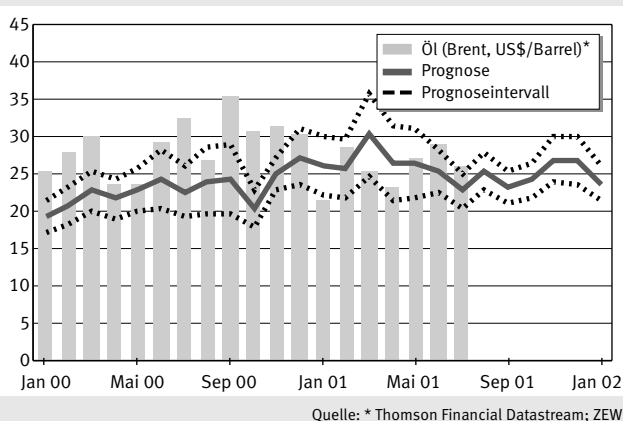


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 02.07. – 17.07.01 (Redaktionsschluß 20.07.01) werden im 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.

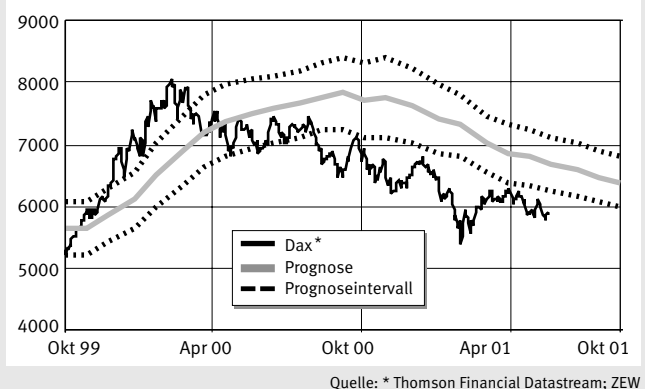
Euroraum: Pessimismus für den Neuen Markt

Abnehmende Inflationssorgen der Marktteilnehmer könnten sich als Zuspätkommen für Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank erweisen. So glauben mittlerweile gut drei Viertel der Finanzanalysten, dass die Preissteigerungsrate im Euroraum im nächsten halben Jahr sinken wird. Für Deutschland wird eine Inflationsrate von 2,5 Prozent erwartet. So sollte etwa der negative Einfluss des Ölpreises im Jahresverlauf abflauen. Der Rohölpreis hat sich seit seinen Höchstständen vom letzten Sommer bei 35 US\$/Barrel ein ganzes Stück weit entfernt. Von seinem derzeitigen Stand bei rund 25 US\$ sollte er sich nach Ansicht der Experten im nächsten halben Jahr leicht nach unten bewegen. Zu dieser Entwicklung trägt die weltweite Konjunkturabkühlung bei, die die Nachfrage nach Rohstoffen dämpft. Ein weiterer Schluss lässt sich aus den gefallen Inflationserwartungen ziehen: Offensichtlich erwarten die Experten bislang von der Euro-Bargeldeinführung im nächsten Januar keine signifikanten Preissteigerungen. Würde sich diese Ansicht in den nächsten Monaten bestätigen, so wäre dies sicherlich eine positive Nachricht für die Akzeptanz der neuen Währung in der Bevölkerung.

Ölpreis: Entwicklung und Prognose



Dax: Entwicklung und Prognose

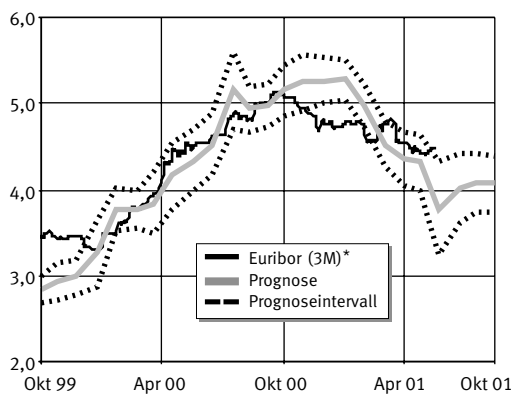


Die Einschätzung der deutschen Aktienbörsen ist in diesem Monat sehr differenziert ausgefallen. Während der Saldo zwischen Optimisten und Pessimisten für den DAX um gut fünf Prozentpunkte angestiegen ist, ist der Saldo für den Neuen Markt um mehr als sieben Punkte abgefallen. Dieses Ergebnis unterstützt die These, dass der Einbruch des Neuen Marktes kein zyklisches Phänomen mehr ist, sondern dass vielmehr strukturelle Schwächen dieses Börsensegmentes bestehen, die die Anleger von einem Investment anhalten. Vor diesem Hintergrund ist nur die Diskussion um eine Verschärfung der Ausschlusskriterien für einzelne Aktien oder die Reduzierung des NEMAX 50 auf einen NEMAX 20 zu nennen. Interessant ist in der Juli-Auswertung weiterhin, dass die europäischen Aktienmärkte unter den globalen Börsen nach wie vor am besten beurteilt werden. Offenbar erscheinen den befragten institutionellen Anlegern hier die Bewertungsniveaus trotz der derzeitigen Konjunkturflaute durchaus attraktiv zu sein. Als Kurzziele werden angegeben: 6.400 Punkte für den DAX und 1.350 Punkte für den NEMAX 50 bis Oktober. Der Euro Stoxx 50 wird sich nach Analystenmeinung in die Richtung von 4.450 Punkten bewegen. ◀

Felix Hüfner

Euroraum: Vorsicht vor der Geldmenge

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



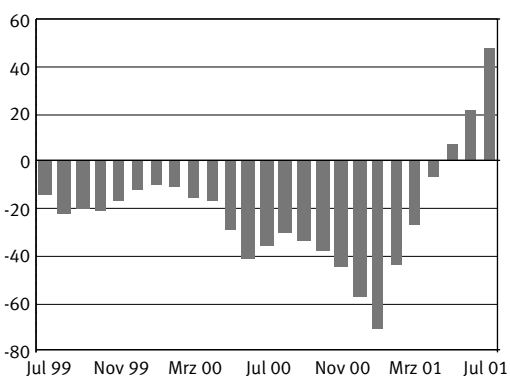
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Das Geldmengenwachstum bietet momentan wenig Argumente für eine geldpolitische Lockerung, da die M3-Wachstumsrate im Mai mit 5,4 gegenüber 4,8 Prozent im April wieder einen steigenden Trend ausweist. Selbst wenn hier die Verzerrung durch ausländische Anlagen in Euro-Geldmarktpapiere ausgeprägt ist, darf die EZB dieses Argument jetzt nicht überreizen. Ansonsten riskiert sie den Eindruck, dass sie im Notfall immer eine Hintertür parat hat. Vor diesem Hintergrund ist der

Rückgang der Inflation unabdingbare Voraussetzung für Zinssenkungen. Dass sich dieser Spielraum in den nächsten Monaten eröffnen wird, glauben jetzt bereits drei von vier Experten. Die Prognose lautet auf 4,1 Prozent für den 3-Monats-Euribor im Oktober. Dies entspricht einer Rücknahme der Leitzinsen um 40 Basispunkte. Offensichtlich wird inzwischen eher schon mit einem großen Schritt (50 Punkte) als mit einem 25er-Trippelschritt gerechnet. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

USA: Ist auf die Konsumenten Verlass?

Konjunkturerwartungen USA



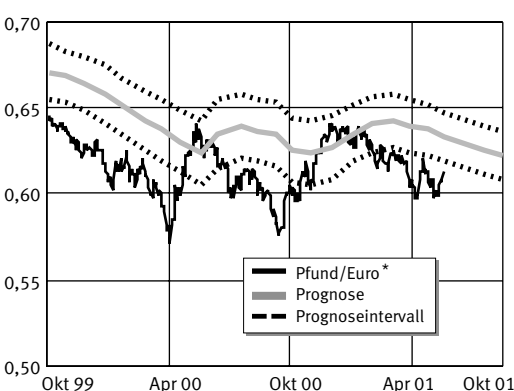
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Die jüngst veröffentlichten US-Wirtschaftsdaten geben besonders für die wichtigste Konjunkturstütze, den privaten Konsum, Anlass zur Hoffnung. Der leichte Anstieg der Einzelhandelsumsätze im Juni und das im Juli auf den zweithöchsten Stand in diesem Jahr gestiegene Verbrauchervertrauen dürften die optimistischen Erwartungen der Finanzexperten zur US-Konjunktur bestätigt haben. Gut 56 Prozent rechnen im nächsten halben Jahr mit einer Verbesserung, während die

Zahl der Pessimisten auf nur noch acht Prozent gesunken ist. Zum Erwachen des privaten Konsums sollten auch die Ende Juli begonnenen Steuerrückzahlungen beitragen. Ebenso könnte eine weitere Senkung der Leitzinsen durch die Fed der US-Wirtschaft weiter auf die Beine helfen. Mit diesem siebten Zinsschritt diesen Jahres rechnen immerhin noch gut 61 Prozent der Experten. Bis Oktober wird mit 3,3 Prozent beim Drei-Monats-Treasury-Bill gerechnet. ◀ *Martin Schüler*

Großbritannien: Wechselkurs als Konjunkturbremse

Wechselkurs: Entwicklung und Prognose



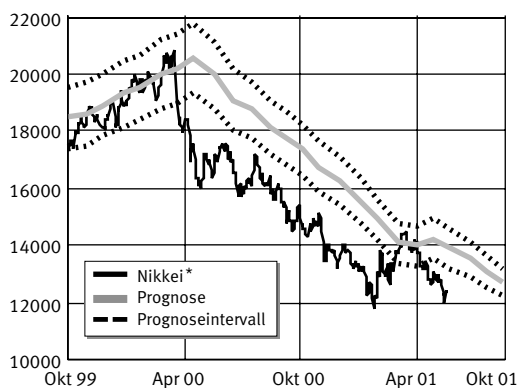
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Konjunkturbeurteilung für Großbritannien fällt auch in der Julibefragung wieder besser aus als für den Kontinent. Nur knapp 13 Prozent der ZEW-Marktbeobachter halten die Situation für schlecht (Euroraum: 22 Prozent). Auch die Konjunkturerwartungen sind im europäischen Vergleich eher freundlich. Zwei Drittel glauben jedoch, dass sich in Halbjahresfrist nichts Wesentliches ändern wird. Dazu passt, dass keine wesentliche Änderung des Pfundkurses erwartet

wird. Die gegenwärtig hohe Bewertung des Pfundes hat zwar ihre Meriten, weil sie einen Inflationsimport verhindert. Die Prognose für den RPIX liegt bei einer Jahresrate von 1,9 Prozent. Andererseits schwächt das starke Pfund aber die britischen Exporte. Dies lässt auch die Bullen an der LSE kraftlos werden. Die Erwartungen sind zwar weiter nach oben gerichtet. Das mittelfristige Ziel für den FT-SE wurde jedoch von 6.080 auf 5.860 Punkte reduziert. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

Japan: Wohin steuert die Wirtschaftspolitik?

Nikkei: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die japanische Regierung hat Anregungen, den Yen stärker abzuwerten, klar zurückgewiesen. Eine Steigerung der Liquidität zur Umkehrung der deflationären Tendenzen scheint damit auch vom Tisch zu sein. Die derzeitige Wirtschaftspolitik ist vor allem auf Reformen der Wirtschaftsstruktur ausgerichtet, die natürlich nur langfristig wirken können. Außerdem setzt die Regierung wohl auf eine Erholung der Weltkonjunktur in 2002, die auch zu einer Erhöhung der japanischen Exporte

führen sollte. Dennoch herrscht derzeit viel Unsicherheit über die weiteren wirtschaftspolitischen Schritte der Regierung Koizumi. Dies zeigen auch die Einschätzungen der Experten, die gegenüber dem letzten Monat nur wenig verändert sind. Die Enttäuschung über die Zurückhaltung der Notenbank zeigt sich allerdings in einer weiteren Reduktion der Inflationserwartungen. Auch die positiven Erwartungen zur Entwicklung des Nikkei sind vorerst verflogen. ◀ *Dr. Michael Schröder*

Sonderfrage: Reform des EZB-Rates?

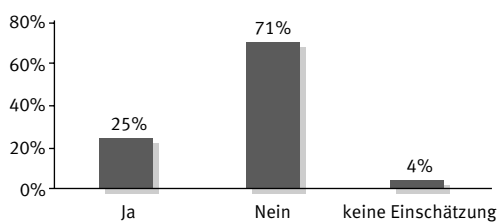
Zusammensetzung des EZB-Rates

Der EZB-Rat besteht aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums

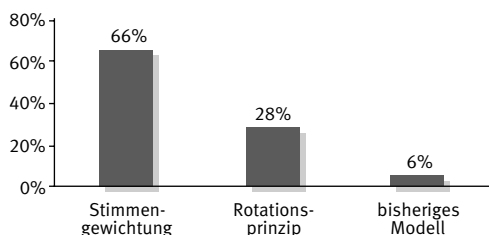
- ▶ Willem F. Duisenberg (Präsident)
- ▶ Christian Noyer (Vize-Präsident)
- ▶ Eugenio Domingo Solans
- ▶ Sirkka Hämäläinen
- ▶ Otmar Issing
- ▶ Tommaso Padoa-Schioppa

und den derzeit zwölf Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Alle haben gleiches Stimmrecht. Bei einem Patt entscheidet die Stimme des Präsidenten.

Halten Sie das derzeitige Modell des EZB-Rates mit 18 Mitgliedern langfristig für praktikabel?



Für welche Alternative zum derzeitigen Modell plädieren Sie?



Gesamtzahl der Antworten: 280

Die Aufgabe der Europäischen Zentralbank gestaltet sich oft schwieriger als Außenstehende dies wahrnehmen: Sie muss eine einheitliche Geldpolitik für zwölf durchaus unterschiedliche Länder der Eurozone betreiben. So sind etwa für Irland mit seiner boomenden Konjunktur derzeit deutlich andere monetäre Bedingungen angemessen als für Deutschland, das eher unter einem Konjunkturabschwung leidet. Bei der Errichtung des geldpolitischen Entscheidungsgremiums der Notenbank wurde daher allen Ländern eine gleichgewichtige Stimme eingeräumt. Der EZB-Rat besteht derzeit neben den sechs Direktoriumsmitgliedern aus den Gouverneuren aller nationalen Zentralbanken. Unterstellt man, dass diese nationalen Vertreter wohl eher die Bedingungen in ihrem Heimatland als die gesamteuropäischen Bedingungen als Grundlage für ihre Entscheidungen heranziehen, so kann man sich das Tausziehen während einer Sitzung des EZB-Rates lebhaft vorstellen.

Vor diesem Hintergrund und gerade auch im Hinblick auf die potentielle EWU-Osterwei-

terung wurde im letzten Finanzmarkttest nach der langfristigen Praktikabilität dieser Entscheidungsfindung gefragt. Die überwältigende Mehrheit von 71 Prozent der Analysten verneint diese, während ein Viertel das derzeitige EZB-Modell befürwortet.

Als Alternative kommt für die Umfrageteilnehmer insbesondere die Gewichtung der Stimmen etwa nach der Höhe des Bruttoinlandsproduktes des jeweiligen Landes in Frage. Immerhin noch 28 Prozent der befragten institutionellen Anleger stimmten für die Einführung eines Rotationsprinzips nach dem Modell der US-Notenbank. Das dortige Entscheidungsgremium Federal Open Market Committee besteht aus zwölf Mitgliedern, von denen fünf von den regionalen „Reserve Banks“ gestellt werden. Diese werden, mit Ausnahme der New Yorker Fed, die einen ständigen Sitz innehat, reihum jeweils für ein Jahr gewählt. Bezogen auf Euroland wäre insbesondere für die kleineren Staaten (wie Irland, Portugal oder Luxemburg) ein solches Rotationsprinzip im EZB-Rat denkbar. ◀ *Felix Hüfner*

ZEW - Finanzmarkttest Juli 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	1.3 (+/-0.0)	76.7 (-11.6)	22.0 (+11.6)	-20.7 (-11.6)
Deutschland	1.4 (+0.7)	55.0 (-24.5)	43.6 (+23.8)	-42.2 (-23.1)
USA	2.3 (+0.3)	56.7 (-0.1)	41.0 (-0.2)	-38.7 (+0.5)
Japan	0.4 (+/-0.0)	2.7 (-2.6)	96.9 (+2.6)	-96.5 (-2.6)
Großbritannien	4.9 (-1.5)	82.5 (-3.3)	12.6 (+4.8)	-7.7 (-6.3)
Frankreich	2.4 (-0.6)	79.4 (-10.5)	18.2 (+11.1)	-15.8 (-11.7)
Italien	1.4 (+0.7)	74.6 (-12.5)	24.0 (+11.8)	-22.6 (-11.1)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	25.5 (+4.7)	50.7 (-3.8)	23.8 (-0.9)	1.7 (+5.6)
Deutschland	22.9 (+3.4)	52.3 (-0.6)	24.8 (-2.8)	-1.9 (+6.2)
USA	56.3 (+15.9)	35.7 (-5.3)	8.0 (-10.6)	48.3 (+26.5)
Japan	10.1 (-0.3)	76.6 (+0.3)	13.3 (+/-0.0)	-3.2 (-0.3)
Großbritannien	17.2 (+3.8)	66.3 (-1.4)	16.5 (-2.4)	0.7 (+6.2)
Frankreich	21.7 (+3.4)	57.2 (-0.2)	21.1 (-3.2)	0.6 (+6.6)
Italien	22.7 (+5.3)	57.4 (-2.9)	19.9 (-2.4)	2.8 (+7.7)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	7.7 (-11.2)	19.7 (-6.7)	72.6 (+17.9)	-64.9 (-29.1)
Deutschland	7.7 (-11.2)	17.2 (-4.9)	75.1 (+16.1)	-67.4 (-27.3)
USA	10.0 (-6.4)	56.1 (-2.7)	33.9 (+9.1)	-23.9 (-15.5)
Japan	8.9 (-4.5)	84.0 (+4.3)	7.1 (+0.2)	1.8 (-4.7)
Großbritannien	8.5 (-4.3)	58.9 (-3.3)	32.6 (+7.6)	-24.1 (-11.9)
Frankreich	6.7 (-8.9)	26.8 (-9.1)	66.5 (+18.0)	-59.8 (-26.9)
Italien	6.8 (-9.9)	28.0 (-5.1)	65.2 (+15.0)	-58.4 (-24.9)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	2.7 (-0.6)	21.4 (-1.1)	75.9 (+1.7)	-73.2 (-2.3)
USA	5.0 (+2.3)	33.6 (+9.7)	61.4 (-12.0)	-56.4 (+14.3)
Japan	4.9 (+1.2)	90.5 (-1.7)	4.6 (+0.5)	0.3 (+0.7)
Großbritannien	2.5 (-0.6)	41.8 (+8.7)	55.7 (-8.1)	-53.2 (+7.5)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	22.8 (+2.0)	56.5 (-1.5)	20.7 (-0.5)	2.1 (+2.5)
USA	23.7 (+3.8)	60.2 (+1.0)	16.1 (-4.8)	7.6 (+8.6)
Japan	18.4 (-1.2)	76.3 (-2.0)	5.3 (+3.2)	13.1 (-4.4)
Großbritannien	19.4 (+3.0)	64.0 (-3.4)	16.6 (+0.4)	2.8 (+2.6)
Frankreich	21.9 (+2.6)	58.9 (-3.6)	19.2 (+1.0)	2.7 (+1.6)
Italien	22.5 (+1.6)	59.5 (-2.1)	18.0 (+0.5)	4.5 (+1.1)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	72.9 (+3.6)	20.7 (-4.0)	6.4 (+0.4)	66.5 (+3.2)
DAX (Deutschland)	72.7 (+4.7)	21.3 (-3.0)	6.0 (-1.7)	66.7 (+6.4)
NEMAX 50 (Deutschland)	57.2 (-3.4)	28.3 (+1.7)	14.5 (+1.7)	42.7 (-5.1)
Dow Jones Industrial (USA)	65.2 (+7.5)	26.2 (-3.1)	8.6 (-4.4)	56.6 (+11.9)
Nikkei 225 (Japan)	35.8 (-5.4)	54.4 (+10.4)	9.8 (-5.0)	26.0 (-0.4)
FT-SE 100 (Großbritannien)	66.1 (+7.3)	29.4 (-4.4)	4.5 (-2.9)	61.6 (+10.2)
CAC-40 (Frankreich)	71.3 (+3.9)	23.8 (-1.2)	4.9 (-2.7)	66.4 (+6.6)
MIBtel (Italien)	67.6 (+3.9)	26.7 (-1.1)	5.7 (-2.8)	61.9 (+6.7)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	15.1 (+1.9)	32.4 (-0.6)	52.5 (-1.3)	-37.4 (+3.2)
Yen	3.6 (-0.9)	28.6 (+0.7)	67.8 (+0.2)	-64.2 (-1.1)
Brit. Pfund	6.2 (+1.9)	33.8 (+0.1)	60.0 (-2.0)	-53.8 (+3.9)
Schw. Franken	8.5 (-1.4)	74.0 (+3.7)	17.5 (-2.3)	-9.0 (+0.9)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	7.0 (-1.8)	50.2 (+3.6)	42.8 (-1.8)	-35.8 (+/-0.0)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	15.0 (-6.9)	43.9 (-6.6)	41.1 (+13.5)	-26.1 (-20.4)
Versicherungen	40.8 (-1.2)	45.9 (-3.6)	13.3 (+4.8)	27.5 (-6.0)
Fahrzeuge	16.6 (+5.2)	53.8 (-1.0)	29.6 (-4.2)	-13.0 (+9.4)
Chemie/Pharma	15.6 (-11.0)	56.4 (-3.5)	28.0 (+14.5)	-12.4 (-25.5)
Stahl/NE-Metalle	7.3 (-1.9)	55.5 (+0.1)	37.2 (+1.8)	-29.9 (-3.7)
Elektro	13.8 (-4.3)	61.1 (-3.4)	25.1 (+7.7)	-11.3 (-12.0)
Maschinen	18.2 (-2.6)	53.1 (-0.3)	28.7 (+2.9)	-10.5 (-5.5)
Konsum/Handel	20.3 (+1.6)	58.7 (+0.1)	21.0 (-1.7)	-0.7 (+3.3)
Bau	6.5 (+0.3)	46.0 (-1.8)	47.5 (+1.5)	-41.0 (-1.2)
Versorger	27.9 (+4.9)	61.8 (-1.9)	10.3 (-3.0)	17.6 (+7.9)
Dienstleister	38.5 (-6.1)	50.5 (+4.1)	11.0 (+2.0)	27.5 (-8.1)
Telekommunikation	21.1 (+0.7)	39.3 (+1.1)	39.6 (-1.8)	-18.5 (+2.5)
Inform.-Technologien	25.2 (-5.2)	44.5 (+1.3)	30.3 (+3.9)	-5.1 (-9.1)

Bemerkung: An der Juli-Umfrage des Finanzmarkttests vom 02.07.-17.07.01 beteiligten sich 302 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 2001

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Juli 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 02.07.-17.07.01 beteiligten sich 302 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	3.4	2.9	(0.5)
Deutschland	3.1	2.5	(0.5)
USA	3.6	3.5	(0.2)
Japan	-0.6	-0.6	(0.1)
Großbritannien	2.0	1.9	(0.2)
Frankreich	2.0	1.7	(0.4)
Italien	3.0	2.7	(0.4)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	4.5	4.1	(0.3)
USA	3.6	3.3	(0.3)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	5.2	5.0	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	5.1	5.1	(0.3)
USA	5.3	5.3	(0.2)
Japan	1.3	1.4	(0.2)
Großbritannien	5.2	5.2	(0.2)
Frankreich	5.2	5.2	(0.2)
Italien	5.5	5.5	(0.2)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	4110	4440	(290)
DAX (Deutschland)	5940	6390	(410)
NEMAX 50 (Deutschland)	1270	1330	(90)
Dow Jones Industrial (USA)	10460	11100	(700)
Nikkei 225 (Japan)	12470	12730	(490)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5550	5860	(280)
CAC-40 (Frankreich)	5080	5430	(300)
MIBtel (Italien)	26010	27600	(1500)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	0.85	0.86	(0.03)
Yen	106.20	108.90	(2.40)
Brit. Pfund	0.61	0.62	(0.01)
Schw. Franken	1.52	1.52	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	25.20	23.60	(2.40)