

# F. ZEW Finanzmarktreport

ISSN 0941-3200

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

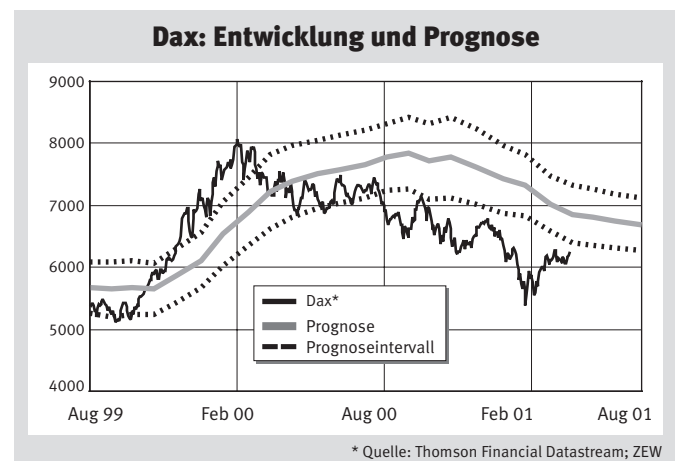
Jahrgang 10 · Nr. 6 · Juni 2001

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 07.05. – 22.05.01 (Redaktionsschluß 25.05.01) 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: Zinssignal ohne Wirkung

Die Zinssenkung der Europäischen Zentralbank um 25 Basispunkte am 10. Mai ist von den Experten lange erwartet worden. Umso erstaunlicher ist, dass sich die Stimmung unter den im Finanzmarkttest Befragten bezüglich der Konjunktur nach der Zinsentscheidung verschlechtert hat. Dies zeigt eine getrennte Auswertung der Antworten, die vor und nach dem 10. Mai gegeben wurden. So stieg etwa der Anteil derjenigen, die mittelfristig mit einer Abschwächung der Konjunktur in Deutschland rechnen, nach der EZB-Sitzung um rund sieben Prozentpunkte an. Insgesamt überwiegen die Pessimisten zahlenmäßig nach wie vor die Optimisten. Offenbar werden von der Notenbank noch deutlichere Zinsschritte erwartet. Denn auch nach der jüngsten Entscheidung prognostizieren weiterhin über 80 Prozent der Finanzanalysten ein mittelfristiges Absinken der Kurzfristzinsen im Euroraum.

Auch auf die Aktieneinschätzungen im Euroraum hat sich die Entscheidung der Zentralbank ausgewirkt. Hier sind insbesondere die Erwartungen für den Nemax 50 nach der Zinssenkung nach unten korrigiert worden. Dies mag mit dem alten Börsianer-Sprichwort „Buy on bad news, sell on good news“ zu erklären sein, wobei

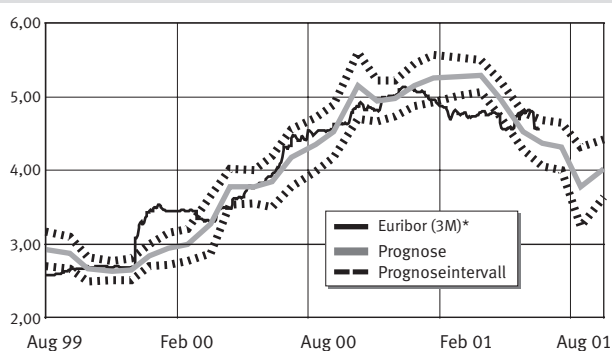


eine Leitzinsrücknahme sicherlich als „good news“ für den Aktienmarkt einzuschätzen ist. Hält man sich vor Augen, dass der Neue Markt seit seinem Tiefstand von Anfang April rund 40 Prozent (gemessen am Nemax 50), Dax und Euro Stoxx 50 rund 15 Prozent zugelegt haben, so verwundert nicht, dass einige Marktteilnehmer mittelfristig an Gewinnmitnahmen denken. Noch dazu da sich der historischen Statistik zufolge in der Zeit von Mai bis Oktober die Aktienkurse tendenziell nur unterdurchschnittlich entwickeln. Vor diesem Hintergrund sind die Prognosen für die europäischen Börsenplätze auf Sicht der nächsten drei Monate dennoch recht ermutigend. Nach Meinung der befragten Experten sollte der Dax bis auf 6.700 Punkte steigen, während der Euro Stoxx 50 die Marke von 4.900 Punkten in Angriff nehmen könnte. Für den Nemax 50 ergeben sich dagegen lediglich knapp 2.000 Punkte als Kursziel bis August diesen Jahres.

Stark zulegen in der Gunst der befragten institutionellen Anleger kann seit zwei Monaten die Telekommunikationsbranche. Mittlerweile glaubt hier über die Hälfte der Experten an mittelfristig unveränderte oder leicht ansteigende Erträge. ◀

Felix Hüfner

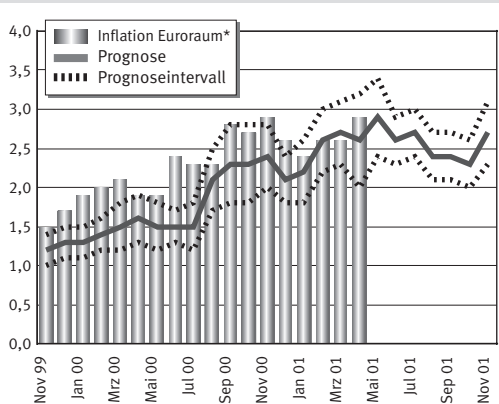
## Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



\* Quelle: Thomson Financial Datastream; ZEW

## Euroraum: Inflationsgefahren

### Inflation: Entwicklung und Prognose



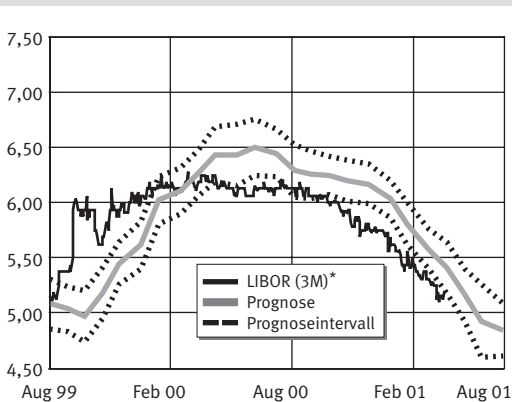
\* Quelle: Thomson Financial Datastream; ZEW

Längst nicht alle Analysten teilen den Inflationsoptimismus der Zentralbank. Während der EZB-Rat unter Verweis auf einen absehbaren Rückgang der Inflation die Zinsen gesenkt hat, rechnen inzwischen fast 50 Prozent der Experten mit einer unverändert hohen Inflationsrate. Die EZB-Hoffnung auf einen mittelfristigen Rückgang der Euro-Inflation unter die 2-Prozent-Grenze beruht vor allem auf dem Basiseffekt-Argument. Voraussetzung hierfür ist aber, dass nicht neue Schocks

das Preisniveau weiter nach oben treiben. Und genau hier sind viele Experten skeptisch. Spürbar abgenommen hat etwa das Lager derjenigen, die auf eine Euro-Aufwertung gegenüber dem Dollar setzen. Zudem rechnen nach wie vor knapp 60 Prozent nicht mit einer Entspannung am Ölmarkt. Bringt der Nahost-Konflikt weitere Preisrekorde, dann ist mittelfristig bei der Inflation eine drei vor dem Komma aber wohl viel wahrscheinlicher als eine eins. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## Großbritannien: Konjunktur weiter im Visier der Zentralbank

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



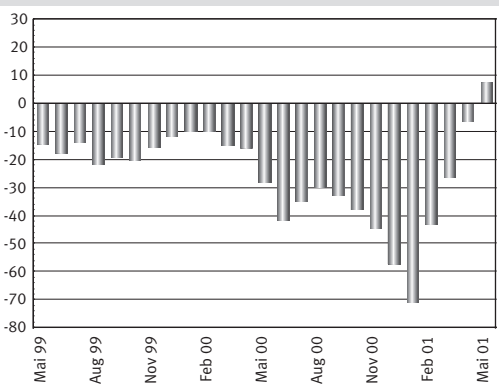
\* Quelle: Thomson Financial Datastream; ZEW

Die jüngste Zinssenkung der Bank of England im Schlepptau der EZB hat die Konjunkturerwartungen für das Königreich stabilisiert. Das Lager der Konjunkturpessimisten bröckelt weiter ab, so dass jetzt nur noch gut 20 Prozent von einem Wachstumsrückgang ausgehen. Der Zinsschritt hat jedoch nicht dazu beigetragen, dass die Aussichten auf weitere Zinssenkungen verhaltener beurteilt würden. Im Gegenteil: Vergleicht man die Antworten vor und nach der Zinsentscheidung,

so wird deutlich, dass die Erwartung geldpolitischer Erleichterungen eher bestärkt wurden. Die Inflationsaussichten dürften die Notenbanker nicht davon abhalten: Die jüngst veröffentlichte Inflationsprognose der BoE sieht auch auf längere Sicht eine stabile Preisentwicklung unterhalb der Zielmarke voraus. Ähnlich sehen dies auch die Experten: An einen Anstieg der Inflationsrate glauben nur etwas mehr als 10 Prozent der Befragten. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

## USA: Turnaround bei Konjunkturerwartungen

### Konjunkturerwartungen USA



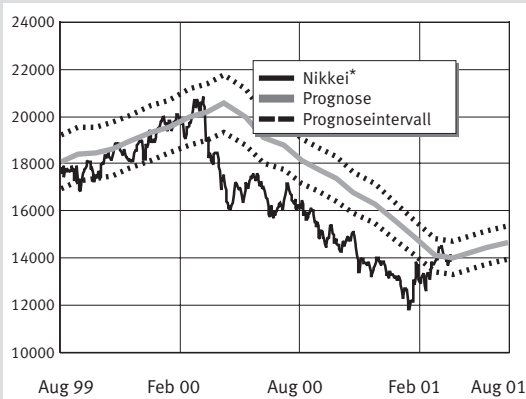
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der künftigen Konjunkturlage. Quelle: ZEW

In New York steht der Dow Jones Index bereits wieder kurz vor seinem Allzeithoch. Auch wenn zunehmend Kritik an der Aussagekraft des Börsenbarometers geäußert und auf marktbreitere Indizes verwiesen wird, spiegelt dieser Anstieg dennoch die wieder ansteigende Zuversicht der US-Börsianer wieder. Erstmals seit vielen Monaten übersteigt im Mai auch im ZEW-Finanzmarkttest wieder der Anteil derjenigen, die mit einer Verbesserung der US-Konjunktur rechnen die Zahl der Pessimisten. Offen-

bar ist es der US-Notenbank durch ihre Serie von Zinssenkungen gelungen, die Erwartungen der Marktteilnehmer zum Positiven zu wenden. Und immer noch rechnet gut ein Viertel der befragten Experten mit einer Absenkung der Leitzinsen um weitere 50 Basispunkte in den nächsten Monaten. So sollte es dem Dow Jones Index gelingen, bis August seinem Allzeithoch (11.700 Punkte im Januar 2000) näher zu kommen. Die Prognose lautet auf 11.650 Punkte. ◀ *Felix Hüfner*

## Japan: Nachhaltige Kehrtwende am Aktienmarkt erwartet

**Nikkei: Entwicklung und Prognose**



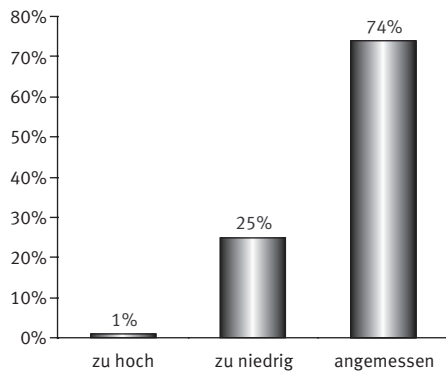
\* Quelle: Thomson Financial Datastream; ZEW

Die neue japanische Regierung weckt Hoffnungen auf eine Wende in der Wirtschaftspolitik und eine langfristige Reform der Wirtschaft. Ein zunehmend größerer Teil der befragten Experten rechnet mit einer konjunkturellen Erholung im nächsten halben Jahr. Zwar beträgt der Anteil der Konjunkturoptimisten nur 18 Prozent, entscheidender aber ist die deutliche Steigerung dieses Anteils von nur 5 Prozent im März. Dies ist ein großer Vertrauensvorschuss, den die Experten der

japanischen Regierung und ihrer Wirtschaftspolitik geben. Damit einhergehend erhöhen sich auch die Prognosen für den Nikkei-Index: Bis August wird ein Kursziel von 14.700 Punkten erwartet. Da Aktienindizes typischerweise einen Vorlauf vor der Konjunktur aufweisen ist dies kein unplausibles Szenario. Anleger, die der „Go East“-Stimmung folgen wollen, sollten aber auch beobachten, ob die japanische Wirtschaftspolitik hält, was sie derzeit verspricht. ◀ *Dr. Michael Schröder*

## Sonderfrage: Inflationsziel der EZB

**Das Ziel der EZB, eine Inflationsrate von maximal zwei Prozent zu tolerieren, ist...**



Quelle: ZEW. Gesamtzahl der Antworten: 303.

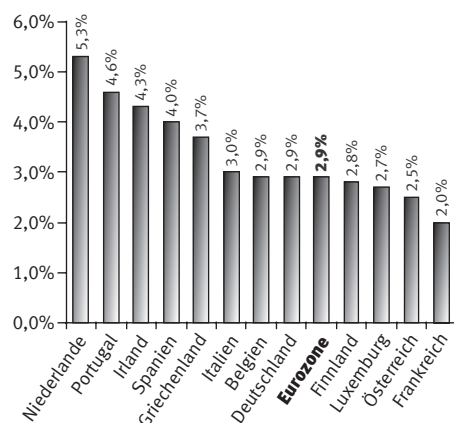
Anders als bei der amerikanischen Notenbank besteht das Primat der Europäischen Zentralbank alleine in der Erreichung von Preisstabilität im Euroraum, welche die EZB mit einer Inflationsrate von maximal zwei Prozent definiert. Die Federal Reserve Bank hingegen ist neben der Inflationsbekämpfung auch der Konjunktur Stabilisierung verpflichtet. Dieser Gegensatz wurde in den letzten Wochen oftmals betont, als es um die Frage ging, ob Wim Duisenberg und seine Kollegen sich dem weltweiten Zinssenkungszyklus angesichts zunehmend pessimistischerer Konjunkturerwartungen auch im Euroraum anschließen sollten. Als die EZB am 10. Mai ihren Spitzenrefinanzierungssatz um 25 Basispunkte senkte, wurde dies im Frankfurter Eurotower denn auch eher mit rückläufigen Inflationserwartungen als mit der Absicht der Konjunkturstimulierung begründet.

vorisiert zwar Zinssenkungen, 43 Prozent sind allerdings gegenteiliger Meinung. Interessant ist freilich, dass in den Antworten, die nach dem jüngsten Zinsentscheid eingegangen sind, der Anteil der Zinssenkungsbefürworter angestiegen ist.

In einer zweiten Frage wurden die institutionellen Anleger um ihre Beurteilung bezüglich der Höhe des Inflationszieles der EZB gebeten. Während drei Viertel von ihnen dieses für angemessen halten, äußerten immerhin 25 Prozent die Ansicht, dass dieses zu niedrig sei. Empfohlen wurde von letzteren eine Anhebung der maximal tolerierten Inflationsrate auf 2,5 bis 3 Prozent.

Begründet wird dies oftmals mit den höchst unterschiedlichen Preissteigerungsraten in den Ländern der Eurozone, die zum Teil strukturell begründet sind. Eine andere Frage ist allerdings, welche Wirkung eine Anhebung des Inflationszieles auf die Glaubwürdigkeit der jungen Zentralbank haben würde. Solch ein Schritt müsste gegenüber der Öffentlichkeit wohl schon sehr gut gerechtfertigt werden. ◀ *Felix Hüfner*

**Inflationsraten in der Eurozone**



Quelle: EuroStat. Jährliche Raten April 2001.

Gefragt nach Ihrer Empfehlung an die EZB bezüglich der Zinspolitik im derzeit schwachen Konjunkturmilieu zeigen sich die Experten im ZEW-Finanzmarkttest gespalten. Eine leichte Mehrheit von 57 Prozent fa-

## ZEW - Finanzmarkttest Mai 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	4.4	(-6.5)	93.4	(+6.6)	2.2	(-0.1)	2.2	(-6.4)
Deutschland	2.8	(-5.9)	88.1	(+2.3)	9.1	(+3.6)	-6.3	(-9.5)
USA	3.4	(-0.2)	60.6	(-0.6)	36.0	(+0.8)	-32.6	(-1.0)
Japan	1.0	(+0.7)	4.2	(+0.9)	94.8	(-1.6)	-93.8	(+2.3)
Großbritannien	5.3	(-1.1)	88.1	(+2.3)	6.6	(-1.2)	-1.3	(+0.1)
Frankreich	8.5	(-6.4)	88.6	(+5.2)	2.9	(+1.2)	5.6	(-7.6)
Italien	2.6	(-4.9)	91.1	(+2.0)	6.3	(+2.9)	-3.7	(-7.8)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	21.5	(+1.1)	55.5	(+0.5)	23.0	(-1.6)	-1.5	(+2.7)
Deutschland	20.5	(+0.6)	54.7	(-1.0)	24.8	(+0.4)	-4.3	(+0.2)
USA	34.8	(+6.3)	37.7	(+1.3)	27.5	(-7.6)	7.3	(+13.9)
Japan	17.8	(+6.6)	72.7	(-2.6)	9.5	(-4.0)	8.3	(+10.6)
Großbritannien	12.6	(+3.4)	65.8	(-1.3)	21.6	(-2.1)	-9.0	(+5.5)
Frankreich	18.4	(+2.8)	60.3	(+1.3)	21.3	(-4.1)	-2.9	(+6.9)
Italien	17.6	(+3.3)	61.1	(+/-0.0)	21.3	(-3.3)	-3.7	(+6.6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	15.7	(+8.2)	32.4	(-0.9)	51.9	(-7.3)	-36.2	(+15.5)
Deutschland	16.0	(+7.5)	29.9	(-1.0)	54.1	(-6.5)	-38.1	(+14.0)
USA	14.6	(+4.8)	54.0	(+8.1)	31.4	(-12.9)	-16.8	(+17.7)
Japan	15.4	(-1.9)	79.5	(+6.1)	5.1	(-4.2)	10.3	(+2.3)
Großbritannien	11.1	(+4.9)	66.7	(+1.2)	22.2	(-6.1)	-11.1	(+11.0)
Frankreich	14.1	(+5.9)	39.0	(+0.1)	46.9	(-6.0)	-32.8	(+11.9)
Italien	14.7	(+6.1)	36.1	(+0.3)	49.2	(-6.4)	-34.5	(+12.5)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	2.5	(+0.6)	14.8	(+7.6)	82.7	(-8.2)	-80.2	(+8.8)
USA	2.2	(+/-0.0)	22.1	(+8.0)	75.7	(-8.0)	-73.5	(+8.0)
Japan	2.9	(-0.9)	93.4	(+6.1)	3.7	(-5.2)	-0.8	(+4.3)
Großbritannien	0.3	(-1.8)	25.6	(+7.2)	74.1	(-5.4)	-73.8	(+3.6)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	18.6	(-2.3)	55.5	(+5.3)	25.9	(-3.0)	-7.3	(+0.7)
USA	19.3	(-0.5)	55.1	(+8.2)	25.6	(-7.7)	-6.3	(+7.2)
Japan	18.6	(-1.0)	78.4	(+3.8)	3.0	(-2.8)	15.6	(+1.8)
Großbritannien	12.4	(-5.8)	64.8	(+6.6)	22.8	(-0.8)	-10.4	(-5.0)
Frankreich	18.1	(-2.1)	58.9	(+7.5)	23.0	(-5.4)	-4.9	(+3.3)
Italien	18.3	(-2.1)	59.1	(+6.7)	22.6	(-4.6)	-4.3	(+2.5)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	77.5	(-0.2)	18.1	(+1.4)	4.4	(-1.2)	73.1	(+1.0)
DAX (Deutschland)	76.9	(-1.5)	18.4	(+2.7)	4.7	(-1.2)	72.2	(-0.3)
NEMAX 50 (Deutschland)	72.4	(+2.4)	21.5	(+0.7)	6.1	(-3.1)	66.3	(+5.5)
Dow Jones Industrial (USA)	58.3	(-3.5)	31.2	(+5.2)	10.5	(-1.7)	47.8	(-1.8)
Nikkei 225 (Japan)	55.8	(+12.3)	36.8	(-6.4)	7.4	(-5.9)	48.4	(+18.2)
FT-SE 100 (Großbritannien)	66.6	(+1.8)	27.0	(-1.2)	6.4	(-0.6)	60.2	(+2.4)
CAC-40 (Frankreich)	73.4	(-2.9)	21.5	(+4.1)	5.1	(-1.2)	68.3	(-1.7)
MIBtel (Italien)	71.2	(-4.5)	23.3	(+5.0)	5.5	(-0.5)	65.7	(-4.0)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	8.3	(+1.1)	30.9	(+7.4)	60.8	(-8.5)	-52.5	(+9.6)
Yen	4.9	(+1.1)	28.1	(+9.1)	67.0	(-10.2)	-62.1	(+11.3)
Brit. Pfund	4.6	(+0.2)	35.8	(+4.7)	59.6	(-4.9)	-55.0	(+5.1)
Schw. Franken	8.7	(-0.3)	67.3	(-3.0)	24.0	(+3.3)	-15.3	(-3.6)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	10.0	(+2.6)	47.7	(-8.2)	42.3	(+5.6)	-32.3	(-3.0)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	25.2	(+4.2)	50.7	(+5.7)	24.1	(-9.9)	1.1	(+14.1)
Versicherungen	34.9	(+2.3)	54.7	(-1.7)	10.4	(-0.6)	24.5	(+2.9)
Fahrzeuge	15.1	(+2.7)	55.9	(+1.2)	29.0	(-3.9)	-13.9	(+6.6)
Chemie/Pharma	28.4	(+0.4)	55.9	(-3.5)	15.7	(+3.1)	12.7	(-2.7)
Stahl/NE-Metalle	13.2	(+0.1)	62.5	(-0.4)	24.3	(+0.3)	-11.1	(-0.2)
Elektro	22.3	(-2.0)	64.9	(+4.3)	12.8	(-2.3)	9.5	(+0.3)
Maschinen	25.0	(-7.7)	55.6	(+6.8)	19.4	(+0.9)	5.6	(-8.6)
Konsum/Handel	22.9	(-4.0)	63.7	(+4.4)	13.4	(-0.4)	9.5	(-3.6)
Bau	9.5	(-4.5)	58.2	(-4.0)	32.3	(+8.5)	-22.8	(-13.0)
Versorger	19.1	(-3.8)	64.9	(+4.5)	16.0	(-0.7)	3.1	(-3.1)
Dienstleister	46.4	(+2.1)	46.4	(-2.2)	7.2	(+0.1)	39.2	(+2.0)
Telekommunikation	20.9	(+6.7)	34.6	(-0.7)	44.5	(-6.0)	-23.6	(+12.7)
Inform.-Technologien	34.9	(+6.7)	43.4	(-0.2)	21.7	(-6.5)	13.2	(+13.2)

Bemerkung: An der Mai-Umfrage des Finanzmarkttests vom 07.05.-22.05.01 beteiligten sich 320 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 Mai 2001

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Mai 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 07.05.-22.05.01 beteiligten sich 320 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.)
<b>Inflationsrate</b>			
Euroraum	2.9	2.7	(0.4)
Deutschland	2.9	2.7	(0.4)
USA	3.3	3.2	(0.3)
Japan	-0.8	-0.8	(0.2)
Großbritannien	1.8	1.7	(0.2)
Frankreich	1.8	1.6	(0.3)
Italien	3.1	2.9	(0.4)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	4.6	4.0	(0.4)
USA	3.7	3.3	(0.3)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	5.2	4.8	(0.2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	5.0	5.0	(0.3)
USA	5.4	5.4	(0.3)
Japan	1.3	1.4	(0.1)
Großbritannien	5.1	5.1	(0.2)
Frankreich	5.2	5.2	(0.2)
Italien	5.4	5.4	(0.2)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	4500	4880	(310)
DAX (Deutschland)	6160	6690	(430)
NEMAX 50 (Deutschland)	1820	1960	(120)
Dow Jones Industrial (USA)	11110	11640	(690)
Nikkei 225 (Japan)	14080	14670	(700)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5890	6250	(350)
CAC-40 (Frankreich)	5580	6000	(360)
MIBtel (Italien)	27970	29920	(1750)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.88	0.90	(0.02)
Yen	108.10	110.90	(2.70)
Brit. Pfund	0.62	0.63	(0.01)
Schw. Franken	1.54	1.55	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	28.50	26.80	(3.10)