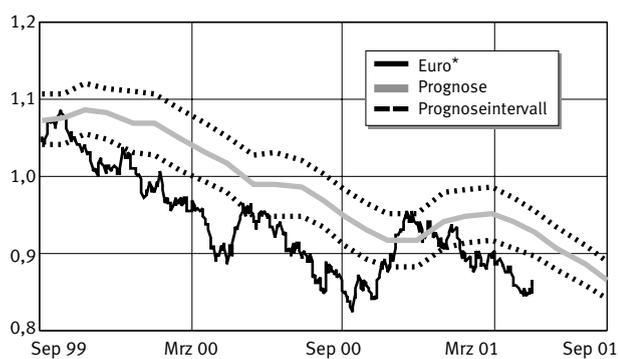


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 05.06. – 19.06.01 (Redaktionsschluß 22.06.01) werden im 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: Optimismus bröckelt

**Euro: Entwicklung und Prognose**



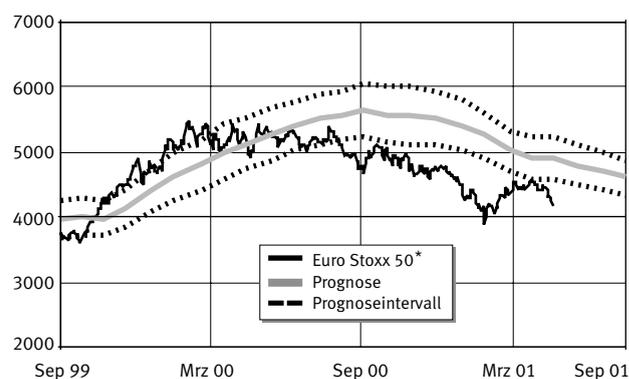
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Europäische und japanische Aktien sind die großen Verlierer in der Juni-Umfrage. Während in Japan die Optimisten nun schon in der Minderheit sind, glauben für den Euroraum zumindest noch 69 Prozent der befragten Experten an steigende Kurse. Dies zeigt, dass trotz allem Konjunkturpessimismus, der sich in Europa ausbreitet, die gesamtwirtschaftliche Lage hierzulande doch noch weit entfernt ist von den gravierenden Problemen, mit denen die japanische Volkswirtschaft seit geraumer Zeit konfrontiert ist. Dennoch zeigen die Umfrageergebnisse auch für die hiesigen Börsianer stürmische Zeiten an. Die Hoffnung auf ein Ende der Kursstürze, die bei den Analysten in den letzten Monaten überwiegend vorherrschte, scheint zu bröckeln. Die Prognosen fallen in diesem Monat denn auch etwas bescheidener aus. Die Kursziele von 4.600 Punkten für den Euro Stoxx 50 und 6.450 Punkten für den DAX, jeweils bis September, zeigen jedoch, dass man auch über den Sommer mit einem europäischen Aktienengagement Geld verdienen kann. Von den großen und schnellen Kursgewinnen der Vergangenheit muss man wohl freilich Abschied nehmen.

Für Anhänger der Kontra-Indikator-Theorie indes könnte der abnehmende Optimismus durchaus ein positives

Zeichen darstellen. Nach deren Ansicht sind steigende Kurse dann am wahrscheinlichsten, wenn die Mehrheit der Marktteilnehmer auf fallende Kurse setzt und damit nur wenige bereits wieder investiert haben. Beachtet werden sollte bei einer solchen Interpretation jedoch, dass die Umfrageergebnisse im März 2000 – also kurz vor dem Erreichen der historischen Höchststände – eine äußerst schlechte Stimmung anzeigten und damit den bevorstehenden Kursabschwung bereits andeuteten. Damals zahlte sich also eine Anlagestrategie, die gegen die allgemeine Marktstimmung setzte, nicht aus. Auf der Wechselkursseite kann nach Ansicht der befragten institutionellen Anleger nicht mit einer Entspannung gerechnet werden. Schon fast die Hälfte der Befragten erwartet einen weiterhin starken US-Dollar – dies ist der höchste Wert seit neun Monaten. Dementsprechend prognostizieren die Analysten, dass der Euro auch den Sommer über unterhalb der Marke von 0,90 US-Dollar bleiben wird. Offensichtlich rechnen die Experten nicht mit einer erneuten Intervention der Zentralbanken zur Stützung der europäischen Währung. Es bleibt abzuwarten, ob sie damit Recht behalten. ◀ *Felix Hüfner*

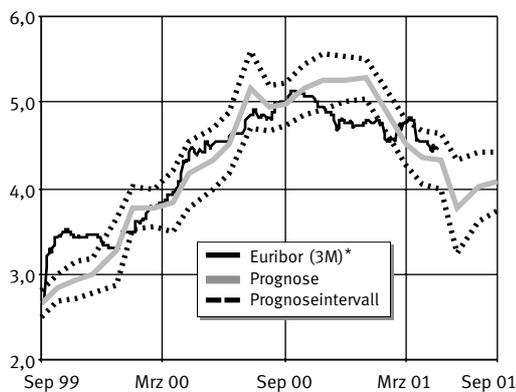
**Euro Stoxx 50: Entwicklung und Prognose**



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

## Euroraum: Money for nothing

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



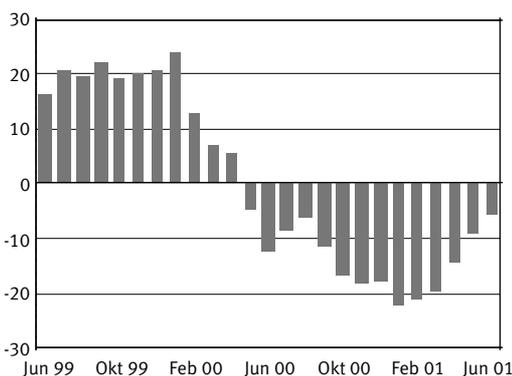
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Mit dem lockeren Sprung über die Drei-Prozent-Marke stößt die Inflation im Euroraum nun in eine unangenehme Größenordnung vor. Die damit verbundenen Gefahren für die EZB-Geldpolitik macht eine Realzinsbetrachtung deutlich: Bezogen auf die aktuelle Inflation entspricht der zentrale EZB-Leitzins mit nominal 4,5 Prozent gerade noch einem Realzins in Höhe von einem Prozent. Stabilisiert sich die Inflation auf diesem Niveau, dann gibt es auch in Europa praktisch

„money for nothing“ - Zentralbankkredit umsonst. Mit dieser Überlegung im Hinterkopf ist es nicht leicht erklärbar, warum immer noch drei von vier Finanzexperten sogar auf eine weitere EZB-Leitzinssenkung innerhalb der nächsten drei Monate um etwa 40 Basispunkte setzen. Offensichtlich überzeugt die EZB die Märkte derzeit noch mit dem Argument, dass nach Abebben der Basiseffekte die Preisentwicklung wieder in ruhigeren Bahnen verlaufen werde. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## Großbritannien: Stimmungswandel in Sicht?

### Konjunkturerwartungen Großbritannien



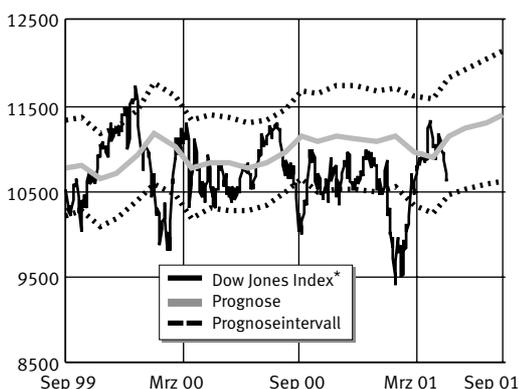
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der künftigen Konjunkturlage. Quelle: ZEW

Die Konjunkturperspektiven für die Briten hellen sich nach Ansicht der ZEW-Finanzmarktbeobachter auf. Dieser Trend ist seit einigen Monaten festzustellen. Während für den Euroraum ein knappes Viertel der Befragten von einer weiteren Konjunkturverschlechterung ausgeht, liegt der Wert für Großbritannien nun deutlich unter zwanzig Prozent. Für die Finanzmärkte werden die Einschätzungen allerdings etwas skeptischer. So drehen die Zinserwartungen am kurzen En-

de langsam in Richtung auf Beibehaltung des geldpolitischen Kurses. Nachdem im Vormonat noch rund drei Viertel der befragten Analysten eine Zinssenkung aus Threadneedle Street erwartet hatten, konnten sich im Juni weniger als zwei Drittel mit diesem Gedanken anfreunden. Auch die Aktienmärkte werden nüchterner beurteilt: Für den FT-SE 100 wird von den befragten institutionellen Anlegern nur noch eine leichte Erholung auf 6.080 Punkte erwartet. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

## USA: Licht am Ende des Konjunkturtunnels

### Dow Jones: Entwicklung und Prognose



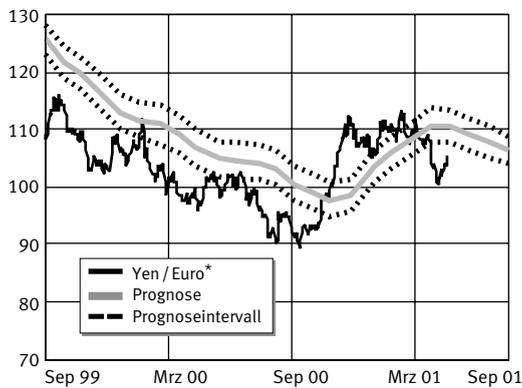
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Ginge es nach den Finanzexperten, hätte die US-Konjunktur das Schlimmste überstanden und dürfte im zweiten Halbjahr wieder an Fahrt gewinnen. Mittlerweile werden die Konjunkturaussichten für die Vereinigten Staaten mit Abstand am besten bewertet. Dies gibt vor allem den Aktienprognosen neue Hoffnung. Bis auf knapp 11.400 könnte der Dow Jones Index bis September steigen, erwarten die Auguren. Optimisten glauben sogar an ein Überschreiten der 12.000er

Marke, was ein neuer Rekordstand wäre. Insofern sollten die zur Zeit über die Märkte hereinbrechenden Gewinnwarnungen bald überstanden sein. Zudem erwartet immer noch eine Mehrheit von 73 Prozent der Befragten, dass die US-Notenbank ihre Zinssenkungsserie fortsetzen wird. Bis zum September sollte der Drei-Monatszins auf bis zu 3,2 Prozent fallen. Größere Gefahren für die Inflationsrate sind damit nach Meinung der Experten nicht verbunden. ◀ *Felix Hüfner*

## Japan: Abwerten und Tee trinken

### Yen: Entwicklung und Prognose



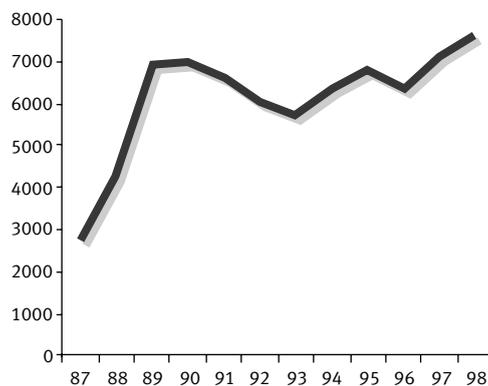
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die leicht euphorischen Konjunkturschätzungen der Finanzanalysten nach der Wahl des neuen japanischen Ministerpräsidenten sind schon wieder von der Realität eingeholt worden. Die japanische Regierung selbst rechnet mit einer weiteren wirtschaftlichen Verschlechterung. Allerdings plant sie kein neues Konjunkturpaket, sondern versucht die monetäre Expansion noch zu verstärken. Konkret sollte die Zentralbank die Geldmenge

durch massive Yen-Verkäufe weiter erhöhen. Eine stärkere Abwertung soll dann über eine Zunahme der Exporte und weiter sinkende Realzinsen die Konjunktur in Fahrt bringen. Ob die Bank of Japan diesen Schritt tatsächlich tun wird und wie schnell die Wirkungen einsetzen werden, ist derzeit noch völlig offen. Die Umfrage zeigt jedenfalls, dass die Erwartungen der Experten eher in Richtung einer Yen-Abwertung als einer Yen-Aufwertung gerichtet sind. ◀ *Dr. Michael Schröder*

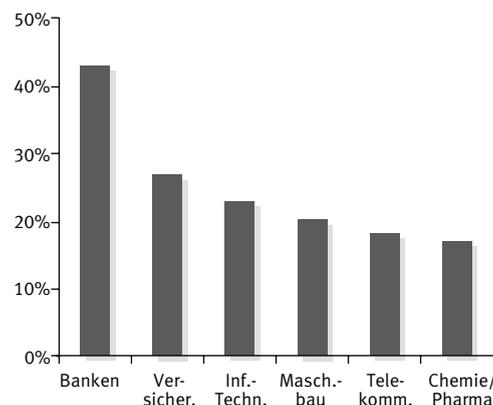
## Sonderfrage: Unternehmensübernahmen in Deutschland

### Anzahl der Fusionen und Übernahmen, an denen EU-Unternehmen beteiligt waren



Quelle: Amdata

### In welchen Branchen werden Übernahmen besonders häufig auftreten?



Gesamtzahl der Antworten: 277

Europaweit steigt die Zahl der Unternehmensübernahmen beständig an. Für Deutschland ist zu erwarten, dass ab dem Jahr 2002 Übernahmen noch wesentlich häufiger auftreten. Dies ist das Ergebnis der aktuellen Sonderfrage aus dem ZEW-Finanzmarkttest. Knapp 90 Prozent von 277 befragten Finanzexperten meinen, dass die dann in Kraft tretende steuerfreie Veräußerung von Unternehmensteilen die Übernahmetätigkeit erhöhen wird. Die Finanzmarktexperten aus der Industrie sind dabei etwas zurückhaltender als ihre Kollegen aus der Finanzbranche: Hier erwarten etwa 72 Prozent der Befragten eine Zunahme. Nach Ansicht der Marktbeobachter werden ganz überwiegend Finanzdienstleister von diesem Teil der Steuerreform profitieren. So glauben 88 bzw. 87 Prozent der Experten, dass Banken bzw. Versicherungen zu den Gewinnern zählen. Ein wichtiger Grund für diese Einschätzung dürfte sein, dass Banken und Versicherungen immer noch ein breit gefächertes Portfolio von Unternehmensbeteiligungen halten. Mit der Steuerbefreiung von Ver-

äußerungsgewinnen können die Finanzinstitute bisher ruhende Reserven kapitalisieren und gleichzeitig ihr Beteiligungsportfolio strategisch neu ausrichten.

Die Finanzmarktexperten wurden außerdem befragt, in welchen Branchen Übernahmen besonders häufig auftreten werden. Wiederum konzentrieren sich die Erwartungen auf die Finanzdienstleister. So meinen mehr als 43 Prozent der Experten, dass Übernahmen im Bankensektor stark zunehmen werden, und knapp 27 Prozent erwarten solches für die Versicherungsbranche. Eine hohe Frequenz von Übernahmen ist aber auch für andere Branchen zu erwarten: Informationstechnologie (23 Prozent), Maschinenbau (20 Prozent), Telekommunikation (18 Prozent) und Chemie/Pharma (17 Prozent). Eine ZEW-Studie zeigt, dass insbesondere Unternehmen niedriger Produktivität und Rentabilität das Ziel von Übernahmen werden und dass sich in Folge dieser Übernahmen die entsprechenden Kennzahlen deutlich verbessern (ZEW Discussion Paper No. 2000-67). ◀ *Jens Köke*

## ZEW - Finanzmarkttest Juni 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	1.3	(-3.1)	88.3	(-5.1)	10.4	(+8.2)	-9.1	(-11.3)
Deutschland	0.7	(-2.1)	79.5	(-8.6)	19.8	(+10.7)	-19.1	(-12.8)
USA	2.0	(-1.4)	56.8	(-3.8)	41.2	(+5.2)	-39.2	(-6.6)
Japan	0.4	(-0.6)	5.3	(+1.1)	94.3	(-0.5)	-93.9	(-0.1)
Großbritannien	6.4	(+1.1)	85.8	(-2.3)	7.8	(+1.2)	-1.4	(-0.1)
Frankreich	3.0	(-5.5)	89.9	(+1.3)	7.1	(+4.2)	-4.1	(-9.7)
Italien	0.7	(-1.9)	87.1	(-4.0)	12.2	(+5.9)	-11.5	(-7.8)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	20.8	(-0.7)	54.5	(-1.0)	24.7	(+1.7)	-3.9	(-2.4)
Deutschland	19.5	(-1.0)	52.9	(-1.8)	27.6	(+2.8)	-8.1	(-3.8)
USA	40.4	(+5.6)	41.0	(+3.3)	18.6	(-8.9)	21.8	(+14.5)
Japan	10.4	(-7.4)	76.3	(+3.6)	13.3	(+3.8)	-2.9	(-11.2)
Großbritannien	13.4	(+0.8)	67.7	(+1.9)	18.9	(-2.7)	-5.5	(-3.5)
Frankreich	18.3	(-0.1)	57.4	(-2.9)	24.3	(+3.0)	-6.0	(-3.1)
Italien	17.4	(-0.2)	60.3	(-0.8)	22.3	(+1.0)	-4.9	(-1.2)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	18.9	(+3.2)	26.4	(-6.0)	54.7	(+2.8)	-35.8	(+0.4)
Deutschland	18.9	(+2.9)	22.1	(-7.8)	59.0	(+4.9)	-40.1	(-2.0)
USA	16.4	(+1.8)	58.8	(+4.8)	24.8	(-6.6)	-8.4	(+8.4)
Japan	13.4	(-2.0)	79.7	(+0.2)	6.9	(+1.8)	6.5	(-3.8)
Großbritannien	12.8	(+1.7)	62.2	(-4.5)	25.0	(+2.8)	-12.2	(-1.1)
Frankreich	15.6	(+1.5)	35.9	(-3.1)	48.5	(+1.6)	-32.9	(-0.1)
Italien	16.7	(+2.0)	33.1	(-3.0)	50.2	(+1.0)	-33.5	(+1.0)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	3.3	(+0.8)	22.5	(+7.7)	74.2	(-8.5)	-70.9	(+9.3)
USA	2.7	(+0.5)	23.9	(+1.8)	73.4	(-2.3)	-70.7	(+2.8)
Japan	3.7	(+0.8)	92.2	(-1.2)	4.1	(+0.4)	-0.4	(+0.4)
Großbritannien	3.1	(+2.8)	33.1	(+7.5)	63.8	(-10.3)	-60.7	(+13.1)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	20.8	(+2.2)	58.0	(+2.5)	21.2	(-4.7)	-0.4	(+6.9)
USA	19.9	(+0.6)	59.2	(+4.1)	20.9	(-4.7)	-1.0	(+5.3)
Japan	19.6	(+1.0)	78.3	(-0.1)	2.1	(-0.9)	17.5	(+1.9)
Großbritannien	16.4	(+4.0)	67.4	(+2.6)	16.2	(-6.6)	0.2	(+10.6)
Frankreich	19.3	(+1.2)	62.5	(+3.6)	18.2	(-4.8)	1.1	(+6.0)
Italien	20.9	(+2.6)	61.6	(+2.5)	17.5	(-5.1)	3.4	(+7.7)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	69.3	(-8.2)	24.7	(+6.6)	6.0	(+1.6)	63.3	(-9.8)
DAX (Deutschland)	68.0	(-8.9)	24.3	(+5.9)	7.7	(+3.0)	60.3	(-11.9)
NEMAX 50 (Deutschland)	60.6	(-11.8)	26.6	(+5.1)	12.8	(+6.7)	47.8	(-18.5)
Dow Jones Industrial (USA)	57.7	(-0.6)	29.3	(-1.9)	13.0	(+2.5)	44.7	(-3.1)
Nikkei 225 (Japan)	41.2	(-14.6)	44.0	(+7.2)	14.8	(+7.4)	26.4	(-22.0)
FT-SE 100 (Großbritannien)	58.8	(-7.8)	33.8	(+6.8)	7.4	(+1.0)	51.4	(-8.8)
CAC-40 (Frankreich)	67.4	(-6.0)	25.0	(+3.5)	7.6	(+2.5)	59.8	(-8.5)
MIBtel (Italien)	63.7	(-7.5)	27.8	(+4.5)	8.5	(+3.0)	55.2	(-10.5)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	13.2	(+4.9)	33.0	(+2.1)	53.8	(-7.0)	-40.6	(+11.9)
Yen	4.5	(-0.4)	27.9	(-0.2)	67.6	(+0.6)	-63.1	(-1.0)
Brit. Pfund	4.3	(-0.3)	33.7	(-2.1)	62.0	(+2.4)	-57.7	(-2.7)
Schw. Franken	9.9	(+1.2)	70.3	(+3.0)	19.8	(-4.2)	-9.9	(+5.4)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	8.8	(-1.2)	46.6	(-1.1)	44.6	(+2.3)	-35.8	(-3.5)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	21.9	(-3.3)	50.5	(-0.2)	27.6	(+3.5)	-5.7	(-6.8)
Versicherungen	42.0	(+7.1)	49.5	(-5.2)	8.5	(-1.9)	33.5	(+9.0)
Fahrzeuge	11.4	(-3.7)	54.8	(-1.1)	33.8	(+4.8)	-22.4	(-8.5)
Chemie/Pharma	26.6	(-1.8)	59.9	(+4.0)	13.5	(-2.2)	13.1	(+0.4)
Stahl/NE-Metalle	9.2	(-4.0)	55.4	(-7.1)	35.4	(+11.1)	-26.2	(-15.1)
Elektro	18.1	(-4.2)	64.5	(-0.4)	17.4	(+4.6)	0.7	(-8.8)
Maschinen	20.8	(-4.2)	53.4	(-2.2)	25.8	(+6.4)	-5.0	(-10.6)
Konsum/Handel	18.7	(-4.2)	58.6	(-5.1)	22.7	(+9.3)	-4.0	(-13.5)
Bau	6.2	(-3.3)	47.8	(-10.4)	46.0	(+13.7)	-39.8	(-17.0)
Versorger	23.0	(+3.9)	63.7	(-1.2)	13.3	(-2.7)	9.7	(+6.6)
Dienstleister	44.6	(-1.8)	46.4	(+/-0.0)	9.0	(+1.8)	35.6	(-3.6)
Telekommunikation	20.4	(-0.5)	38.2	(+3.6)	41.4	(-3.1)	-21.0	(+2.6)
Inform.-Technologien	30.4	(-4.5)	43.2	(-0.2)	26.4	(+4.7)	4.0	(-9.2)

Bemerkung: An der Juni-Umfrage des Finanzmarkttests vom 05.06.-19.06.01 beteiligten sich 310 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 Juni 2001

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Juni 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 05.06.-19.06.01 beteiligten sich 310 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	3.4	3.1	(0.5)
Deutschland	3.5	3.2	(0.6)
USA	3.6	3.6	(0.2)
Japan	-0.6	-0.6	(0.2)
Großbritannien	2.0	2.0	(0.2)
Frankreich	2.3	2.1	(0.4)
Italien	3.0	2.8	(0.4)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	4.5	4.1	(0.3)
USA	3.6	3.2	(0.3)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	5.2	4.9	(0.3)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	5.0	5.0	(0.2)
USA	5.3	5.3	(0.2)
Japan	1.2	1.3	(0.1)
Großbritannien	5.2	5.2	(0.2)
Frankreich	5.2	5.2	(0.2)
Italien	5.4	5.4	(0.2)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	4330	4620	(270)
DAX (Deutschland )	6060	6460	(410)
NEMAX 50 (Deutschland)	1600	1680	(120)
Dow Jones Industrial (USA)	10850	11380	(760)
Nikkei 225 (Japan)	12970	13280	(670)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5810	6080	(310)
CAC-40 (Frankreich)	5350	5700	(350)
MIBtel (Italien)	26820	28360	(1710)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.85	0.87	(0.02)
Yen	103.80	106.50	(2.50)
Brit. Pfund	0.61	0.62	(0.01)
Schw. Franken	1.52	1.52	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	28.60	26.70	(3.10)