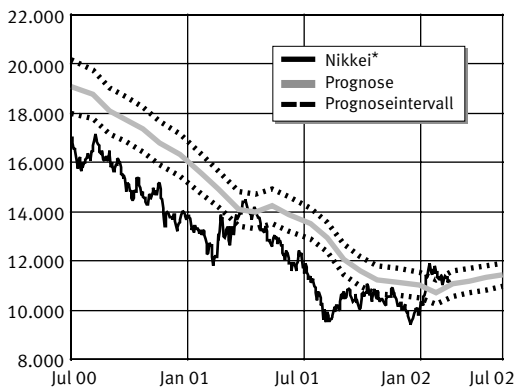
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Analysten sehen die konjunkturellen Aussichten im April nicht mehr ganz so rosig wie noch einen Monat zuvor. Unsicherheit macht sich wieder stärker auf den Märkten breit. Der eskalierende Konflikt im Nahen Osten und die Erklärung des Iraks, den Ölexport vorübergehend zu stoppen, haben zu der Verunsicherung beigetragen. Befürchtet wird zudem nach wie vor eine Ausweitung der Terrorismusbekämpfung auf den Irak, wodurch die Konjunkturbelebung wieder einen Dämpfer

erhalten könnte. Der Anteil der Konjunktur-Optimisten unter den befragten Experten fällt so von fast 90 auf knapp 80 Prozent zurück. Analog hierzu will auch für den Aktienmarkt kein weiterer Optimismus aufkommen. Die Experten senken ihr mittelfristiges Kursziel auf 10.800 Punkte. Die Zahl der Analysten, die mittelfristig eine erste Zinserhöhung erwarten, hat sich im April weiter deutlich erhöht. Fast drei Viertel der Analysten gehen nun von einer Zinsänderung aus. ◀ *Volker Kleff*

Japan: Ist das die Trendwende ?

Nikkei: Entwicklung und Prognose



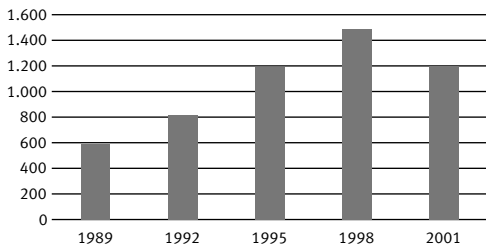
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Der rasante Anstieg des Nikkei-225 auf bis zu 12.000 Punkte kam plötzlich und unerwartet. Die Gegenreaktion nach unten auf 11.000 Punkte schien daher unabwendbar. Zu der weiteren Entwicklung des Index äußern sich die Analysten allerdings zunehmend optimistisch. Sie glauben, dass der Anstieg kein Strohfeuer war und die Kurse tendenziell wieder steigen werden. Sie sehen den Index mittelfristig bei 11.500 Punkten. Positiv stimmt etwa die japanische Zentralbank, die

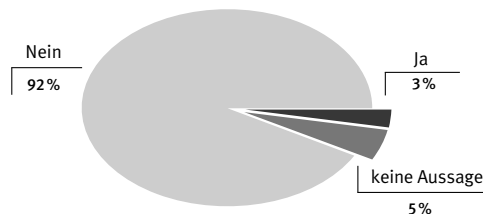
mittelfristig eine leichte Verbesserung der wirtschaftlichen Situation erwartet. Die anziehende Weltkonjunktur erhöhe den japanischen Export und somit die Industrieproduktion im Land. Eine Umfrage unter den größten japanischen Unternehmen habe zudem ergeben, dass sich die mittelfristigen Geschäftsaussichten nicht weiter verschlechtern würden. Die Umstrukturierungen und Neupositionierungen der Unternehmen könnten schon bald erste Früchte tragen. ◀ *Volker Kleff*

Sonderfrage: Analysten bezweifeln Wirkung der Tobin-Steuer

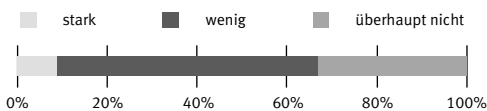
Umsätze am Devisenmarkt pro Tag in Milliarden US\$ (Kassa + Terminmarktumsätze)



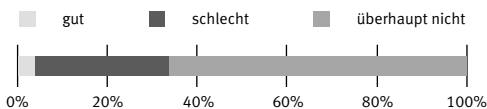
Halten Sie eine solche Steuer auf den internationalen Devisenmärkten für weltweit durchsetzbar ?



Inwieweit würde die Volatilität an den Devisenmärkten durch diese Steuer tatsächlich eingedämmt werden ?



Inwieweit ist die Tobin-Steuer Ihrer Ansicht nach geeignet, zukünftige Währungskrisen zu verhindern ?



Gesamtanzahl der Antworten: 279

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); ZEW

Die Idee einer Steuer auf Transaktionen am Devisenmarkt wurde erstmals in den siebziger Jahren von dem Ökonomen James Tobin vorgetragen. Eine solche „Tobin-Steuer“ sollte seinen Worten zufolge Sand ins Getriebe der Devisenmärkte streuen und damit die Volatilität, die mit flexiblen Wechselkursen einhergeht, eindämmen. In jüngster Zeit ist diese Idee im Rahmen der allgemeinen Globalisierungsdebatte verstärkt diskutiert worden. Ausgehend von der französischen Attac-Organisation haben sich auch andere der Forderung nach Einführung einer Tobin-Steuer angeschlossen. Ein häufig genannter Kritikpunkt an dem Konzept der Tobin-Steuer ist aber die mangelnde Durchsetzbarkeit. Die Steuer müsste global eingeführt werden, da der Devisenhandel sich ansonsten nur verlagern würde. Andere wiederum meinen, es reiche aus, die Steuer nur in Europa einzuführen, da der Devisenhandel zu bestimmten Zeiten fast ausschließlich in Europa stattfindet. In der Sonderfrage wurden nun 279 Finanzanalysten nach ihrer Einschätzung zu der Durchführ-

barkeit der Tobin-Steuer und ihrer Wirkung auf den Devisenmarkt befragt. Das Ergebnis ist eindeutig: Die überwältigende Mehrheit von 92 Prozent der Experten hält die Steuer für nicht durchsetzbar. Gefragt nach den Wirkungen der Steuer, ergibt sich ein ähnlich eindeutiges Bild. So sagen knapp 60 Prozent der Analysten voraus, dass die Volatilität der Wechselkurse durch die Steuer allenfalls wenig beeinflusst werden würde. Ein weiteres Drittel der Experten sieht sogar überhaupt keinen dämpfenden Einfluss auf die Wechselkursschwankungen. Eine Rolle bei der Reduzierung der Volatilität könnte jedoch die Höhe des Steuersatzes spielen. Schließlich lassen die Analysten auch das Argument der Befürworter der Tobin-Steuer, Währungskrisen in Zukunft verhindern zu können, nicht gelten: Zwei Drittel glauben, dass eine Tobin-Steuer dazu ungeeignet sei. Denn wenn es zu einer Währungskrise komme, seien die Gewinnchancen bei einer Wette gegen die Währung ungleich größer als die Verluste durch einen geringen Steuersatz. ◀

Felix Hüfner, Volker Kleff

ZEW - Finanzmarkttest April 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	1.0 (+0.4)	33.3 (+2.2)	65.7 (-2.6)	-64.7 (+3.0)
Deutschland	0.9 (+0.5)	21.5 (+2.3)	77.6 (-2.8)	-76.7 (+3.3)
USA	3.5 (+0.9)	57.0 (+13.0)	39.5 (-13.9)	-36.0 (+14.8)
Japan	0.0 (-0.3)	2.0 (+0.7)	98.0 (-0.4)	-98.0 (+0.1)
Großbritannien	3.1 (+/-0.0)	70.2 (+4.1)	26.7 (-4.1)	-23.6 (+4.1)
Frankreich	1.1 (+0.1)	36.9 (+4.1)	62.0 (-4.2)	-60.9 (+4.3)
Italien	0.7 (+0.3)	30.0 (+1.1)	69.3 (-1.4)	-68.6 (+1.7)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	75.9 (-1.1)	22.5 (+0.8)	1.6 (+0.3)	74.3 (-1.4)
Deutschland	72.9 (+0.1)	24.8 (-0.8)	2.3 (+0.7)	70.6 (-0.6)
USA	78.1 (-9.1)	18.0 (+7.1)	3.9 (+2.0)	74.2 (-11.1)
Japan	26.5 (+4.5)	69.5 (-3.5)	4.0 (-1.0)	22.5 (+5.5)
Großbritannien	58.3 (+3.4)	37.9 (-3.8)	3.8 (+0.4)	54.5 (+3.0)
Frankreich	72.9 (-1.6)	25.1 (+1.3)	2.0 (+0.3)	70.9 (-1.9)
Italien	71.4 (-1.8)	26.2 (+1.1)	2.4 (+0.7)	69.0 (-2.5)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	21.5 (+8.4)	50.5 (+8.8)	28.0 (-17.2)	-6.5 (+25.6)
Deutschland	21.5 (+8.4)	50.5 (+8.3)	28.0 (-16.7)	-6.5 (+25.1)
USA	34.6 (+10.8)	57.3 (-2.6)	8.1 (-8.2)	26.5 (+19.0)
Japan	15.1 (+3.0)	80.4 (-1.3)	4.5 (-1.7)	10.6 (+4.7)
Großbritannien	20.5 (+7.2)	67.6 (-3.5)	11.9 (-3.7)	8.6 (+10.9)
Frankreich	20.5 (+8.4)	53.9 (+7.9)	25.6 (-16.3)	-5.1 (+24.7)
Italien	21.0 (+7.5)	55.3 (+9.7)	23.7 (-17.2)	-2.7 (+24.7)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	46.5 (+18.6)	51.3 (-13.5)	2.2 (-5.1)	44.3 (+23.7)
USA	72.7 (+22.4)	26.7 (-20.8)	0.6 (-1.6)	72.1 (+24.0)
Japan	9.0 (+0.5)	90.3 (-0.5)	0.7 (+/-0.0)	8.3 (+0.5)
Großbritannien	47.4 (+16.5)	50.2 (-14.2)	2.4 (-2.3)	45.0 (+18.8)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	52.7 (+6.5)	38.3 (-6.5)	9.0 (+/-0.0)	43.7 (+6.5)
USA	61.2 (+7.9)	32.0 (-5.7)	6.8 (-2.2)	54.4 (+10.1)
Japan	21.9 (-2.4)	74.4 (-0.3)	3.7 (+2.7)	18.2 (-5.1)
Großbritannien	46.1 (+2.9)	47.4 (-3.3)	6.5 (+0.4)	39.6 (+2.5)
Frankreich	48.6 (+4.1)	42.2 (-4.9)	9.2 (+0.8)	39.4 (+3.3)
Italien	49.5 (+4.4)	41.3 (-5.5)	9.2 (+1.1)	40.3 (+3.3)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	71.8 (-3.9)	21.6 (+2.9)	6.6 (+1.0)	65.2 (-4.9)
DAX (Deutschland)	71.1 (-3.3)	22.0 (+2.3)	6.9 (+1.0)	64.2 (-4.3)
NEMAX 50 (Deutschland)	55.8 (-9.6)	32.2 (+7.9)	12.0 (+1.7)	43.8 (-11.3)
Dow Jones Industrial (USA)	65.1 (-4.7)	25.9 (+2.9)	9.0 (+1.8)	56.1 (-6.5)
Nikkei 225 (Japan)	41.0 (+5.4)	49.3 (+1.0)	9.7 (-6.4)	31.3 (+11.8)
FT-SE 100 (Großbritannien)	64.2 (-2.8)	28.5 (+1.1)	7.3 (+1.7)	56.9 (-4.5)
CAC-40 (Frankreich)	67.4 (-6.9)	26.0 (+6.1)	6.6 (+0.8)	60.8 (-7.7)
MIBtel (Italien)	64.8 (-7.6)	27.8 (+6.5)	7.4 (+1.1)	57.4 (-8.7)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	10.0 (-1.3)	39.0 (-2.0)	51.0 (+3.3)	-41.0 (-4.6)
Yen	3.7 (-1.4)	28.4 (+3.8)	67.9 (-2.4)	-64.2 (+1.0)
Brit. Pfund	3.4 (-1.3)	44.9 (-2.6)	51.7 (+3.9)	-48.3 (-5.2)
Schw. Franken	6.8 (+2.0)	68.0 (+0.9)	25.2 (-2.9)	-18.4 (+4.9)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	26.6 (-9.0)	34.7 (-17.8)	38.7 (+26.8)	-12.1 (-35.8)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	27.4 (-5.7)	51.2 (+0.1)	21.4 (+5.6)	6.0 (-11.3)
Versicherungen	46.0 (+1.7)	45.4 (-1.4)	8.6 (-0.3)	37.4 (+2.0)
Fahrzeuge	24.2 (-0.9)	55.9 (-0.3)	19.9 (+1.2)	4.3 (-2.1)
Chemie/Pharma	43.0 (-1.4)	50.9 (+0.7)	6.1 (+0.7)	36.9 (-2.1)
Stahl/NE-Metalle	24.7 (-2.9)	56.5 (+1.6)	18.8 (+1.3)	5.9 (-4.2)
Elektro	33.2 (-5.3)	58.0 (+3.3)	8.8 (+2.0)	24.4 (-7.3)
Maschinen	32.8 (-2.4)	54.2 (+1.5)	13.0 (+0.9)	19.8 (-3.3)
Konsum/Handel	21.9 (-5.6)	57.6 (-0.6)	20.5 (+6.2)	1.4 (-11.8)
Bau	8.3 (-2.9)	60.9 (+1.8)	30.8 (+1.1)	-22.5 (-4.0)
Versorger	29.5 (+3.8)	64.4 (-4.2)	6.1 (+0.4)	23.4 (+3.4)
Dienstleister	45.3 (+0.5)	50.4 (+1.3)	4.3 (-1.8)	41.0 (+2.3)
Telekommunikation	32.6 (-7.3)	55.1 (+8.5)	12.3 (-1.2)	20.3 (-6.1)
Inform.-Technologien	44.5 (-6.9)	45.7 (+5.7)	9.8 (+1.2)	34.7 (-8.1)

Bemerkung: An der April-Umfrage des Finanzmarkttests vom 02.04.-16.04.02 beteiligten sich 314 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 April 2002

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom April 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 02.04.-16.04.02 beteiligten sich 314 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	2.4	(0.3)
Deutschland	1.8	1.8	(0.3)
USA	1.1	1.3	(0.2)
Japan	-1.2	-1.2	(0.1)
Großbritannien	1.1	1.1	(0.2)
Frankreich	2.1	2.1	(0.3)
Italien	2.3	2.3	(0.3)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	3.4	3.6	(0.2)
USA	1.4	1.7	(0.2)
Japan	0.1	0.2	(0.1)
Großbritannien	4.1	4.3	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	5.2	5.4	(0.3)
USA	5.2	5.5	(0.3)
Japan	1.4	1.5	(0.2)
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)	3660	3930	(260)
DAX (Deutschland)	5230	5620	(370)
NEMAX 50 (Deutschland)	950	990	(60)
Dow Jones Industrial (USA)	10210	10840	(700)
Nikkei 225 (Japan)	11170	11450	(480)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5200	5490	(310)
CAC-40 (Frankreich)	4510	4800	(280)
MIBtel (Italien)	23600	24980	(1440)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.88	0.89	(0.02)
Yen	116.10	119.10	(2.60)
Brit. Pfund	0.61	0.62	(0.01)
Schw. Franken	1.47	1.48	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	24.70	24.00	(4.30)