

# F. ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

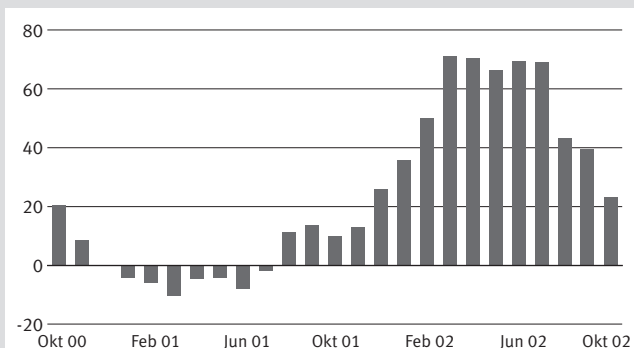
Jahrgang 11 · Nr. 11 · November 2002

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 30.9. – 15.10.02 (Redaktionsschluss 18.10.02) 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: Leichter Hoffnungsschimmer

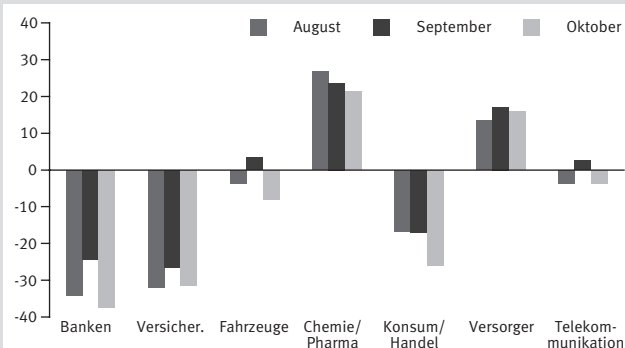
Ob die jüngsten Aktienkursgewinne von Dauer sein werden, ist noch unklar. Zum einen gab es in dem seit über zwei Jahren anhaltenden Bärenmarkt wiederholt kurze Kursaufschwünge – wie zuletzt im vierten Quartal des vergangenen Jahres. Im Rückblick jedoch erwiesen sich diese lediglich als „Bullenfallen“ in einem anhaltendem Abwärtstrend. Zum anderen spricht für eine Bodenbildung, dass die Märkte mittlerweile ein Mehrjahrestief erreicht haben. Der DAX etwa hat alleine im September 23 Prozent verloren und damit eines seiner schlechtesten Monatsergebnisse überhaupt verzeichnet. Weiterhin gibt es von der Europäischen Zentralbank erste Zeichen auf eine bevorstehende Zinssenkung. Dies könnte die Aktienmärkte stützen. Die Finanzanalysten rechnen bereits seit längerem mit einer Verringerung der Kurzfristzinsen. Aus der Oktoberumfrage läßt sich errechnen, dass bis Jahresende eine Senkung um 25 Basispunkte erwartet wird. Welche Auswirkungen die Geldpolitik auf die Stimmung der Anleger hat, zeigt sich bei einer getrennten Betrachtung der Umfrageergebnisse vor und nach der letzten EZB-Sitzung am 10. Oktober. Dort wurden zwar die Zinsen konstant gehalten, in der anschließenden Erklärung wurden jedoch explizit die Gefahren

### Konjunkturerwartungen Deutschland



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

### Deutschland: Brancheneinschätzungen



Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Ertragslage der Unternehmen in sechs Monaten. Quelle: ZEW

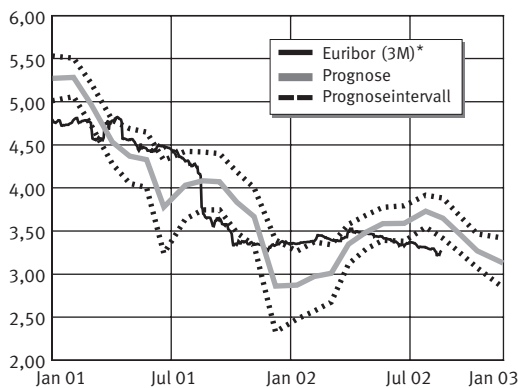
der Unsicherheit auf den Finanzmärkten für die Konjunktur anerkannt. Während vor der Sitzung die Konjunktur- und Aktienmarktaussichten von den Analysten sehr verhalten beurteilt wurden, zeigte sich danach eine erhebliche Verbesserung der Einschätzungen. Ein weiterer Grund für diesen Stimmungswechsel stellen auch die starken Kursgewinne im DAX dar. Knapp 70 Prozent der Experten gehen davon aus, dass das deutsche Aktienbarometer in sechs Monaten einen höheren Stand als derzeit aufweist. Favorisiert wird von den befragten Experten die Chemie- und Pharmabranche. Diese profitiert typischerweise zu Beginn eines Konjunkturzykluses und stellt somit eine Wette auf ein Ende des Konjunkturabswungs dar.

Auf dem Devisenmarkt zeigen sich die befragten Analysten enttäuscht darüber, dass es dem Euro nicht gelingt, seinen Aufwärtstrend gegenüber dem US-Dollar fortzusetzen. Immer mehr von ihnen erwarten daher, dass die US-Währung in den nächsten Monaten weiter an Stärke gewinnen wird. Ob sich diese Erwartung bewahrheitet, wird auch von der weiteren Konjunktur-entwicklung in den Vereinigten Staaten relativ zur Eurozone abhängen. ◀

Felix Hüfner

## ECB-Watch: Zinspolitik am Scheideweg

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



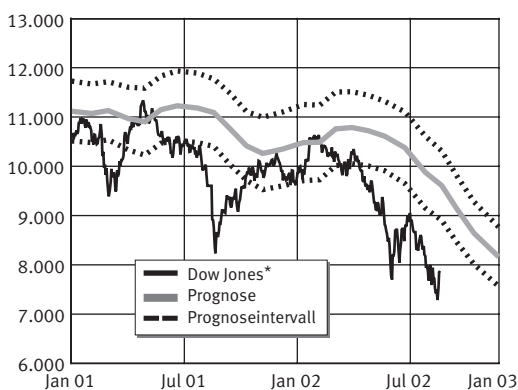
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Eine Zinssenkung der EZB in den kommenden drei Monaten wird wahrscheinlicher. Der Anteil derjenigen, die eine Zinssenkung erwarten, ist mit 45,9 Prozent mittlerweile größer als das Lager derjenigen, die ein unverändertes Zinsniveau vermuten (44,3 Prozent). Daraus errechnet sich eine Prognose von 3,1 Prozent für den 3-Monats-Euribor im Januar. Dies ist mit einer Senkung des Refinanzierungssatzes der EZB von jetzt 3,25 Prozent um 25 Basispunkte vereinbar. Wichtigster

Grund sind offensichtlich die nochmals deutlich verschlechterten Konjunkturaussichten. Auch die Inflationserwartungen geben Schützenhilfe: Steigende Inflationsraten für den Euroraum werden nur von 11,7 Prozent der Befragten erwartet. Mehr als ein Fünftel der Befragten geht sogar von einem Rückgang der Preissteigerungsrate aus. Darin spiegelt sich auch eine leichte Entspannung an der Ölpreisfront wider, wobei die Erwartungen hier sehr unsicher sind. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

## USA: Konsumentenvertrauen auf harte Probe gestellt

### Dow Jones: Entwicklung und Prognose



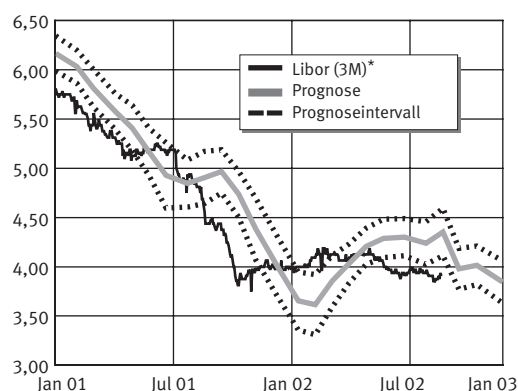
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Der Konsumentenvertrauensindex des Conference Board ist im September den vierten Monat in Folge gesunken. Eingebrochene Aktienkurse, der schwache Arbeitsmarkt und die Angst vor einem Krieg im Irak verunsichern die Konsumenten. Befürchtet wird nun, dass der wichtigste Konjunkturmotor, der private Konsum, ins Stottern geraten könnte. Vor diesem Hintergrund nehmen die Experten ihre Konjunkturerwartungen zurück. Statt über 53 erwarten nur noch 45 Pro-

zent der Analysten mittelfristig eine Verbesserung. Trotz ungünstigerer Konjunkturaussichten bleiben sie bei ihrer moderat positiven Einschätzung des US-Aktienmarkts. Der Dow-Jones wird in drei Monaten bei 8.200 Punkten gesehen. Den Aktienmarkt könnten niedrigere Geldmarktzinsen beflügeln. Bereits jeder dritte Finanzexperte erwartet mittelfristig niedrigere Zinsen. Die Gefahr einer steigenden Inflation erscheint aus ihrer Sicht immer unwahrscheinlicher. ◀ *Volker Kleff*

## Großbritannien: Inflation bleibt im Schach

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose

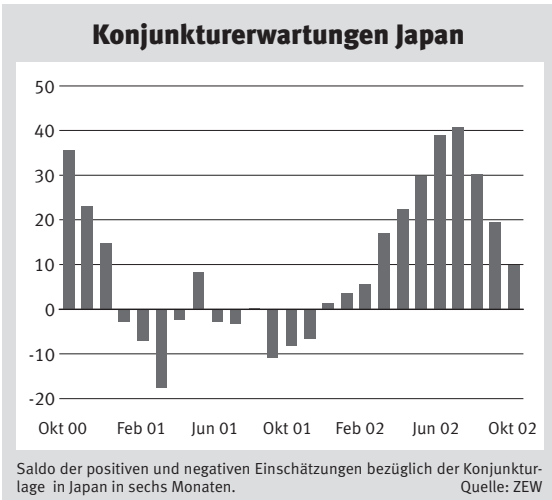


Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Auch im September hielt der Preisanstieg im Immobiliensektor unvermindert an. Im Monatsvergleich stiegen die Immobilienpreise um 2,1 Prozent. Die höheren Immobilienpreise kompensieren die fallenden Aktienkurse und schwächen die Konjunkturertrübung ab. Im Oktober sank der Anteil der Konjunkturoptimisten unter den Experten lediglich von 31 auf 26 Prozent. Trotz der höheren Immobilienpreise sehen die Analysten nur geringe Inflationsrisiken. Es wird erwartet,

dass die Inflation auf Sicht von sechs Monaten etwa auf dem derzeitigen Niveau von 1,7 Prozent verharren wird. Diese Aussichten geben genügend Spielraum, um zur Konjunkturbelebung die kurzfristigen Zinsen von derzeit vier Prozent zu senken. Bereits jeder vierte Experte erwartet mittelfristig niedrigere Zinsen. Die Experten bewerten indes die Aussichten für den Aktienmarkt weiter vorsichtig. Der Footsie wird ihrer Meinung nach auf 4.100 Punkte bis Januar 2003 steigen. ◀ *Volker Kleff*

# Japan: Drastische Methoden zur Deflationsbekämpfung



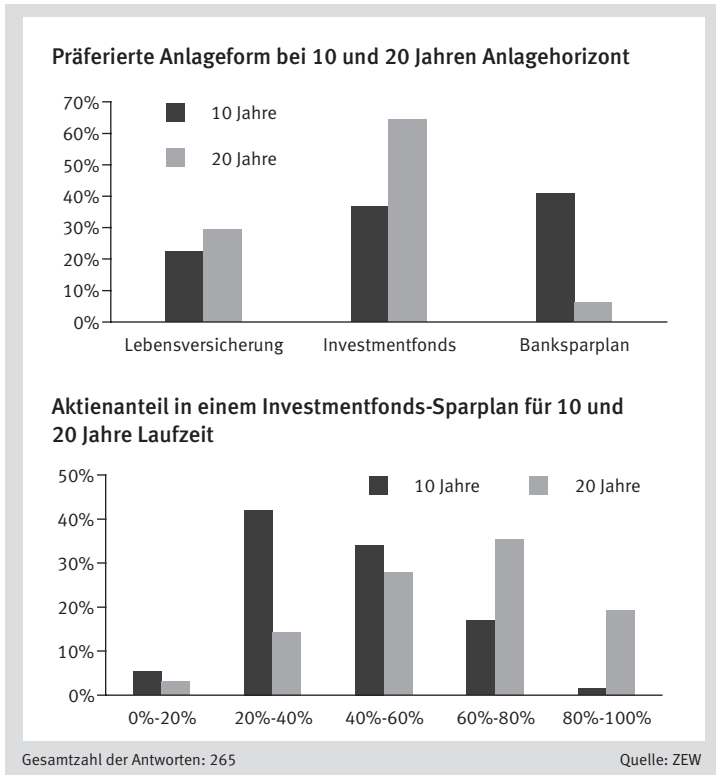
Heizo Takenaka, der neue Mann an der Spitze der Finanzaufsicht, will mit radikalen Methoden Japan aus der Krise führen. Der Wirtschaftsprofessor fordert eine strengere Klassifizierung der Kreditnehmer und höhere Rückstellungen für Problemkredite. Er will nun auch größere Konkurse von gefährdeten Unternehmen zulassen. Auch die Bank von Japan ist zu drastischen Maßnahmen bereit. Als letztes Mittel will sie nun selbst Aktien aus den Beständen der Banken kaufen, um die japani-

sche Bankenwelt zu stützen. Damit signalisiert sie Entschlossenheit, die Deflation als Ursache der Finanzkrise zu bekämpfen. Von diesen Planungen zeigen sich die Analysten unbeeindruckt. Zu oft sind Ankündigungen nicht umgesetzt worden. Der Anteil der Konjunkturoptimisten geht von 25 auf 17 Prozent zurück. Auch die Erwartungen für den Aktienmarkt können sich nicht verbessern. Dem Nikkei werden nur gut 9.000 Punkte in den nächsten drei Monaten zugetraut. ◀ Volker Kleff

# Sonderfrage: Anlageempfehlungen für Riester-Rente

In diesem Jahr beginnt die so genannte Riester-Rentenreform. Arbeitnehmer, die einen Vertrag für eine private oder betriebliche Altersvorsorge bis Ende des Jahres abschließen, können noch für 2002 die ersten staatlichen Zuschüsse erhalten. In der Sonderfrage nahmen 265 Analysten zu der Frage Stellung, welche Anlageform sie für die private Altersvorsorge im Rahmen der Riester-Rente für sinnvoll halten. Die möglichen Anlageformen sind Renten- beziehungsweise Kapitallebensversicherung, Investmentfonds-Sparplan und Banksparplan. Die Antworten sollten dabei nach zwei Anlagehorizonten (10 und 20 Jahre) differenziert werden. Abbildung 1 zeigt die Ergebnisse. Bei einer Laufzeit von 10 Jahren halten etwa 40 Prozent der Experten einen Banksparplan für die beste Alternative. Allerdings liegen Investmentfonds-Sparpläne mit etwa 37 Prozent nur knapp dahinter, während für Versicherungen nur 23 Prozent votierten. Bei der doppelten Laufzeit ändern sich die Resultate sehr deutlich. Mit 64 Prozent liegen jetzt die Investmentfonds klar an der Spitze der möglichen Anlageformen, während fast niemand mehr für Banksparpläne gestimmt hat. Bei den Antworten kommt ganz klar das je nach Laufzeit unter-

schiedliche Risiko der Anlagearten zum Tragen. Auch das inzwischen recht niedrige Bewertungsniveau von Aktien mag den hohen Stimmenanteil für Investmentfonds zusätzlich erklären. In der zweiten Teilfrage ging es um die optimale Aktienquote für einen Investmentfonds-Sparplan. Auch dabei sollte nach dem Anlagehorizont differenziert werden. Bei 10 Jahren Laufzeit wird im Durchschnitt eine Aktienquote von 39 Prozent gewählt, während bei 20 Jahren 57 Prozent an Aktien für sinnvoll gehalten werden. Abbildung 2 zeigt die Häufigkeit, mit der verschiedene Aktienquoten genannt wurden. Bei einem Anlagehorizont von 20 Jahren halten immerhin 35 Prozent der Experten einen Aktienanteil zwischen 60 und 80 Prozent für optimal. Die Grafik zeigt aber auch, dass die Antworten teilweise weit auseinander liegen. Dies drückt die vorhandene Unsicherheit in der Einschätzung des



Aktienmarktes aus. Allerdings macht die hohe Aktienquote bei 20 Jahren Laufzeit deutlich, dass die Arbeitnehmer sich bei ihrer Entscheidung nicht zu sehr von der aktuell negativen Situation der Aktienmärkte beeindrucken lassen sollten. ◀ Dr. Michael Schröder

## ZEW - Finanzmarkttest Oktober 2002: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	0.0	(-0.3)	26.9	(-6.2)	73.1	(+6.5)	-73.1	(-6.8)
Deutschland	0.0	(-0.3)	9.5	(-5.6)	90.5	(+5.9)	-90.5	(-6.2)
USA	1.6	(+0.6)	45.2	(-5.1)	53.2	(+4.5)	-51.6	(-3.9)
Japan	0.0	(+/-0.0)	3.9	(-3.3)	96.1	(+3.3)	-96.1	(-3.3)
Großbritannien	3.7	(+1.9)	66.3	(-2.5)	30.0	(+0.6)	-26.3	(+1.3)
Frankreich	0.7	(-0.7)	33.9	(-4.5)	65.4	(+5.2)	-64.7	(-5.9)
Italien	0.7	(-0.7)	22.3	(-2.7)	77.0	(+3.4)	-76.3	(-4.1)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	42.8	(-7.2)	48.7	(+5.7)	8.5	(+1.5)	34.3	(-8.7)
Deutschland	35.5	(-13.0)	52.4	(+9.9)	12.1	(+3.1)	23.4	(-16.1)
USA	45.4	(-7.7)	43.8	(+7.6)	10.8	(+0.1)	34.6	(-7.8)
Japan	16.8	(-8.3)	76.3	(+6.9)	6.9	(+1.4)	9.9	(-9.7)
Großbritannien	25.7	(-5.7)	59.9	(+2.0)	14.4	(+3.7)	11.3	(-9.4)
Frankreich	40.2	(-8.0)	48.7	(+6.1)	11.1	(+1.9)	29.1	(-9.9)
Italien	38.8	(-8.2)	50.7	(+6.2)	10.5	(+2.0)	28.3	(-10.2)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	11.7	(-6.3)	65.8	(-0.9)	22.5	(+7.2)	-10.8	(-13.5)
Deutschland	15.8	(-4.6)	63.0	(-2.6)	21.2	(+7.2)	-5.4	(-11.8)
USA	21.7	(-4.8)	65.6	(+1.5)	12.7	(+3.3)	9.0	(-8.1)
Japan	12.7	(-2.0)	80.6	(+0.7)	6.7	(+1.3)	6.0	(-3.3)
Großbritannien	16.5	(-5.7)	69.6	(+1.6)	13.9	(+4.1)	2.6	(-9.8)
Frankreich	12.0	(-6.1)	66.7	(-1.4)	21.3	(+7.5)	-9.3	(-13.6)
Italien	13.7	(-7.2)	63.9	(-1.0)	22.4	(+8.2)	-8.7	(-15.4)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	9.8	(-2.2)	44.3	(-24.4)	45.9	(+26.6)	-36.1	(-28.8)
USA	11.4	(-6.4)	55.7	(-7.8)	32.9	(+14.2)	-21.5	(-20.6)
Japan	3.6	(-0.9)	93.5	(-0.9)	2.9	(+1.8)	0.7	(-2.7)
Großbritannien	11.9	(-5.3)	63.3	(-5.9)	24.8	(+11.2)	-12.9	(-16.5)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	44.5	(-1.8)	39.1	(-4.2)	16.4	(+6.0)	28.1	(-7.8)
USA	47.7	(-4.0)	39.7	(-0.5)	12.6	(+4.5)	35.1	(-8.5)
Japan	24.6	(+0.3)	72.1	(-2.5)	3.3	(+2.2)	21.3	(-1.9)
Großbritannien	39.2	(-2.9)	49.7	(+0.1)	11.1	(+2.8)	28.1	(-5.7)
Frankreich	45.2	(-0.7)	40.8	(-3.3)	14.0	(+4.0)	31.2	(-4.7)
Italien	46.0	(-0.8)	39.6	(-3.7)	14.4	(+4.5)	31.6	(-5.3)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	69.8	(+2.2)	20.8	(-1.6)	9.4	(-0.6)	60.4	(+2.8)
DAX (Deutschland)	69.2	(+0.7)	20.3	(-0.6)	10.5	(-0.1)	58.7	(+0.8)
NEMAX 50 (Deutschland)	45.0	(-5.4)	32.1	(-2.3)	22.9	(+7.7)	22.1	(-13.1)
Dow Jones Industrial (USA)	63.7	(-0.2)	24.5	(+0.1)	11.8	(+0.1)	51.9	(-0.3)
Nikkei 225 (Japan)	50.1	(-4.2)	40.7	(+3.2)	9.2	(+1.0)	40.9	(-5.2)
FT-SE-100 (Großbritannien)	65.1	(-1.2)	24.8	(+0.3)	10.1	(+0.9)	55.0	(-2.1)
CAC-40 (Frankreich)	66.7	(-1.1)	22.0	(-1.3)	11.3	(+2.4)	55.4	(-3.5)
MIBtel (Italien)	66.9	(+0.5)	22.6	(-2.4)	10.5	(+1.9)	56.4	(-1.4)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	13.4	(+2.0)	47.8	(+6.9)	38.8	(-8.9)	-25.4	(+10.9)
Yen	6.1	(-0.3)	44.6	(+0.1)	49.3	(+0.2)	-43.2	(-0.5)
Brit. Pfund	8.9	(+4.3)	49.7	(+1.5)	41.4	(-5.8)	-32.5	(+10.1)
Schw. Franken	15.4	(+3.9)	67.2	(+2.7)	17.4	(-6.6)	-2.0	(+10.5)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	29.3	(-3.1)	35.2	(-3.2)	35.5	(+6.3)	-6.2	(-9.4)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	15.2	(-1.8)	32.0	(-9.5)	52.8	(+11.3)	-37.6	(-13.1)
Versicherungen	19.8	(+0.5)	29.0	(-5.7)	51.2	(+5.2)	-31.4	(-4.7)
Fahrzeuge	18.1	(-5.4)	55.7	(-0.7)	26.2	(+6.1)	-8.1	(-11.5)
Chemie/Pharma	31.4	(-3.3)	58.6	(+4.4)	10.0	(-1.1)	21.4	(-2.2)
Stahl/NE-Metalle	25.5	(-4.4)	55.9	(+1.7)	18.6	(+2.7)	6.9	(-7.1)
Elektro	21.8	(+1.1)	58.1	(-1.2)	20.1	(+0.1)	1.7	(+1.0)
Maschinen	23.3	(+1.6)	50.9	(-2.0)	25.8	(+0.4)	-2.5	(+1.2)
Konsum/Handel	15.6	(-3.6)	42.9	(-1.7)	41.5	(+5.3)	-25.9	(-8.9)
Bau	11.7	(-15.1)	47.9	(+2.5)	40.4	(+12.6)	-28.7	(-27.7)
Versorger	24.8	(-0.4)	66.3	(-0.4)	8.9	(+0.8)	15.9	(-1.2)
Dienstleister	23.7	(-0.4)	63.8	(-1.3)	12.5	(+1.7)	11.2	(-2.1)
Telekommunikation	24.0	(-1.7)	48.4	(-2.7)	27.6	(+4.4)	-3.6	(-6.1)
Inform.-Technologien	22.1	(-0.7)	49.3	(-6.1)	28.6	(+6.8)	-6.5	(-7.5)

Bemerkung: An der Oktober-Umfrage des Finanzmarkttests vom 30.09.-15.10.02 beteiligten sich 319 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 2002

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Oktober 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 30.09.-15.10.02 beteiligten sich 319 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	2.1	<b>2.1</b>	(0.2)
Deutschland	1.0	<b>1.0</b>	(0.2)
USA	1.8	<b>1.8</b>	(0.2)
Japan	-0.9	<b>-0.9</b>	(0.2)
Großbritannien	1.7	<b>1.7</b>	(0.2)
Frankreich	1.8	<b>1.8</b>	(0.2)
Italien	2.6	<b>2.6</b>	(0.2)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	3.3	<b>3.1</b>	(0.3)
USA	1.6	<b>1.5</b>	(0.2)
Japan	0.1	<b>0.1</b>	(0.1)
Großbritannien	3.9	<b>3.8</b>	(0.2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4.4	<b>4.6</b>	(0.4)
USA	3.7	<b>3.9</b>	(0.3)
Japan	1.1	<b>1.2</b>	(0.2)
Großbritannien	4.5	<b>4.6</b>	(0.3)
Frankreich	4.5	<b>4.7</b>	(0.3)
Italien	4.7	<b>4.9</b>	(0.3)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	2270	<b>2450</b>	(190)
DAX (Deutschland )	2800	<b>3020</b>	(240)
NEMAX 50 (Deutschland)	340	<b>350</b>	(30)
Dow Jones Industrial (USA)	7690	<b>8160</b>	(600)
Nikkei 225 (Japan)	8740	<b>9050</b>	(430)
FT-SE 100 (Großbritannien)	3840	<b>4090</b>	(280)
CAC-40 (Frankreich)	2820	<b>3020</b>	(240)
MIBtel (Italien)	16160	<b>17280</b>	(1290)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.99	<b>1.00</b>	(0.02)
Yen	121.70	<b>123.50</b>	(2.30)
Brit. Pfund	0.63	<b>0.64</b>	(0.01)
Schw. Franken	1.46	<b>1.46</b>	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	28.40	<b>28.00</b>	(5.00)