

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

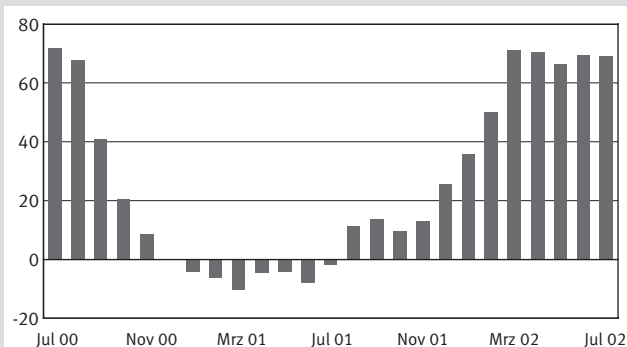
Jahrgang 11 · Nr. 8 · August 2002

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 24.6. – 9.7.02 (Redaktionsschluss 12.7.02) 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: Konjunkturoptimismus trotz Bilanzskandalen

Ginge es nach den Statistikern, so erlebt die Börse derzeit lediglich ihre alljährliche Schwächephase während der Sommermonate. In der Tat ist die historische Performance von Aktienrenditen im Sommer schlechter als in anderen Jahreszeiten. Börsianer raten deshalb oft, erst im Herbst wieder in Aktien zu investieren. Sollte dieses Motto auch für das Jahr 2002 gelten, dann müssten die Zukunftserwartungen der Analysten für die mittelfristige Börsenentwicklung eigentlich immer optimistischer werden. In der Juli-Umfrage ist dies tatsächlich der Fall, zumindest für europäische Aktien. Die Quote der Optimisten für den Dax überspringt die Marke von 80 Prozent, gleiches gilt für den EuroStoxx 50. Offensichtlich sind die Experten nicht der Ansicht, dass die Bilanzskandale die Börse langfristig belasten werden. Diese werden vielmehr eher als ein vorübergehender Einflussfaktor gesehen – zumindest für Europa. Für steigende Kurse spricht auch die Tatsache, dass konjunkturelle Frühindikatoren im Gegensatz zur Börsenentwicklung bisher noch sehr stabil sind. Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland etwa verharrten auch im Juli knapp auf dem Niveau der vergangenen Monate. Freilich muss die weitere Entwicklung genau beobachtet werden: Entwe-

Konjunkturerwartungen Deutschland



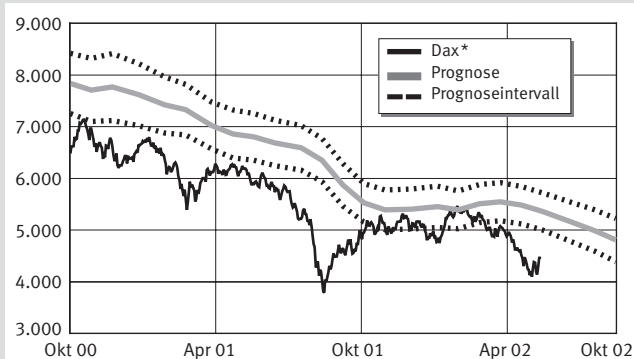
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Deutschland in sechs Monaten.
Quelle: ZEW

der die Börse zieht an oder die Frühindikatoren geben nach, so dass sich die Diskrepanz zwischen beiden wieder auflöst. Denn auch die Börse ist ein Frühindikator für die künftige wirtschaftliche Entwicklung. Die befragten Analysten tippen dabei auf das optimistischere Szenario einer Börsenerholung. Dies wohl auch in der Hoffnung darauf, dass die derzeitige Börsenschwäche eher durch die Bilanzskandale bedingt ist als auf konjunkturellen Fundamentalfaktoren zu beruhen. Die Prognose für den Dax lautet auf gut 4.800 Punkte bis Oktober dieses Jahres.

Ein weiteres wichtiges Thema auf den Finanzmärkten ist derzeit die Entwicklung des Euro. Zwar glaubt weiterhin eine Mehrheit der befragten institutionellen Anleger an eine Aufwertung des Euro, die Skeptiker haben jedoch im Juli deutlich zugenommen. Schon über zehn Prozent sehen mittelfristig eine Gegenbewegung auf den Devisenmärkten. Diese könnte als eine technische Reaktion nach dem deutlichen Anstieg des Euro in den vergangenen Wochen interpretiert werden. Nichtsdestotrotz liegt die Prognose bis zum Herbst erstmals seit März 2000 wieder bei genau einem US-Dollar pro Euro. ◀

Felix Hüfner

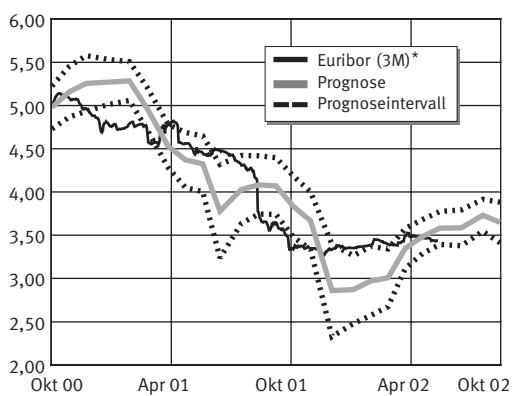
Dax: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



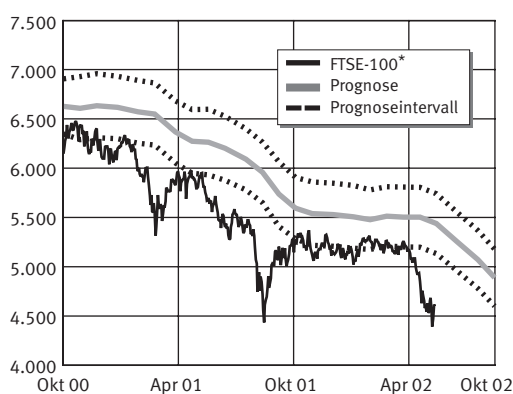
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Trotz Euro-Aufwertung und anhaltender Börsenschwäche wird die EZB im Herbst nach Analystenmeinung nicht um eine Zinserhöhung herumkommen. Sicherlich hat in den letzten Wochen die Euro-Stärke gegenüber dem Dollar den Handlungsdruck der EZB abgemildert, weil die Aufwertung preisdämpfend wirkt. Diese Entwicklung dürfte denn auch den EZB-Rat veranlassen, die bereits bestens vorbereitete Zinserhöhung noch einmal aufzuschieben. Aufgeschoben ist

aber nach der Einschätzung der meisten Experten offensichtlich nicht aufgehoben: Die Prognose für den Dreimonats-Euribor liegt bei 3,6 Prozent, was in etwa einem 25-Basispunkte-Zinsschritt entspricht. Neben der hohen Geldmengenexpansion passen zu diesem Szenario auch die immer noch sehr optimistischen Konjunkturerwartungen für den Euroraum. Einen Konjunkturaufschwung wird es demnach wohl nur in Verbindung mit einer Zinserhöhung geben. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

Großbritannien: Inflationsgefahr wächst

FTSE-100: Entwicklung und Prognose



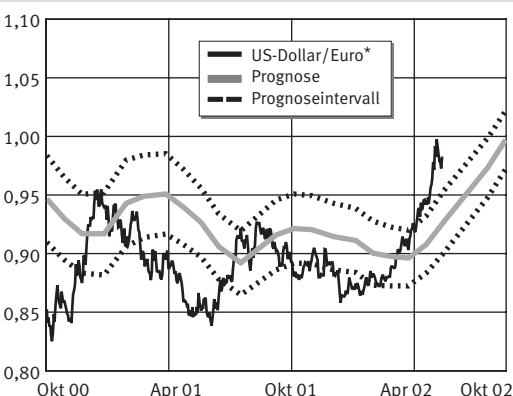
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die britische Industrieproduktion ist im Mai saisonbereinigt um 0,9 Prozent gegenüber dem Vormonat gestiegen nach 1,4 Prozent im April. Die Erwartungen für die künftige Konjunkturentwicklung haben sich aber aus Sicht der Experten im Juli etwas eingetrübt. Weniger als die Hälfte von ihnen geht noch von einer Erholung der Konjunktur aus. Eine Gefahr sehen die Experten in der Inflationsentwicklung. Preistreibend könnten sich in Zukunft insbesondere die Häuserpreise auswirken:

Im Juni sind die Preise im Vergleich zum Vormonat um 2,3 Prozent und binnen Jahresfrist um mehr als 19 Prozent gestiegen. Fast 60 Prozent der Experten erwarten folglich einen Anstieg der Kurzfristzinsen, über 50 Prozent einen Anstieg der Langfristzinsen. Trotzdem bleiben die Analysten für den Aktienmarkt nach den Kursverlusten seit Juni optimistisch. Über 70 Prozent von ihnen sehen den FTSE-100 auf Sicht von drei Monaten deutlich steigen. ◀ *Volker Kleff*

USA: Unsicherheit hält an

US-Dollar: Entwicklung und Prognose



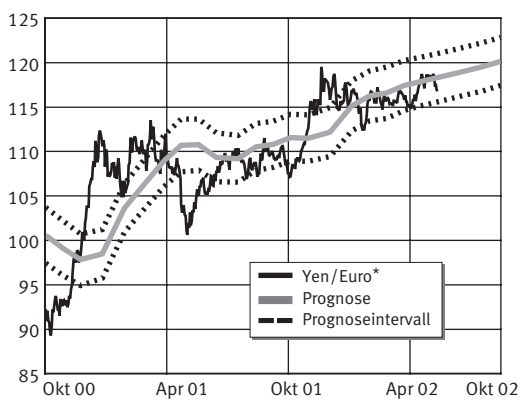
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Fundamentalfaktoren geben überwiegend grünes Licht: Das BIP-Wachstum im ersten Quartal wurde auf +6,1 Prozent nach oben revidiert und der ISM-Einkaufsmanager-Index ist stärker gestiegen als erwartet. Zudem verbilligt der schwache US-Dollar die Exporte. Selbst auf dem derzeitigen Niveau des US-Dollars glaubt noch immer mehr als jeder zweite Experte an eine weitere Abwertung. Trotz des verbesserten ökonomischen Umfelds zweifeln viele US-Unternehmen

aber noch an der Nachhaltigkeit des Aufschwungs. Immer neue Bilanzskandale wie zuletzt bei Xerox und Worldcom haben das Vertrauen in die US-Wirtschaft auf lange Zeit zerstört. Auch die befragten Experten sind im Juli skeptischer bezüglich der Konjunkturerholung. Die gestiegene Unsicherheit macht selbst vor der Einschätzung für den Aktienmarkt nicht halt. Es wird mittelfristig ein Dow Jones von lediglich knapp 10.000 Punkten prognostiziert. ◀ *Volker Kleff*

Japan: Interventionen zur Stützung des Exports

Yen: Entwicklung und Prognose



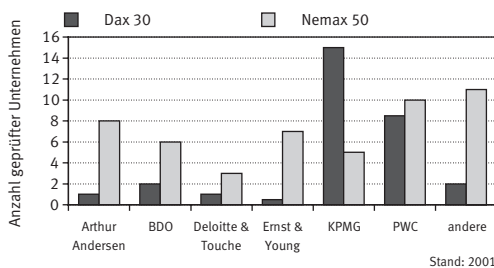
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Auch Japan hat sich jüngst den negativen Tendenzen an den weltweiten Aktienmärkten nicht entziehen können. Der besser als erwartet ausgefallene Tankan-Report hat den japanischen Aktienmarkt nicht zu beleben vermocht. Dieser Geschäftsklima-Index für Großunternehmen im verarbeitenden Gewerbe stieg zum ersten Mal seit sieben Quartalen und so stark wie nie zuvor. Um den exportgetriebenen Aufschwung nicht zu gefährden, versucht die japanische Zentralbank, die

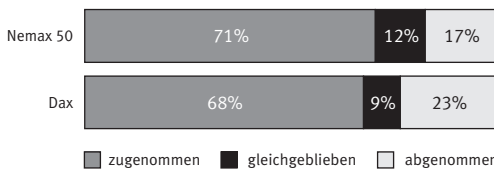
rasante Erholung des Yen gegenüber dem US-Dollar in jüngster Zeit zu bremsen. Japan hat seit Anfang Mai 3,3 Billionen Yen am Devisenmarkt verkauft im Vergleich zu 3,2 Billionen Yen im ganzen Jahr 2001. Die befragten Experten glauben an den Erfolg der Interventionen und gehen mittelfristig von einer weiteren Abwertung des Yen gegenüber dem Euro aus. Zudem sehen sie auf der Basis der zurückgefallenen Aktienkurse neue Chancen für den Nikkei-225. ◀ *Volker Kleff*

Sonderfrage: Bilanzen und Aktienanalyse

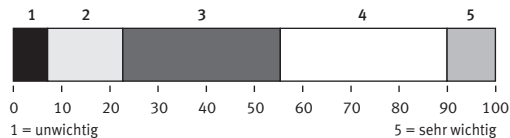
Wirtschaftsprüfer von Dax- und Nemax 50-Unternehmen



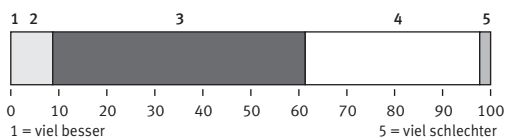
Wie hat sich die Relevanz von Bilanzdaten bei der Aktienanalyse in den vergangenen Monaten verändert?



Wie wichtig ist bei der Aktienanalyse die Information, welche Wirtschaftsprüfungsgesellschaft den Jahresabschluss testiert hat?



Wie beurteilen Sie die Kapitalmarktcommunication deutscher Unternehmen im Vergleich zu angelsächsischen Unternehmen?



Gesamtanzahl der Antworten: 269
Quelle: Geschäftsberichte; ZEW.

Die Bilanzierungsskandale der US-Unternehmen Worldcom, Enron und Xerox haben an den Weltbörsen zu nachhaltiger Verunsicherung geführt. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwiefern sich auch für deutsche Finanzexperten die Bedeutung der Bilanzanalyse verändert hat. In der Sonderfrage wurden zu diesem Thema 269 Analysten befragt.

Dabei sind sich die Finanzmarktexperten einig, dass die Relevanz von Bilanzdaten für die Aktienanalyse in den letzten Monaten stark zugenommen hat. Dies gilt sowohl für Dax- als auch für Nemax-Unternehmen. Eine solide finanzielle Situation des Unternehmens erscheint den Befragten demnach wichtiger als etwaige Zukunftspotentiale. So zeigt die jüngste Diskussion um die Bilanzierungspraktiken des Finanzdienstleisters MLP, dass selbst renommierte Unternehmen zur Zeit zunehmend kritischer betrachtet werden.

Neben der Bilanzanalyse ist für gut die Hälfte der Befragten auch wichtig, welche Wirtschaftsprüfungsgesellschaft den Jahresabschluss testiert hat. Dies zeigt, dass es in den

Augen der Test-Teilnehmer offensichtlich deutliche Unterschiede in der Qualität der Arbeit der Prüfer gibt. Wenn man bedenkt, dass es Hauptaufgabe der Revisoren ist, nur die Richtigkeit der Unternehmensangaben zu bestätigen, so gibt dieses Ergebnis doch Anlass zur Besorgnis. Scheinbar wird damit die kritische Betrachtung einzelner Prüfungsgesellschaften seit Aufdeckung des Enron-Skandals auch von den Analysten geteilt.

Vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Skepsis gegenüber Bilanzierungspraktiken kommt der Kapitalmarktcommunication der Unternehmen eine wichtige Rolle zu, um Vertrauen bei den Investoren zu schaffen. Die Kommunikation ist bei deutschen Unternehmen nach Auffassung der Befragten im Vergleich zu angelsächsischen Unternehmen nur unwesentlich schlechter. Mit wichtigen, kursrelevanten Informationen fühlen sich die Analysten in Deutschland beinahe ebenso gut versorgt wie in den USA oder Großbritannien. Das ist ein für deutsche Unternehmen erfreuliches Ergebnis. ◀

M. Meitner, F. Hüfner, V. Kleff

ZEW - Finanzmarkttest Juli 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.6	(+0.3)	43.2	(+5.1)	56.2	(-5.4)	-55.6	(+5.7)
Deutschland	0.6	(+0.3)	27.0	(+3.5)	72.4	(-3.8)	-71.8	(+4.1)
USA	5.9	(-0.7)	62.8	(+0.4)	31.3	(+0.3)	-25.4	(-1.0)
Japan	0.7	(+/-0.0)	10.5	(+4.7)	88.8	(-4.7)	-88.1	(+4.7)
Großbritannien	4.0	(+1.5)	72.5	(+2.2)	23.5	(-3.7)	-19.5	(+5.2)
Frankreich	1.7	(-0.4)	50.0	(+7.4)	48.3	(-7.0)	-46.6	(+6.6)
Italien	0.7	(+/-0.0)	37.5	(+7.5)	61.8	(-7.5)	-61.1	(+7.5)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	73.7	(-0.5)	23.5	(-0.6)	2.8	(+1.1)	70.9	(-1.6)
Deutschland	72.5	(+0.9)	24.1	(-2.3)	3.4	(+1.4)	69.1	(-0.5)
USA	64.3	(-5.6)	29.2	(+4.4)	6.5	(+1.2)	57.8	(-6.8)
Japan	43.0	(+1.4)	54.8	(-0.9)	2.2	(-0.5)	40.8	(+1.9)
Großbritannien	46.0	(-6.8)	48.7	(+5.3)	5.3	(+1.5)	40.7	(-8.3)
Frankreich	69.5	(-3.3)	27.2	(+2.4)	3.3	(+0.9)	66.2	(-4.2)
Italien	69.3	(-3.0)	26.1	(+0.5)	4.6	(+2.5)	64.7	(-5.5)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	29.7	(+4.4)	57.4	(-0.2)	12.9	(-4.2)	16.8	(+8.6)
Deutschland	32.4	(+5.5)	53.8	(-2.5)	13.8	(-3.0)	18.6	(+8.5)
USA	40.7	(+2.5)	53.0	(-3.5)	6.3	(+1.0)	34.4	(+1.5)
Japan	17.5	(-0.7)	78.5	(+1.9)	4.0	(-1.2)	13.5	(+0.5)
Großbritannien	33.9	(+7.3)	59.1	(-8.6)	7.0	(+1.3)	26.9	(+6.0)
Frankreich	28.0	(+4.1)	60.1	(-0.6)	11.9	(-3.5)	16.1	(+7.6)
Italien	31.0	(+5.7)	57.3	(-2.7)	11.7	(-3.0)	19.3	(+8.7)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	58.2	(+1.8)	39.0	(-3.6)	2.8	(+1.8)	55.4	(+/-0.0)
USA	65.1	(-8.5)	32.4	(+8.0)	2.5	(+0.5)	62.6	(-9.0)
Japan	14.9	(-0.1)	84.5	(+0.5)	0.6	(-0.4)	14.3	(+0.3)
Großbritannien	58.8	(+1.4)	38.2	(-2.3)	3.0	(+0.9)	55.8	(+0.5)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	57.2	(+5.7)	37.8	(-5.5)	5.0	(-0.2)	52.2	(+5.9)
USA	65.5	(+3.5)	30.8	(-3.6)	3.7	(+0.1)	61.8	(+3.4)
Japan	31.9	(+4.9)	67.4	(-5.6)	0.7	(+0.7)	31.2	(+4.2)
Großbritannien	53.8	(+4.0)	42.9	(-4.1)	3.3	(+0.1)	50.5	(+3.9)
Frankreich	57.6	(+6.4)	37.8	(-7.1)	4.6	(+0.7)	53.0	(+5.7)
Italien	57.1	(+5.3)	38.6	(-6.1)	4.3	(+0.8)	52.8	(+4.5)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	79.4	(+4.7)	14.6	(-5.0)	6.0	(+0.3)	73.4	(+4.4)
DAX (Deutschland)	81.3	(+5.6)	12.7	(-5.9)	6.0	(+0.3)	75.3	(+5.3)
NEMAX 50 (Deutschland)	57.2	(+3.1)	27.8	(-5.0)	15.0	(+1.9)	42.2	(+1.2)
Dow Jones Industrial (USA)	68.9	(+0.7)	20.8	(-3.2)	10.3	(+2.5)	58.6	(-1.8)
Nikkei 225 (Japan)	61.9	(+3.3)	33.8	(-1.3)	4.3	(-2.0)	57.6	(+5.3)
FT-SE 100 (Großbritannien)	70.9	(+3.8)	23.4	(-3.0)	5.7	(-0.8)	65.2	(+4.6)
CAC-40 (Frankreich)	78.2	(+5.5)	15.4	(-6.8)	6.4	(+1.3)	71.8	(+4.2)
MIBtel (Italien)	76.6	(+5.9)	16.3	(-7.1)	7.1	(+1.2)	69.5	(+4.7)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	10.3	(+0.6)	36.4	(+11.0)	53.3	(-11.6)	-43.0	(+12.2)
Yen	6.5	(+1.4)	35.3	(+3.2)	58.2	(-4.6)	-51.7	(+6.0)
Brit. Pfund	4.0	(-0.6)	34.2	(-0.2)	61.8	(+0.8)	-57.8	(-1.4)
Schw. Franken	6.6	(-2.2)	64.9	(+4.6)	28.5	(-2.4)	-21.9	(+0.2)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	13.1	(-2.2)	67.3	(+8.3)	19.6	(-6.1)	-6.5	(+3.9)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	24.8	(-8.7)	52.4	(+1.5)	22.8	(+7.2)	2.0	(-15.9)
Versicherungen	32.5	(-11.1)	47.3	(+3.3)	20.2	(+7.8)	12.3	(-18.9)
Fahrzeuge	19.6	(-6.7)	60.7	(+3.8)	19.7	(+2.9)	-0.1	(-9.6)
Chemie/Pharma	45.0	(-2.1)	48.8	(+2.8)	6.2	(-0.7)	38.8	(-1.4)
Stahl/NE-Metalle	30.8	(+2.8)	51.9	(-4.6)	17.3	(+1.8)	13.5	(+1.0)
Elektro	28.4	(-4.2)	60.6	(+0.9)	11.0	(+3.3)	17.4	(-7.5)
Maschinen	27.7	(-7.0)	53.3	(+0.4)	19.0	(+6.6)	8.7	(-13.6)
Konsum/Handel	22.4	(-2.9)	53.1	(-0.7)	24.5	(+3.6)	-2.1	(-6.5)
Bau	7.3	(-2.2)	51.0	(-3.5)	41.7	(+5.7)	-34.4	(-7.9)
Versorger	23.2	(-5.3)	72.6	(+4.8)	4.2	(+0.5)	19.0	(-5.8)
Dienstleister	39.3	(-2.8)	52.3	(+2.1)	8.4	(+0.7)	30.9	(-3.5)
Telekommunikation	20.5	(-4.0)	52.1	(+0.3)	27.4	(+3.7)	-6.9	(-7.7)
Inform.-Technologien	31.8	(-2.7)	48.3	(-2.1)	19.9	(+4.8)	11.9	(-7.5)

Bemerkung: An der Juli-Umfrage des Finanzmarkttests vom 24.06.-09.07.02 beteiligten sich 325 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 Juli 2002

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Juli 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 24.06.-09.07.02 beteiligten sich 325 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	2.0	2.1	(0.2)
Deutschland	0.9	1.0	(0.3)
USA	1.2	1.3	(0.2)
Japan	-0.9	-0.8	(0.1)
Großbritannien	1.1	1.3	(0.2)
Frankreich	1.4	1.5	(0.2)
Italien	2.3	2.4	(0.2)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	3.4	3.6	(0.2)
USA	1.7	2.0	(0.3)
Japan	0.1	0.2	(0.1)
Großbritannien	4.1	4.4	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	5.0	5.2	(0.3)
USA	4.8	5.1	(0.3)
Japan	1.3	1.4	(0.1)
Großbritannien	5.0	5.2	(0.2)
Frankreich	5.1	5.4	(0.3)
Italien	5.2	5.4	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	3050	3380	(270)
DAX (Deutschland)	4280	4810	(420)
NEMAX 50 (Deutschland)	580	610	(40)
Dow Jones Industrial (USA)	9200	9900	(770)
Nikkei 225 (Japan)	10590	11100	(490)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4570	4890	(290)
CAC-40 (Frankreich)	3770	4160	(330)
MIBtel (Italien)	20060	22030	(1760)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.98	1.00	(0.02)
Yen	117.80	120.10	(2.70)
Brit. Pfund	0.64	0.65	(0.01)
Schw. Franken	1.47	1.48	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	25.40	25.10	(2.10)