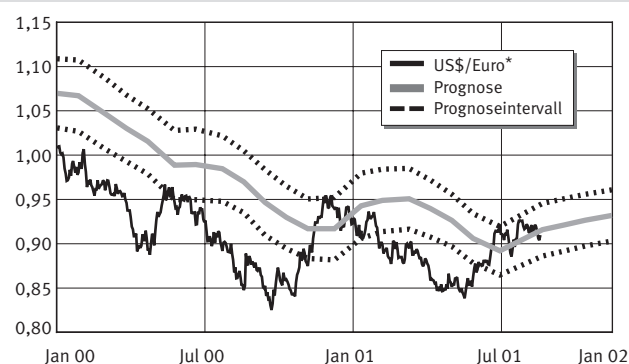


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 01. 10. – 16. 10. 01 (Redaktionsschluß 19. 10. 01) werden 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: Bärenmarkt am Boden?

Bodenbildungen am Aktienmarkt während einer Baisse sind extrem schwierig zu prognostizieren. In der Regel weiss man erst Wochen später, ob ein Kursanstieg Bestand hat oder ob es sich um einen kurzen Zwischenspur in einem Abwärtstrend handelte. Eine Unsicherheit genau dieser Art besteht derzeit an den weltweiten Aktienmärkten. Den drastischen Kursverlusten nach dem 11. September folgte eine Aufholjagd. Die Frage ist nun, ob der Boden für den seit Frühjahr letzten Jahres dominierenden Bärenmarkt damit gefunden wurde und ob sich demnach für Anleger ein „bottom-fishing“, also der Kauf von günstig bewerteten Aktien bereits jetzt lohnt. Die Ergebnisse der Finanzmarkttest-Umfrage im Oktober zeigen jedenfalls einen deutlichen Stimmungsumschwung für den Euroraum an. Dieser fällt für den Frankfurter Neuen Markt am stärksten aus. 62 Prozent der Analysten sehen für den Wachstumsmarkt steigende Kurse bis Anfang nächsten Jahres. Für den Dax und den Euro Stoxx 50 hat sich die Zahl der Pessimisten ebenfalls stark reduziert und liegt jetzt nur noch bei sechs bzw. fünf Prozent. Offenbar herrscht unter Analysten die Meinung vor, dass die Kursrückgänge nach den Terroranschlägen überzogen waren. Zwar ist es noch zu früh, die langfristigen Folgen

### Euro: Entwicklung und Prognose



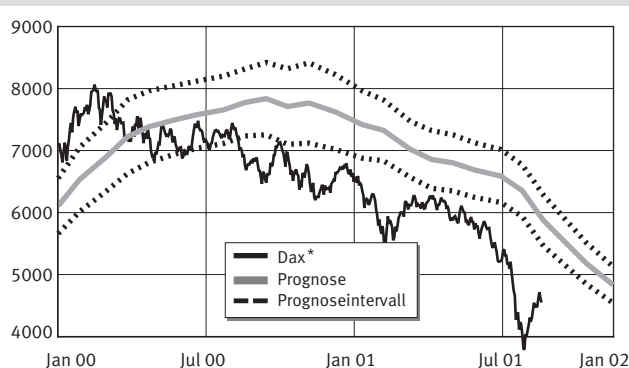
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

der neuen weltpolitischen Konstellation zu erfassen, dennoch deuten die Konjunkturerwartungen auf keinen übermäßigen Pessimismus hin. So ist der Anteil derjenigen, die eine Verbesserung der deutschen Konjunkturlage im nächsten halben Jahr erwarten, gegenüber dem Vormonat zwar leicht gesunken, nach wie vor überwiegen aber die Optimisten. Die Erholung der Wirtschaft in Deutschland und Euroland sollte demnach im nächsten Jahr erfolgen. Nachdem die Börse als Frühindikator der konjunkturellen Entwicklung vorausläuft, sehen die Analysten nun wohl einen günstigen Einstiegspunkt. Zudem rät eine alte Börsenweisheit zu „kaufen, wenn die Kanonen donnern.“

Die Auswirkungen auf den US\$/Euro-Wechselkurs sind derzeit schwer abzuschätzen. Bisher konnte die US-Währung nicht von dem Krisenszenario profitieren, wie dies in der Vergangenheit häufig der Fall war. Aber auch der Euro wird offensichtlich nicht als sicherer Hafen betrachtet. Nach Ansicht der befragten institutionellen Anleger sollte dennoch auf mittlere Sicht mit einer leichten Aufwertung des Euro zu rechnen sein. Ein Grund mag in der Einführung des Euro-Bargeldes zu Beginn des nächsten Jahres liegen. ◀

Felix Hüfner

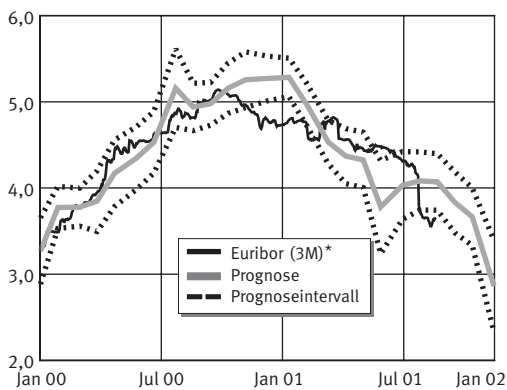
### Dax: Entwicklung und Prognose



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

## Euroraum: EZB unter großem Handlungsdruck

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

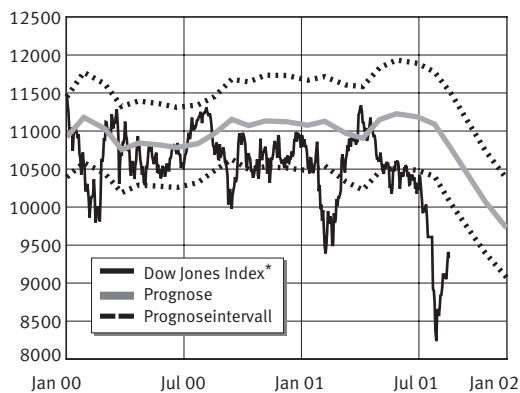
Auch wenn die EZB sich ziert, die nächste Zinssenkung ist nur eine Frage des genauen Timings. Bereits im Januar könnte der Refisatz bei drei Prozent liegen. Die Eurokonjunktur benötigt noch dringender als die US-Konjunktur weitere geldpolitische Impulse. So liegt der Saldo der Konjunkturoptimisten für die USA rund doppelt so hoch wie für Deutschland. Der geldpolitische Handlungsbedarf ist in Europa auch deshalb besonders stark, weil die Fiskalpolitiker in Deutschland, Frankreich

und Italien aufgrund der geringen Konsolidierungsfortschritte der vergangenen Jahre keine Manövriermasse zur Konjunkturbelebung haben. 84 Prozent aller Befragten rechnen in diesem Umfeld mit EZB-Zinssenkungen, die den 3-Monats-Euribor in den nächsten drei Monaten um 70 Basispunkte fallen lassen sollten. Diese Erwartung wäre kompatibel mit einem großen und einem kleinen Zinsschritt (50 und 25 Basispunkte) bis zum Januar 2002. ◀

*Dr. Friedrich Heinemann*

## USA: Bodenbildung bei anhaltender Verunsicherung

### Dow Jones: Entwicklung und Prognose



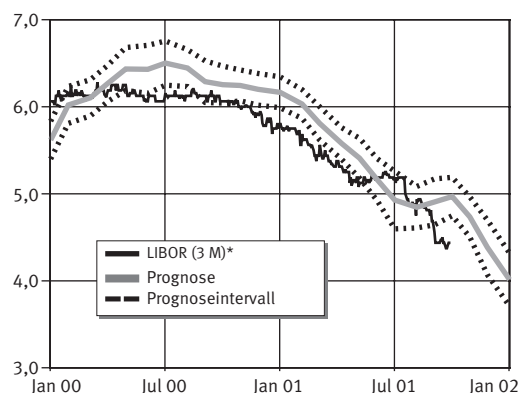
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

War es das mit der Talfahrt an den Börsen? Rund 64 Prozent der Experten sind davon überzeugt und rechnen für die nächsten sechs Monate mit einer Erhöhung des Dow Jones Index. Nur noch zehn Prozent erwarten einen Rückgang der US-Aktienkurse. Im Oktober waren es noch 16 Prozent. Es darf aber bezweifelt werden, dass es zu nachhaltigen Kurssteigerungen kommen wird, denn nach wie vor bestehen große Unsicherheiten über die Konjunktur. Fraglich bleibt insbesondere, ob

diverse fiskalische und monetäre Konjunkturspritzen in einer Situation aus Furcht und Verunsicherung wirken können. Die aktuelle konjunkturelle Situation schätzen immerhin drei Viertel der Experten als schlecht ein und nur noch rund 40 Prozent rechnen im nächsten halben Jahr mit einer Verbesserung. Der Boden dürfte zwar erreicht sein, aber mit einer lang angelegten Erholung der amerikanischen Börse ist kaum zu rechnen – nicht solange solche Unsicherheit herrscht. ◀ *Martin Schüler*

## Großbritannien: Bank von England bleibt expansiv

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



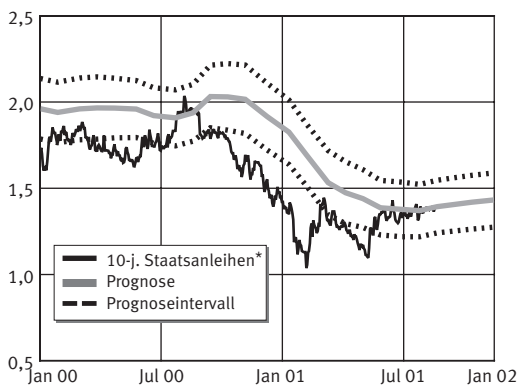
\*London Interbank Offered Rate; Quelle: Thomson Financial Datastream, ZEW

Die aktuelle britische Konjunkturlage wird im Oktober schlechter beurteilt. Während im August erst 18 Prozent der befragten Analysten sie als schlecht einstufen, sind es jetzt doppelt so viele. Die Konjunkturerwartungen sind jedoch nur etwas gedämpft. Hier hält sich jetzt die Anzahl der Optimisten und der Pessimisten die Waage. Ein wesentlicher Grund für die schlechteren Konjunkturerwartungen dürfte die schwächelnde Weltkonjunktur sein, die zuletzt wegen der Terrorangriffe

auf die USA einen Dämpfer erhalten hat. Die Bank von England senkte deshalb zuletzt am 4. Oktober wie auch schon Mitte September die Zinsen um 25 Basispunkte auf jetzt 4,5 Prozent. Den Ernst der Lage zeigen die vom Industrieverband CBI veröffentlichten Auftragseingänge im September, die auf den niedrigsten Stand seit März 1999 gesunken sind. Positiv jedoch ist, dass per saldo jetzt 37 Prozent der Experten mittelfristig eine Verringerung der Inflation erwarten. ◀ *Volker Kleff*

## Japan: Geduld ist gefragt

### Langfr. Zins: Entwicklung und Prognose



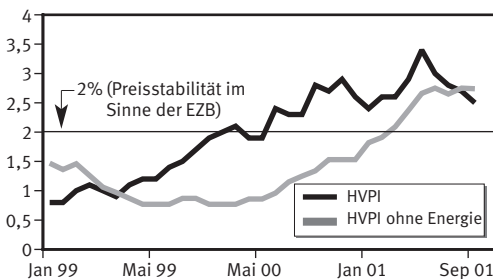
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Terrorangriffe auf die USA im September wirken sich indirekt über die geringere Exportnachfrage auf Japan aus und werden die Rezession verschärfen. Bereits im August, vor den Anschlägen, fiel die Industrieproduktion um 11,7 Prozent. Zudem erschwert der starke Yen die wirtschaftliche Erholung. Die befragten Analysten sind im Oktober weniger zuversichtlich, dass der Yen in Zukunft abwerten wird. Auch von der Zinsseite sind keine Impulse mehr zu erwarten, da die Rendite selbst

langlaufender japanischer Anleihen kaum mehr über Null liegt. Dennoch gibt es Hoffnung. Der Index der japanischen Frühindikatoren ist im August von 55,6 im Vormonat auf 71,4 Punkte angestiegen, wobei ein Indexwert von über 50 Punkten ein zukünftiges Wachstum der Wirtschaft signalisieren soll. Die befragten Experten sind jedoch skeptisch, dass der Konjunktumschwung bereits vor der Tür steht. Der Anteil der Optimisten fiel im Oktober von acht auf sieben Prozent. ◀ *Volker Kleff*

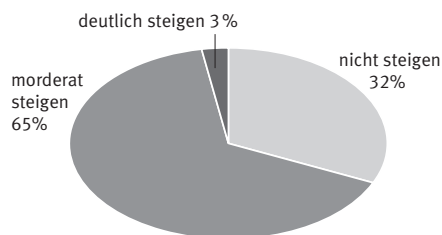
## Sonderfrage: Euro lässt die Preise steigen

### Preisentwicklung in Europa

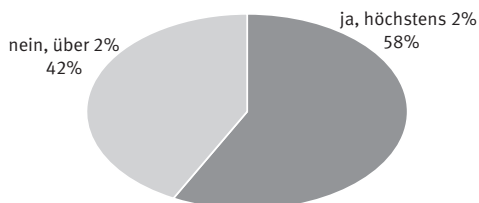


Quelle: Thomson Financial Datastream; HVPI = Harmonisierter Verbraucherpreisindex

Aufgrund der Euro-Bargeldeinführung werden die Preise in Deutschland...



Glauben Sie generell, dass im ersten Halbjahr 2002 die Inflation in der Eurozone auf Werte unter 2 Prozent begrenzt bleibt?



Quelle: ZEW

Gesamtzahl der Antworten: 296

Wenn im Januar das Euro-Bargeld kommt, dann wird dies zu Preissteigerungen führen. Dies ist bekanntermaßen die weit verbreitete Meinung in der deutschen Öffentlichkeit. Neu ist aber, dass auch die Experten diese Einschätzung teilen. Im Oktober wurden im Rahmen des Finanzmarkttests rund 300 Finanzprofis aus Banken, Versicherungen und Industrie zu dieser Thematik befragt. Das Ergebnis ist eindeutig: Mit 68 Prozent erwarten gut zwei Drittel, dass das neue Bargeld mit einem Inflationseffekt einhergeht. Allerdings gibt es auch eine gute Nachricht: Nur drei Prozent der Befragten glauben an einen hohen Inflationsschub, die überwiegende Mehrheit rechnet nur mit einer moderaten Aufwärtsbewegung der Preise. Die übrigen 32 Prozent gehen wohl davon aus, dass bereits alle Preisanpassungen vorgenommen wurden. Ob im neuen Jahr die Preisstabilität dadurch dauerhaft gefährdet wird, hängt natürlich auch vom allgemeinen Umfeld ab. Die neusten Zahlen von Eurostat zeigen, dass die Inflation auf dem Rückzug ist. Im September fiel die Inflationsrate von 2,7

Prozent im Vormonat auf 2,5 Prozent. Maßgeblich ist hier vor allem der Verfall der Öl- und Energiepreise, dieser Teilindex zeigt jetzt im Jahresvergleich bereits fallende Preise an. Hält diese Beruhigung an der Preisfront an, dann dürfte ein moderater Effekt der Euro-Bargeldeinführung das Ziel der EZB im ersten Halbjahr 2002 nicht gefährden, die Inflation auf unter zwei Prozent zu begrenzen. Allerdings sind hier die Meinungen der Experten geteilt. 58 Prozent sind optimistisch und glauben, dass im ersten Halbjahr Preisstabilität nach EZB-Definition herrschen wird. Aber immerhin 42 Prozent sind kritischer und erwarten in dieser Zeit eine Überschreitung der Zwei-Prozent-Marke.

Bemerkenswert ist auch, in welchen Branchen die Finanzmarktprofis am ehesten einen Preis Schub durch neue Euro-Preise erwarten: Am häufigsten wurde hier der Bereich Konsum/Einzelhandel genannt. Offensichtlich glaubt man nicht, dass der harte Preiswettbewerb hier die Anbieter davon abhalten wird, die neue Preisoptik zu verdeckten Preiserhöhungen zu nutzen. ◀

*Dr. Friedrich Heinemann*

## ZEW - Finanzmarkttest Oktober 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.3	(-0.4)	48.6	(-7.5)	51.1	(+7.9)	-50.8	(-8.3)
Deutschland	0.3	(+0.3)	35.3	(-4.5)	64.4	(+4.2)	-64.1	(-3.9)
USA	1.0	(-0.4)	21.8	(-12.1)	77.2	(+12.5)	-76.2	(-12.9)
Japan	0.0	(+/-0.0)	1.9	(+1.2)	98.1	(-1.2)	-98.1	(+1.2)
Großbritannien	1.4	(-0.1)	65.2	(-6.2)	33.4	(+6.3)	-32.0	(-6.4)
Frankreich	0.4	(-1.4)	56.3	(-10.1)	43.3	(+11.5)	-42.9	(-12.9)
Italien	0.3	(-0.4)	49.7	(-6.9)	50.0	(+7.3)	-49.7	(-7.7)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	30.3	(-1.9)	50.0	(-0.3)	19.7	(+2.2)	10.6	(-4.1)
Deutschland	29.0	(-3.2)	51.8	(+2.5)	19.2	(+0.7)	9.8	(-3.9)
USA	40.4	(-4.6)	38.1	(+1.7)	21.5	(+2.9)	18.9	(-7.5)
Japan	7.2	(-0.9)	77.4	(+4.6)	15.4	(-3.7)	-8.2	(+2.8)
Großbritannien	22.0	(-1.5)	56.6	(+1.1)	21.4	(+0.4)	0.6	(-1.9)
Frankreich	26.4	(-4.2)	51.5	(-1.1)	22.1	(+5.3)	4.3	(-9.5)
Italien	25.6	(-6.3)	53.7	(+2.1)	20.7	(+4.2)	4.9	(-10.5)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	6.3	(+0.8)	27.0	(+2.9)	66.7	(-3.7)	-60.4	(+4.5)
Deutschland	7.0	(+0.6)	25.2	(+3.4)	67.8	(-4.0)	-60.8	(+4.6)
USA	10.4	(+1.5)	42.9	(-6.6)	46.7	(+5.1)	-36.3	(-3.6)
Japan	10.4	(-0.3)	76.1	(-1.8)	13.5	(+2.1)	-3.1	(-2.4)
Großbritannien	4.8	(-1.2)	53.4	(+0.4)	41.8	(+0.8)	-37.0	(-2.0)
Frankreich	6.1	(+1.0)	27.7	(+0.7)	66.2	(-1.7)	-60.1	(+2.7)
Italien	6.5	(+0.3)	28.1	(+1.5)	65.4	(-1.8)	-58.9	(+2.1)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	3.9	(+2.5)	11.7	(-2.8)	84.4	(+0.3)	-80.5	(+2.2)
USA	4.1	(+1.1)	27.6	(+8.6)	68.3	(-9.7)	-64.2	(+10.8)
Japan	3.0	(+1.2)	88.8	(-1.1)	8.2	(-0.1)	-5.2	(+1.3)
Großbritannien	2.7	(+0.2)	24.4	(+2.3)	72.9	(-2.5)	-70.2	(+2.7)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	23.9	(+2.5)	46.2	(-5.2)	29.9	(+2.7)	-6.0	(-0.2)
USA	28.1	(+3.5)	47.1	(-4.8)	24.8	(+1.3)	3.3	(+2.2)
Japan	14.3	(-0.9)	78.7	(+/-0.0)	7.0	(+0.9)	7.3	(-1.8)
Großbritannien	19.4	(+/-0.0)	54.3	(-3.1)	26.3	(+3.1)	-6.9	(-3.1)
Frankreich	23.4	(+1.7)	48.3	(-5.0)	28.3	(+3.3)	-4.9	(-1.6)
Italien	24.1	(+1.9)	47.7	(-6.8)	28.2	(+4.9)	-4.1	(-3.0)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	70.5	(+3.8)	23.9	(+1.8)	5.6	(-5.6)	64.9	(+9.4)
DAX (Deutschland)	71.5	(+2.8)	22.6	(+2.2)	5.9	(-5.0)	65.6	(+7.8)
NEMAX 50 (Deutschland)	62.1	(+7.6)	30.6	(+1.9)	7.3	(-9.5)	54.8	(+17.1)
Dow Jones Industrial (USA)	63.7	(+5.0)	26.1	(+0.7)	10.2	(-5.7)	53.5	(+10.7)
Nikkei 225 (Japan)	47.3	(+7.9)	39.8	(-0.7)	12.9	(-7.2)	34.4	(+15.1)
FT-SE 100 (Großbritannien)	64.3	(+3.0)	29.2	(+2.5)	6.5	(-5.5)	57.8	(+8.5)
CAC-40 (Frankreich)	68.8	(+2.3)	25.4	(+2.8)	5.8	(-5.1)	63.0	(+7.4)
MIBtel (Italien)	68.4	(+1.9)	24.7	(+1.5)	6.9	(-3.4)	61.5	(+5.3)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	10.9	(+2.0)	27.8	(+5.7)	61.3	(-7.7)	-50.4	(+9.7)
Yen	3.7	(+1.2)	24.6	(+1.7)	71.7	(-2.9)	-68.0	(+4.1)
Brit. Pfund	4.4	(+0.1)	34.4	(+0.8)	61.2	(-0.9)	-56.8	(+1.0)
Schw. Franken	11.9	(+1.8)	57.7	(-11.8)	30.4	(+10.0)	-18.5	(-8.2)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	32.8	(+16.2)	53.3	(-4.6)	13.9	(-11.6)	18.9	(+27.8)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	10.4	(+0.7)	24.7	(-3.9)	64.9	(+3.2)	-54.5	(-2.5)
Versicherungen	16.8	(-3.9)	22.1	(-13.5)	61.1	(+17.4)	-44.3	(-21.3)
Fahrzeuge	8.0	(-5.3)	42.5	(-9.2)	49.5	(+14.5)	-41.5	(-19.8)
Chemie/Pharma	14.8	(+3.0)	52.6	(+2.4)	32.6	(-5.4)	-17.8	(+8.4)
Stahl/NE-Metalle	10.6	(-0.2)	49.3	(+0.5)	40.1	(-0.3)	-29.5	(+0.1)
Elektro	10.3	(-3.6)	58.7	(+1.3)	31.0	(+2.3)	-20.7	(-5.9)
Maschinen	14.1	(+1.6)	45.8	(-6.9)	40.1	(+5.3)	-26.0	(-3.7)
Konsum/Handel	15.1	(-3.8)	51.9	(+0.2)	33.0	(+3.6)	-17.9	(-7.4)
Bau	8.4	(-0.8)	42.1	(-1.2)	49.5	(+2.0)	-41.1	(-2.8)
Versorger	28.0	(+2.8)	63.8	(-1.8)	8.2	(-1.0)	19.8	(+3.8)
Dienstleister	21.4	(-6.2)	60.1	(+1.9)	18.5	(+4.3)	2.9	(-10.5)
Telekommunikation	24.5	(+2.2)	51.4	(+10.1)	24.1	(-12.3)	0.4	(+14.5)
Inform.-Technologien	22.9	(-2.2)	48.8	(+5.5)	28.3	(-3.3)	-5.4	(+1.1)

Bemerkung: An der Oktober-Umfrage des Finanzmarkttests vom 01.10.-16.10.01 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 Oktober 2001

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Oktober 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 01.10.-16.10.01 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.)
<b>Inflationsrate</b>			
Euroraum	2.7	2.3	(0.4)
Deutschland	2.1	1.8	(0.4)
USA	2.7	2.5	(0.3)
Japan	-0.9	-0.9	(0.2)
Großbritannien	2.0	1.9	(0.2)
Frankreich	1.5	1.1	(0.4)
Italien	2.6	2.3	(0.4)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	3.6	2.9	(0.5)
USA	2.3	1.9	(0.3)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	4.4	4.0	(0.3)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4.7	4.7	(0.3)
USA	4.6	4.6	(0.3)
Japan	1.4	1.4	(0.2)
Großbritannien	4.8	4.8	(0.3)
Frankreich	4.8	4.8	(0.3)
Italien	5.0	5.0	(0.3)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	3380	3620	(210)
DAX (Deutschland)	4510	4840	(290)
NEMAX 50 (Deutschland)	860	910	(50)
Dow Jones Industrial (USA)	9180	9730	(650)
Nikkei 225 (Japan)	10280	10610	(560)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5030	5310	(280)
CAC-40 (Frankreich)	4200	4470	(250)
MIBtel (Italien)	21140	22540	(1370)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.91	0.93	(0.03)
Yen	109.90	113.10	(2.70)
Brit. Pfund	0.62	0.63	(0.01)
Schw. Franken	1.48	1.49	(0.03)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	20.90	21.60	(2.20)