

# ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

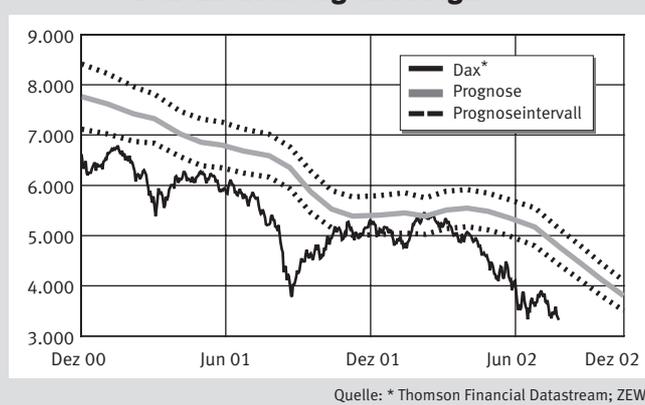
Jahrgang 11 · Nr. 10 · Oktober 2002

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 26.8. – 17.9.02 (Redaktionsschluss 20.9.02) 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: Dax und Ölpreis bremsen Konjunktur

Die Erwartungen für die mittelfristige Entwicklung der Konjunktur im Euroraum sinken. Nur noch 50 Prozent der Analysten sehen eine Verbesserung der Wirtschaftslage auf Sicht der nächsten sechs Monate – im Juli waren es noch knapp drei Viertel. Ähnlich eingetrübt zeigen sich die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland, die im September zum dritten Mal in Folge gefallen sind und damit wieder auf dem Niveau vom Jahresanfang stehen. Verantwortlich für die anhaltende Verschlechterung der Stimmung ist zum einen der abermalige Rückgang der Aktienkurse. So hat der Dax in diesem Monat bisher gut zehn Prozent verloren. Untersuchungen zeigen, dass die Entwicklung des Dax der deutschen Konjunkturentwicklung um etwa fünf Monate vorausläuft. Hoffnung für die konjunkturelle Zukunft gibt daher allenfalls die Erwartung der befragten Experten, dass das deutsche Aktienbarometer bis zum Jahresende einen Boden finden wird. Bis Dezember wird dabei ein Indexstand von rund 3.800 Punkten erwartet. Ein weiterer Hoffnungsschimmer könnte nach Ansicht der Befragten von Seiten der Geldpolitik kommen. Erstmals seit sieben Monaten übersteigt die Zahl derer, die eine Zinssenkung der Europäischen Zentralbank erwarten die

### Dax: Entwicklung und Prognose

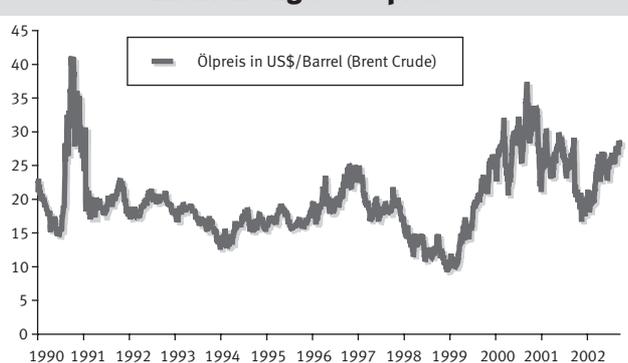


Zahl derjenigen, die eine Erhöhung prognostizieren. Die Mehrheit allerdings prognostiziert noch immer ein unverändertes Zinsniveau bis Dezember.

Belastend für die Konjunktur diesseits und jenseits des Atlantiks wirkt sich der durch einen drohenden Irak-Konflikt gestiegene Ölpreis aus. Experten zufolge beinhaltet der derzeitige Preis von etwa 28 US-Dollar pro Barrel bereits eine Prämie für einen eventuellen Krieg gegen den Irak. Die befragten Finanzexperten glauben, dass sich dieses Niveau beim Ölpreis über die nächsten sechs Monate halten wird, ein Drittel von ihnen prognostiziert sogar noch höhere Notierungen. Diese Umfrageergebnisse beinhalten freilich noch nicht die jüngsten Nachrichten über eine eventuelle Änderung in der Haltung des Irak. Neben den negativen Auswirkungen des Ölpreises auf die Konjunktur sehen die Analysten offensichtlich auch Konsequenzen für den Wechselkurs des US-Dollar. Leicht angestiegen ist das Lager derjenigen, die eine Aufwertung des Greenback gegenüber dem Euro erwarten. Da Öl in US-Dollar bezahlt wird, sorgt ein gestiegener Ölpreis für zusätzliche Nachfrage nach der US-Währung, was eine leichte Aufwertung zur Folge haben könnte. ◀

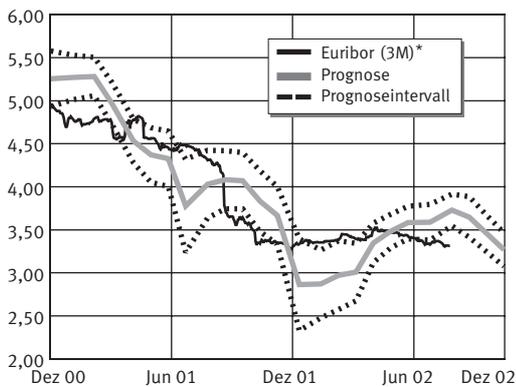
Felix Hüfner

### Entwicklung des Ölpreises



## ECB-Watch: Kein Zinsschritt vor Dezember

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



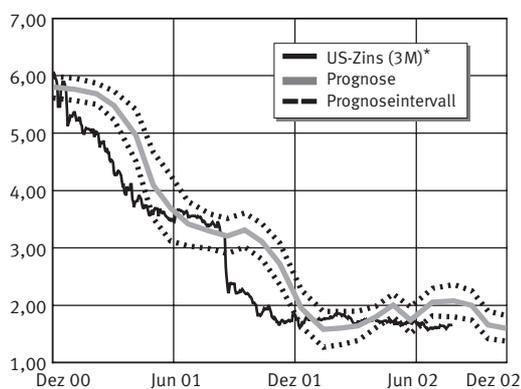
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Wie im August ist es auch im September zu einer weiteren markanten Veränderung bei den geldpolitischen Erwartungen gekommen. Innerhalb von nur zwei Monaten hat sich damit die Einschätzung der geldpolitischen Lage drastisch verändert. Während noch im Juli eine Zinserhöhung durch die EZB für eine große Mehrheit der Finanzexperten nur noch eine Frage der Zeit war, ist diese Einschätzung im September schon fast zur Außenseitermeinung geworden. Die auf Basis

der Umfragedaten berechnete EZB-Prognose zeigt, dass die Finanzmarktakteure offensichtlich Wim Duisenberg Glauben schenken, der das Zinsniveau auf „absehbare Zeit“ für angemessen hält: Für Dezember wird mit 3,3 Prozent ein unverändertes Niveau beim 3-Monats-Euribor prognostiziert. Damit scheinen sich im Urteil der meisten befragten Finanzanalysten derzeit die Argumente für und gegen eine Zinssenkung gerade die Waage zu halten. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## USA: Rezessionsorgen nehmen ab

### US-Zins: Entwicklung und Prognose



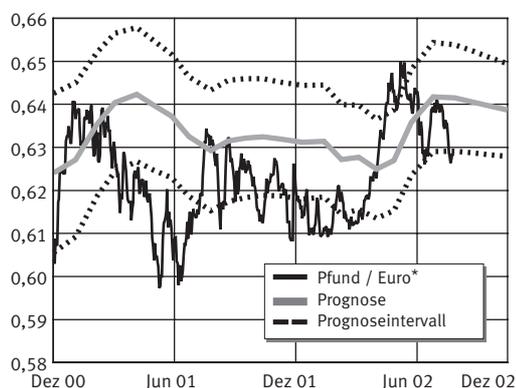
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Der jüngste Konjunkturbericht der US-Zentralbank signalisiert einen stockenden Konjunkturaufschwung. Auch fast jeder zweite Finanzexperte bewertet die derzeitige Wirtschaftslage als schlecht. Vor zwei Monaten war noch nicht einmal jeder dritte dieser Ansicht. Gleichzeitig meinen jedoch wie im Vormonat mehr als 50 Prozent der Analysten, dass es mittelfristig wieder konjunkturell aufwärts gehen werde. Da die weiteren Konjunkturaussichten verhalten positiv beurteilt werden,

erscheint eine erneute Rezession unwahrscheinlich. Vor dem Hintergrund einer schwächelnden Konjunktur und sinkender Inflationserwartungen rechnen die befragten Experten nicht länger mit einer Erhöhung der Kurzfristzinsen. Der geldpolitische Kurs wird auf Sicht von sechs Monaten als neutral eingestuft. Der Aktienmarkt wird daher optimistischer gesehen. Nach Ansicht der Analysten sollte der Dow Jones mittelfristig auf über 9.000 Punkte steigen. ◀ *Volker Kleff*

## Großbritannien: Pfund im Aufwind

### Pfund: Entwicklung und Prognose



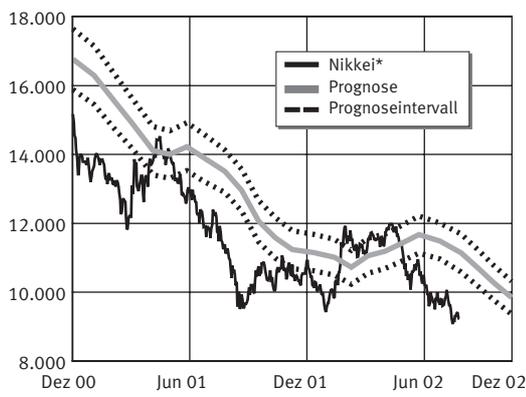
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Diesmal zeigt sich kein enger Konjunkturverbund mit den USA. Wie auch in anderen europäischen Ländern verschlechtern sich aus Sicht der Finanzexperten die Konjunkturaussichten im September, während sie sich in den USA verbessern. Weniger als jeder dritte Experte sieht eine Verbesserung. Der hohe Anteil des wenig zyklischen tertiären Sektors und die robuste Binnenfrage können die mittelfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum nicht bes-

sern. Als problematisch erweist sich das Pfund-Sterling, dessen hohe Bewertung den Außenhandel dämpft. Zudem rechnen immer weniger Analysten künftig mit einer Abwertung gegenüber dem Euro. Ein EU-Beitritt liegt wegen der Überbewertung der britischen Währung daher wohl noch in weiter Ferne. Insgesamt sehen die befragten Finanzexperten die Aussichten für den FTSE-100 weiter moderat. Der Index sollte bis Dezember ein Niveau von 4.450 Punkte erreichen. ◀ *Volker Kleff*

# Japan: Neue Krisenstimmung in Fernost

## Nikkei: Entwicklung und Prognose



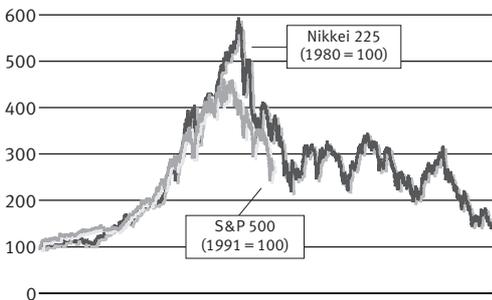
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die weltweite Schwäche der Aktienmärkte hat auch vor dem Nikkei nicht Halt gemacht. Für die Banken hat das fatale Konsequenzen. Die Aktienkurse haben nun ein so tiefes Niveau erreicht, dass die Schiefelage vieler Institute erneut existenzgefährdet werden könnte. Nach Angaben der japanischen Finanzaufsichtsbehörde muß die Branche noch faule Kredite in Höhe von etwa 425 Milliarden Euro abschreiben. Steigen die Aktienkurse aber nicht bis Ende September wieder kräftig an,

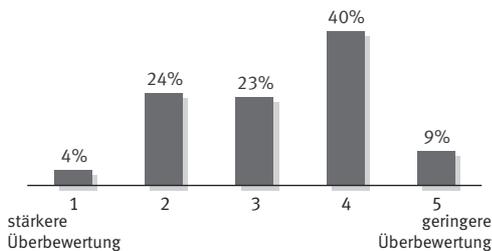
müssen die Banken auch noch Abschreibungen auf das Aktienportfolio vornehmen. Seit einem Jahr müssen die Aktien zum Marktwert bilanziert werden. Neue Bankenpleiten könnten die Folge sein. Auch wenn die Aktienkurse so niedrig sind wie seit 19 Jahren nicht mehr, ist der Optimismus für den Nikkei daher deutlich gefallen. Nur noch eine knappe Mehrheit sieht höhere Notierungen in drei Monaten. Der Nikkei wird in drei Monaten bei 9.800 Punkten gesehen. ◀ *Volker Kleff*

# Sonderfrage: Droht den USA ein „japanisches“ Jahrzehnt?

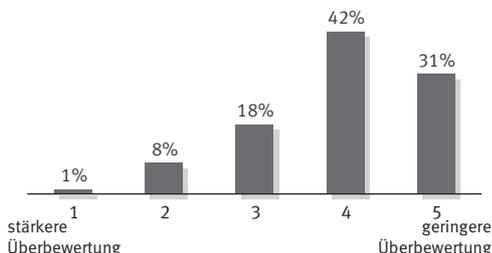
## Nikkei und S&P 500 im Vergleich



Glauben Sie, dass der US-Aktienmarkt im Jahr 2000 ähnlich überbewertet war wie der Nikkei Anfang 1990?



Wie beurteilen Sie den aktuellen US-Immobilienmarkt im Vergleich zum japanischen Anfang der 90er Jahre?



Gesamtzahl der Antworten: 269

Quelle: ZEW

Neben der Diskussion über die Gefahren einer Double-dip Rezession in den USA, beschäftigt derzeit ein weiteres Thema die Volkswirte: Droht den Vereinigten Staaten nach dem Platzen der Aktienmarktblase ein ähnliches Schicksal wie der japanischen Volkswirtschaft? Diese hatte nach dem Boom der 80er Jahre in den vergangenen zehn Jahren mit anhaltend schwachem Wachstum und vor allem mit der Deflation zu kämpfen. In der Sonderfrage wurden 270 Analysten zu den Parallelen zwischen der früheren japanischen und der derzeitigen amerikanischen Situation befragt.

Ein Blick auf den Verlauf der Aktienkurse in Japan seit 1980 und den USA seit 1991 (Grafik 1) zeigt frappierende Ähnlichkeiten: Der Anstieg der Kurse verlief in ähnlichem Tempo, auch wenn der Nikkei-Index etwas höher stieg (freilich dann auch schneller gefallen ist). Betrachtet man den Verlauf des Nikkei nach Platzen der Blase, dann stehen dem US-Aktienmarkt viele magere Jahre bevor. Diese Sicht wird gestützt durch die Meinung der Analysten: Die Mehrheit von ihnen glaubt,

dass die Überbewertung des US-Aktienmarktes in der Hochphase gleich oder nur wenig geringer war als im Nikkei-Index Anfang der 90er Jahre. Anders sieht es hingegen mit der Beurteilung des Immobilienmarktes aus: Hier glaubt die Mehrheit der Befragten, dass der US-Markt eine deutlich geringere Überbewertung aufweist als der japanische Markt Anfang der 90er Jahre. Für die Übertreibung in Japan wird häufig das Beispiel des Kaiserpalastareals in Tokio angeführt, dessen Wert im Jahre 1992 dem Wert von ganz Kalifornien entsprach. Eine mögliche Folge einer Immobilien- und Aktienblase könnte eine Phase schwachen Wachstums mit deflationären Tendenzen sein. Japan hat seit Jahren mit dem Phänomen sinkender Konsumentenpreise zu kämpfen. In den USA ist die Rendite langfristiger Treasury Bonds bereits auf das Niveau von 1963 gefallen – ein Zeichen äußerst niedriger Inflationserwartungen auf den Finanzmärkten. Immerhin gut ein Fünftel der befragten Analysten sieht die Gefahr eines Abgleitens der USA in eine Deflationsspirale. ◀ *Felix Hüfner*

## ZEW - Finanzmarkttest September 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.3	(+/-0.0)	33.1	(-8.9)	66.6	(+8.9)	-66.3	(-8.9)
Deutschland	0.3	(-0.1)	15.1	(-5.3)	84.6	(+5.4)	-84.3	(-5.5)
USA	1.0	(-0.9)	50.3	(-2.6)	48.7	(+3.5)	-47.7	(-4.4)
Japan	0.0	(-1.6)	7.2	(-2.7)	92.8	(+4.3)	-92.8	(-5.9)
Großbritannien	1.8	(-1.6)	68.8	(+0.5)	29.4	(+1.1)	-27.6	(-2.7)
Frankreich	1.4	(+0.1)	38.4	(-6.1)	60.2	(+6.0)	-58.8	(-5.9)
Italien	1.4	(+0.7)	25.0	(-11.1)	73.6	(+10.4)	-72.2	(-9.7)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	50.0	(-4.3)	43.0	(+4.0)	7.0	(+0.3)	43.0	(-4.6)
Deutschland	48.5	(-4.2)	42.5	(+4.5)	9.0	(-0.3)	39.5	(-3.9)
USA	53.1	(+2.9)	36.2	(-1.7)	10.7	(-1.2)	42.4	(+4.1)
Japan	25.1	(-8.3)	69.4	(+6.1)	5.5	(+2.2)	19.6	(-10.5)
Großbritannien	31.4	(-0.3)	57.9	(-0.8)	10.7	(+1.1)	20.7	(-1.4)
Frankreich	48.2	(-2.6)	42.6	(+1.5)	9.2	(+1.1)	39.0	(-3.7)
Italien	47.0	(-1.0)	44.5	(+1.0)	8.5	(+/-0.0)	38.5	(-1.0)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	18.0	(+0.1)	66.7	(+3.2)	15.3	(-3.3)	2.7	(+3.4)
Deutschland	20.4	(+0.2)	65.6	(+2.8)	14.0	(-3.0)	6.4	(+3.2)
USA	26.5	(-3.4)	64.1	(+3.7)	9.4	(-0.3)	17.1	(-3.1)
Japan	14.7	(+2.5)	79.9	(-2.7)	5.4	(+0.2)	9.3	(+2.3)
Großbritannien	22.2	(+0.6)	68.0	(+1.4)	9.8	(-2.0)	12.4	(+2.6)
Frankreich	18.1	(+0.9)	68.1	(+1.9)	13.8	(-2.8)	4.3	(+3.7)
Italien	20.9	(+2.8)	64.9	(-0.9)	14.2	(-1.9)	6.7	(+4.7)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	12.0	(-14.9)	68.7	(+6.1)	19.3	(+8.8)	-7.3	(-23.7)
USA	17.8	(-9.9)	63.5	(+5.1)	18.7	(+4.8)	-0.9	(-14.7)
Japan	4.5	(-4.2)	94.4	(+4.1)	1.1	(+0.1)	3.4	(-4.3)
Großbritannien	17.2	(-11.0)	69.2	(+6.3)	13.6	(+4.7)	3.6	(-15.7)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	46.3	(+/-0.0)	43.3	(+2.1)	10.4	(-2.1)	35.9	(+2.1)
USA	51.7	(-0.9)	40.2	(+3.1)	8.1	(-2.2)	43.6	(+1.3)
Japan	24.3	(-0.2)	74.6	(+0.5)	1.1	(-0.3)	23.2	(+0.1)
Großbritannien	42.1	(-2.9)	49.6	(+3.2)	8.3	(-0.3)	33.8	(-2.6)
Frankreich	45.9	(-0.6)	44.1	(+2.0)	10.0	(-1.4)	35.9	(+0.8)
Italien	46.8	(+1.7)	43.3	(-0.7)	9.9	(-1.0)	36.9	(+2.7)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	67.6	(-2.1)	22.4	(+2.3)	10.0	(-0.2)	57.6	(-1.9)
DAX (Deutschland)	68.5	(-0.9)	20.9	(+0.8)	10.6	(+0.1)	57.9	(-1.0)
NEMAX 50 (Deutschland)	50.4	(-1.1)	34.4	(+4.4)	15.2	(-3.3)	35.2	(+2.2)
Dow Jones Industrial (USA)	63.9	(+4.5)	24.4	(+0.1)	11.7	(-4.6)	52.2	(+9.1)
Nikkei 225 (Japan)	54.3	(-9.7)	37.5	(+9.4)	8.2	(+0.3)	46.1	(-10.0)
FT-SE-100 (Großbritannien)	66.3	(+2.3)	24.5	(-1.2)	9.2	(-1.1)	57.1	(+3.4)
CAC-40 (Frankreich)	67.8	(-1.6)	23.3	(+2.8)	8.9	(-1.2)	58.9	(-0.4)
MIBtel (Italien)	66.4	(-0.8)	25.0	(+2.1)	8.6	(-1.3)	57.8	(+0.5)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	11.4	(+2.4)	40.9	(-1.2)	47.7	(-1.2)	-36.3	(+3.6)
Yen	6.4	(+1.0)	44.5	(-1.1)	49.1	(+0.1)	-42.7	(+0.9)
Brit. Pfund	4.6	(+0.5)	48.2	(+7.9)	47.2	(-8.4)	-42.6	(+8.9)
Schw. Franken	11.5	(+1.6)	64.5	(-1.5)	24.0	(-0.1)	-12.5	(+1.7)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	32.4	(+15.5)	38.4	(-24.7)	29.2	(+9.2)	3.2	(+6.3)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	17.0	(+5.7)	41.5	(-1.8)	41.5	(-3.9)	-24.5	(+9.6)
Versicherungen	19.3	(+3.1)	34.7	(-0.9)	46.0	(-2.2)	-26.7	(+5.3)
Fahrzeuge	23.5	(+2.7)	56.4	(+1.8)	20.1	(-4.5)	3.4	(+7.2)
Chemie/Pharma	34.7	(-2.6)	54.2	(+2.1)	11.1	(+0.5)	23.6	(-3.1)
Stahl/NE-Metalle	29.9	(+6.8)	54.2	(-2.0)	15.9	(-4.8)	14.0	(+11.6)
Elektro	20.7	(+1.7)	59.3	(-4.1)	20.0	(+2.4)	0.7	(-0.7)
Maschinen	21.7	(+3.6)	52.9	(-4.3)	25.4	(+0.7)	-3.7	(+2.9)
Konsum/Handel	19.2	(+1.8)	44.6	(-3.8)	36.2	(+2.0)	-17.0	(-0.2)
Bau	26.8	(+17.2)	45.4	(-1.6)	27.8	(-15.6)	-1.0	(+32.8)
Versorger	25.2	(+3.2)	66.7	(-2.8)	8.1	(-0.4)	17.1	(+3.6)
Dienstleister	24.1	(-8.0)	65.1	(+12.2)	10.8	(-4.2)	13.3	(-3.8)
Telekommunikation	25.7	(+3.3)	51.1	(-0.3)	23.2	(-3.0)	2.5	(+6.3)
Inform.-Technologien	22.8	(-0.3)	55.4	(+3.4)	21.8	(-3.1)	1.0	(+2.8)

Bemerkung: An der September-Umfrage des Finanzmarkttests vom 26.08.-17.09.02 beteiligten sich 301 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 September 2002

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom September 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 26.08.-17.09.02 beteiligten sich 301 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	1.9	<b>1.9</b>	(0.2)
Deutschland	1.1	<b>1.1</b>	(0.2)
USA	1.5	<b>1.5</b>	(0.2)
Japan	-0.8	<b>-0.8</b>	(0.2)
Großbritannien	1.5	<b>1.6</b>	(0.2)
Frankreich	1.8	<b>1.8</b>	(0.2)
Italien	2.5	<b>2.5</b>	(0.2)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	3.3	<b>3.3</b>	(0.2)
USA	1.6	<b>1.6</b>	(0.2)
Japan	0.1	<b>0.1</b>	(0.1)
Großbritannien	4.0	<b>4.0</b>	(0.2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4.5	<b>4.7</b>	(0.3)
USA	4.0	<b>4.2</b>	(0.3)
Japan	1.1	<b>1.2</b>	(0.1)
Großbritannien	4.5	<b>4.6</b>	(0.3)
Frankreich	4.6	<b>4.8</b>	(0.3)
Italien	4.7	<b>4.9</b>	(0.3)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	2650	<b>2830</b>	(210)
DAX (Deutschland )	3530	<b>3800</b>	(300)
NEMAX 50 (Deutschland)	460	<b>480</b>	(30)
Dow Jones Industrial (USA)	8530	<b>9060</b>	(660)
Nikkei 225 (Japan)	9460	<b>9840</b>	(480)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4170	<b>4450</b>	(300)
CAC-40 (Frankreich)	3300	<b>3530</b>	(240)
MIBtel (Italien)	18600	<b>19800</b>	(1280)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.98	<b>0.99</b>	(0.02)
Yen	116.90	<b>118.60</b>	(2.30)
Brit. Pfund	0.63	<b>0.64</b>	(0.01)
Schw. Franken	1.47	<b>1.48</b>	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	27.90	<b>28.10</b>	(4.40)