

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

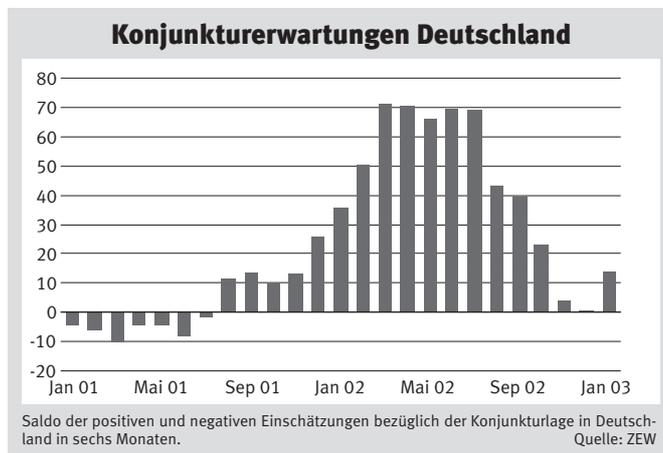
Jahrgang 12 · Nr. 2 · Februar 2003

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 23.12.02 – 21.1.03 (Redaktionsschluss 24.1.03) 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.

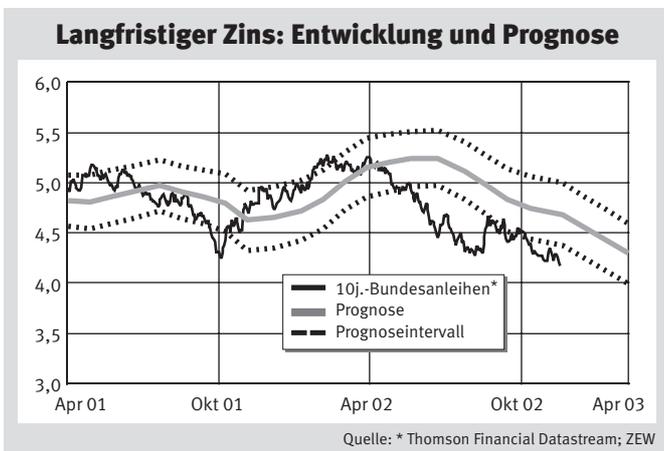
Euroraum: Silberstreif am Horizont

Nach all den negativen Schlagzeilen, vor allem über die deutsche Konjunktur, stellt sich zu Beginn des neuen Jahres die Frage, ob dieser Pessimismus übertrieben oder nicht doch berechtigt ist. Die Konjunkturerwartungen der befragten Experten jedenfalls sind ein erster Lichtblick, sowohl für den Euroraum, als auch für Deutschland. Erstmals seit sieben Monaten steigt der Indikator für Deutschland um gut 14 Punkte an und durchbricht damit den Abwärtstrend. Da hierbei die Erwartungen auf Sicht der nächsten sechs Monate abgefragt werden, besteht also Hoffnung, dass es im zweiten Halbjahr diesen Jahres zu einer konjunkturellen Belebung kommt. Allerdings ist dies nur ein erster Hoffnungsschimmer, der sich in den nächsten Monaten noch bestätigen muss.

Nichtsdestotrotz gibt es gute Gründe für den aufkeimenden Optimismus. Zunächst ist die Erwartung der Analysten zu nennen, dass der Ölpreis mittelfristig wieder von seinen Höchstständen herunter kommen und somit die Konjunktur nicht so stark und so lange wie bisher erwartet belasten wird. Ein weiterer Aspekt ist die deutliche Zinssenkung der Europäischen Zentralbank vom Dezember und die Erwartung von gut der Hälfte der Befragten,

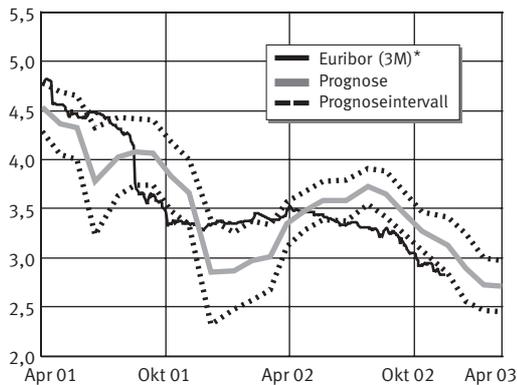


dass noch weitere Zinsschritte im Jahresverlauf folgen könnten. Ebenfalls für einen positiveren Konjunkturausblick spricht die jüngste Performance der europäischen Aktienmärkte. Diese haben sich mittlerweile deutlich oberhalb ihrer Tiefststände vom Oktober stabilisiert. Da die Aktienkurse tendenziell der Konjunktur vorauslaufen, ist dies als ein positives Zeichen zu werten: Offensichtlich lautet die Botschaft des Marktes, dass der Pessimismus bezüglich der Wirtschaftsentwicklung übertrieben ist. Allerdings befinden sich die Börsen historisch gesehen noch immer auf einem sehr niedrigen Niveau. Die Experten erwarten auf Sicht der nächsten drei Monate einen Anstieg des Dax auf gut 3.200 Punkte. Die verbesserten Konjunkturerwartungen haben sich auch in den Einschätzungen zum Rentenmarkt niedergeschlagen. Über ein Drittel der Befragten erwartet einen Anstieg der Rendite der deutschen zehnjährigen Staatsanleihen auf mittlere Sicht von ihrem derzeit niedrigen Niveau aus. Allerdings dürfte dieser in Erwartung einer nur geringen Inflation nicht allzu stark ausfallen. Für einen deutlicheren Anstieg bedarf es wohl noch weiterer positiver Nachrichten zur zukünftigen Konjunktur-entwicklung in Deutschland. ◀ *Felix Hüfner*



ECB-Watch: Starker Euro beflügelt Zinssenkungserwartungen

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

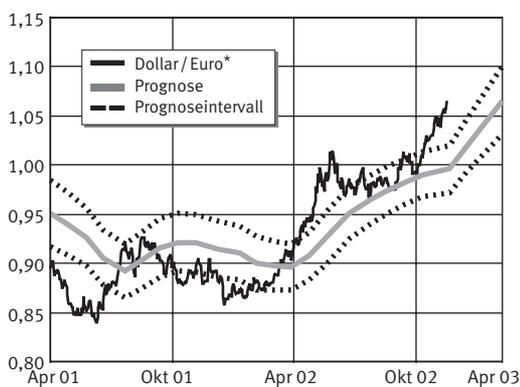
Die Auswirkungen der EZB-Zinssenkung vom 5. Dezember auf die Zinserwartungen sind weitgehend verpufft. Inzwischen rechnet bereits wieder jeder zweite Experte damit, dass der nächste Zinsschritt nach unten schon in den nächsten drei Monaten zu erwarten ist. In den Tagen nach dem großen Zinsschritt glaubten nur noch 29,2 Prozent der Analysten, dass in absehbarer Zeit weitere Zinsschritte folgen würden. Im Januar liegt diese Quote bereits wieder bei 48,3 Prozent. Daraus er-

gibt sich die Prognose eines weiteren 25-Basispunkte-Zinsschritts nach unten bis April. Diese schnelle Rückkehr der Erwartungen zur Situation vor dem Zinsschritt kann vor allem durch einen Blick auf den Devisenmarkt erklärt werden. Obwohl der Euro gegenüber dem Dollar in den letzten Wochen schon kräftig aufgewertet hat, erhält das Lager der Euro-Optimisten noch weiteren Zulauf. Jeder zweite Experte sieht eine Fortsetzung der Euro-Rallye. ◀

Dr. Friedrich Heinemann

USA: Nachhaltige Dollarschwäche

US-Dollar: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

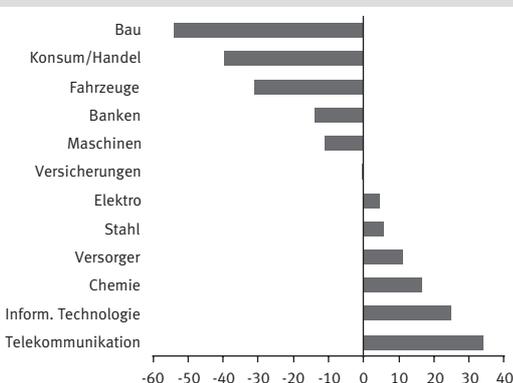
Die Schwäche des US-Dollars scheint nachhaltig zu sein. Immer mehr Analysten gehen von einem auch mittelfristig schwachen Greenback aus. Trotz des mit 1,07 Dollar je Euro bereits sehr hohen Eurokurses erwartet jeder zweite Analyst eine weitere Abschwächung der US-Währung. Ein wichtiger Grund für diese Entwicklung ist sicherlich die derzeitige Irakkrise. Zum anderen ist es aber auch das im Euroraum höhere Zinsniveau, das Anleger lockt. Da auch die US-Konjunktur zurzeit

nicht so recht laufen will, ziehen selbst viele US-Anleger die Anlage im Euroraum einer in heimischen Gefilden vor. Bemerkenswert ist zudem die größere Diskrepanz zwischen den Aktienmarktaussichten im Euroraum und in den USA aus Sicht der Experten. Im Vergleich zum Euroraum werden die Aussichten für einen Kursanstieg in den USA im Januar vergleichsweise schlechter gesehen. Dennoch erwarten die Experten mittelfristig einen Dow Jones von 9.100 Punkten. ◀

Volker Kleff

Deutschland: Telekommunikationsbranche im Aufwind

Brancheneinschätzungen



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

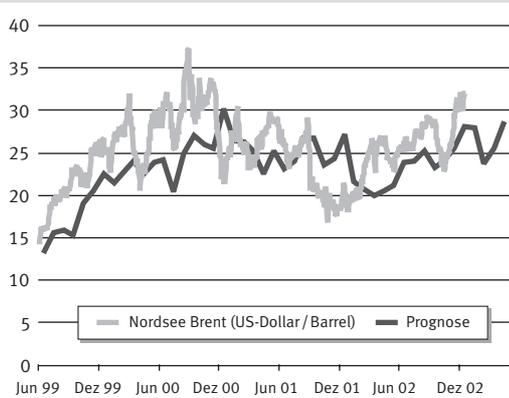
Favoriten der Experten sind derzeit die Branchen Telekommunikation und Informationstechnologie. In diesen beiden Sektoren halten jeweils 40 Prozent der Experten eine mittelfristig bessere Ertragslage für ausgemacht. Diese Branchen könnten von einem potenziellen Aufschwung besonders profitieren. Der vorangetriebene Schuldenabbau bei der Deutschen Telekom trägt sicherlich auch zu der verbesserten Einschätzung der Ertragsaussichten der Branche bei. Als neuer Turnaroundkan-

didat im Falle einer anziehenden Konjunktur könnte sich auch die Stahlindustrie erweisen. Die Aussichten für diese Branche haben sich zuletzt aus Sicht der Analysten deutlich verbessert. Weniger risikoreich, da weniger zyklisch, sind hingegen die Versorger, deren Ertragserwartungen ebenfalls positiv beurteilt werden. Schlusslichter unter den Branchen sind der Handel sowie die Bauindustrie. Sie leiden besonders stark unter der schwachen Binnen-nachfrage. ◀

Volker Kleff

Ölpreis: Analysten überwiegend optimistisch

Ölpreis: Entwicklung und Prognose



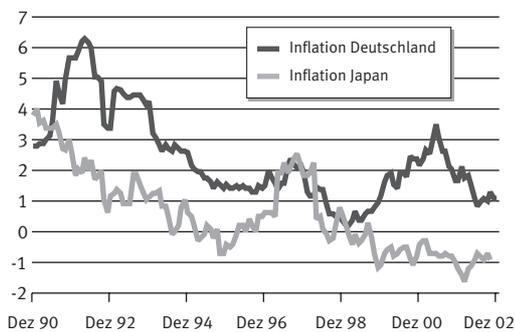
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Entwicklung des Ölpreises wurde von vielen Experten bisher im Hinblick auf die Konjunktur mit Sorge betrachtet. In der Januarumfrage jedoch stieg der Anteil derjenigen, die eine Senkung der Ölpreise prognostizieren, auf 51 Prozent. Offenbar glaubt eine Mehrheit der Finanzanalysten, dass eine Prämie für die derzeitige weltpolitische Lage im Preis bereits enthalten ist und dass die ölproduzierenden Länder genügend Ressourcen freigeben, um eventuelle Lieferengpässe auszugleichen. Mög-

licherweise rechnen die Experten aber auch mit einer Entspannung bei der Irakkrise und den Streiks in Venezuela. Der Prognosewert von 28,70 US-Dollar pro Barrel Rohöl bleibt auf Sicht von sechs Monaten indessen mit Unsicherheit behaftet, wie die immerhin 26 Prozent der Befragten zeigen, die eine Ölpreiserhöhung voraussagen. Günstigere Rohstoffpreise wären für eine Erholung der Konjunktur wichtig, denn zur Zeit steht der Ölpreis auf einem Zweijahreshoch. ◀ *David Lahl*

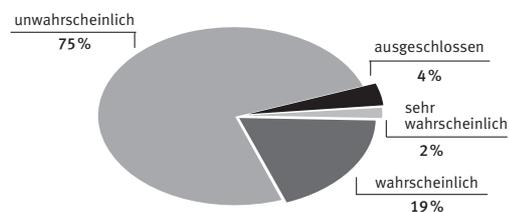
Sonderfrage: Deflationsgefahr in Deutschland?

Inflationsentwicklung in Deutschland und Japan

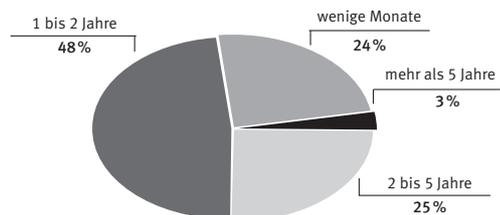


Jahreswachstumsraten der Konsumentenpreise Quelle: IWF

Wahrscheinlichkeit einer Deflation in Deutschland



Wie lange könnte eine deflationäre Phase anhalten?



Gesamtzahl der Antworten: 314

Quelle: ZEW

In der anhaltenden Deflationsdebatte wird häufig argumentiert, dass nach Japan nun Deutschland der nächste Kandidat für einen anhaltenden Preisverfall sein könnte. Als Gründe werden unter anderem angeführt: Der starke Rückgang der Aktienkurse, ein anhaltend niedriges Wachstum unterhalb des Potenzialpfades und eine anhaltende Reformverweigerung angesichts vieler ungelöster Strukturprobleme. Erschwerend kommt aus Sicht der „Deflationisten“ hinzu, dass die EZB-Geldpolitik notwendigerweise auf den gesamten Euroraum fokussiert ist und sich nicht um deutsche Sonderprobleme kümmern kann. Eine deflationäre Phase hätte für die deutschen Wachstumschancen katastrophale Folgen: Rechnen die Konsumenten mit sinkenden Preisen, so schränken sie Ihren Konsum tendenziell ein, was zu einer Deflationsspirale führen kann.

Eine den Analysten gestellte Sonderfrage zur Deflationsgefahr in Deutschland sorgt allerdings für Beruhigung: Rund drei Viertel von ihnen halten eine Deflation in Deutschland für unwahrscheinlich. Dies überrascht

insofern, als die Deflationsdebatte vor allem unter Finanzmarktakteuren heftig geführt wird. Auch im Hinblick auf die Länge einer möglichen Deflation in Deutschland geben sich diejenigen Experten optimistisch, die eine Deflation für wahrscheinlich halten. Nach dieser Einschätzung ist nicht wie in Japan mit vielen Jahren der deflationären Stagnation zu rechnen: 48 Prozent erwarten eine Stagnation von ein bis zwei Jahren und 24 Prozent sogar nur eine von wenigen Monaten. Die große Streuung der Antworten bei dieser Frage unterstreicht allerdings auch die enorme Prognoseunsicherheit. Dies dürfte auch darauf zurückzuführen sein, dass die Analysten bis auf den Sonderfall Japan kaum Erfahrungen mit Deflation haben. Diese Unsicherheit schlägt sich auch in der Einschätzung der EZB-Politik nieder. Zwar überwiegt die Ansicht, dass die EZB die Deflationsrisiken in der gesamten Eurozone angemessen berücksichtigt. Jedoch hätten sich die Währungshüter in Frankfurt sicherlich ein eindeutigeres Ergebnis gewünscht. ◀

*Felix Hüfner,
Dr. Friedrich Heinemann*

ZEW - Finanzmarkttest Januar 2003: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.3	(+0.3)	25.0	(+1.7)	74.7	(-2.0)	-74.4	(+2.3)
Deutschland	0.0	(+/-0.0)	5.3	(+0.7)	94.7	(-0.7)	-94.7	(+0.7)
USA	1.9	(-0.1)	48.6	(-0.1)	49.5	(+0.2)	-47.6	(-0.3)
Japan	0.0	(+/-0.0)	4.2	(+0.5)	95.8	(-0.5)	-95.8	(+0.5)
Großbritannien	3.7	(+0.5)	69.0	(-1.7)	27.3	(+1.2)	-23.6	(-0.7)
Frankreich	0.0	(+/-0.0)	28.2	(+3.6)	71.8	(-3.6)	-71.8	(+3.6)
Italien	0.0	(+/-0.0)	21.0	(+3.3)	79.0	(-3.3)	-79.0	(+3.3)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	37.4	(+3.1)	55.1	(-3.4)	7.5	(+0.3)	29.9	(+2.8)
Deutschland	28.9	(+6.7)	56.2	(+/-0.0)	14.9	(-6.7)	14.0	(+13.4)
USA	49.5	(-3.3)	43.2	(+2.9)	7.3	(+0.4)	42.2	(-3.7)
Japan	13.0	(-0.6)	81.2	(-0.4)	5.8	(+1.0)	7.2	(-1.6)
Großbritannien	22.1	(-1.0)	67.4	(-0.5)	10.5	(+1.5)	11.6	(-2.5)
Frankreich	34.9	(+2.9)	56.9	(-2.0)	8.2	(-0.9)	26.7	(+3.8)
Italien	32.7	(+4.7)	58.1	(-4.3)	9.2	(-0.4)	23.5	(+5.1)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	7.5	(+1.0)	60.0	(+1.0)	32.5	(-2.0)	-25.0	(+3.0)
Deutschland	11.3	(+3.4)	57.8	(-3.3)	30.9	(-0.1)	-19.6	(+3.5)
USA	24.4	(-0.6)	62.9	(+0.4)	12.7	(+0.2)	11.7	(-0.8)
Japan	10.2	(-0.3)	85.0	(-0.3)	4.8	(+0.6)	5.4	(-0.9)
Großbritannien	17.5	(+0.9)	68.4	(-0.5)	14.1	(-0.4)	3.4	(+1.3)
Frankreich	9.0	(+0.9)	62.8	(+0.1)	28.2	(-1.0)	-19.2	(+1.9)
Italien	9.3	(-1.7)	62.0	(+3.5)	28.7	(-1.8)	-19.4	(+0.1)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	6.8	(+2.9)	44.9	(+8.8)	48.3	(-11.7)	-41.5	(+14.6)
USA	14.8	(+3.6)	74.8	(-2.1)	10.4	(-1.5)	4.4	(+5.1)
Japan	6.0	(+2.5)	92.3	(-2.5)	1.7	(+/-0.0)	4.3	(+2.5)
Großbritannien	9.7	(+0.1)	69.4	(+8.4)	20.9	(-8.5)	-11.2	(+8.6)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	36.1	(+4.0)	48.0	(+0.1)	15.9	(-4.1)	20.2	(+8.1)
USA	47.4	(+5.8)	44.7	(-3.2)	7.9	(-2.6)	39.5	(+8.4)
Japan	19.8	(+1.3)	78.2	(-0.5)	2.0	(-0.8)	17.8	(+2.1)
Großbritannien	32.7	(+1.7)	56.8	(-0.9)	10.5	(-0.8)	22.2	(+2.5)
Frankreich	37.6	(+5.2)	50.5	(+0.7)	11.9	(-5.9)	25.7	(+11.1)
Italien	38.3	(+4.1)	50.5	(+2.3)	11.2	(-6.4)	27.1	(+10.5)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	67.5	(-0.2)	22.1	(-0.7)	10.4	(+0.9)	57.1	(-1.1)
DAX (Deutschland)	65.4	(+1.0)	22.5	(-2.9)	12.1	(+1.9)	53.3	(-0.9)
NEMAX 50 (Deutschland)	47.0	(-7.3)	33.9	(+3.2)	19.1	(+4.1)	27.9	(-11.4)
Dow Jones Industrial (USA)	62.4	(-2.0)	23.2	(-1.2)	14.4	(+3.2)	48.0	(-5.2)
Nikkei 225 (Japan)	44.2	(+1.4)	46.7	(-1.9)	9.1	(+0.5)	35.1	(+0.9)
FT-SE-100 (Großbritannien)	59.2	(-1.7)	30.7	(-0.3)	10.1	(+2.0)	49.1	(-3.7)
CAC-40 (Frankreich)	64.8	(+0.5)	24.3	(-1.6)	10.9	(+1.1)	53.9	(-0.6)
MIbtel (Italien)	64.0	(+2.1)	23.9	(-4.3)	12.1	(+2.2)	51.9	(-0.1)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	18.1	(-1.1)	32.2	(-12.8)	49.7	(+13.9)	-31.6	(-15.0)
Yen	6.8	(+1.2)	44.9	(+1.4)	48.3	(-2.6)	-41.5	(+3.8)
Brit. Pfund	6.8	(-3.7)	52.5	(-2.4)	40.7	(+6.1)	-33.9	(-9.8)
Schw. Franken	12.4	(-4.7)	64.8	(+2.3)	22.8	(+2.4)	-10.4	(-7.1)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	26.1	(+1.4)	23.2	(-27.8)	50.7	(+26.4)	-24.6	(-25.0)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	19.6	(-3.0)	46.7	(+7.1)	33.7	(-4.1)	-14.1	(+1.1)
Versicherungen	27.5	(+1.0)	44.4	(+9.1)	28.1	(-10.1)	-0.6	(+11.1)
Fahrzeuge	9.7	(-2.0)	49.3	(-5.5)	41.0	(+7.5)	-31.3	(-9.5)
Chemie/Pharma	27.7	(+2.3)	61.5	(+2.3)	10.8	(-4.6)	16.9	(+6.9)
Stahl/NE-Metalle	27.1	(+7.4)	51.4	(-5.5)	21.5	(-1.9)	5.6	(+9.3)
Elektro	20.8	(+1.2)	63.0	(+3.0)	16.2	(-4.2)	4.6	(+5.4)
Maschinen	18.8	(+1.3)	51.2	(-6.0)	30.0	(+4.7)	-11.2	(-3.4)
Konsum/Handel	9.3	(-4.6)	41.7	(-0.8)	49.0	(+5.4)	-39.7	(-10.0)
Bau	4.8	(-0.4)	36.5	(+5.4)	58.7	(-5.0)	-53.9	(+4.6)
Versorger	19.5	(+1.9)	72.1	(-1.1)	8.4	(-0.8)	11.1	(+2.7)
Dienstleister	29.2	(+3.3)	59.2	(-0.1)	11.6	(-3.2)	17.6	(+6.5)
Telekommunikation	42.5	(+6.1)	49.1	(-1.6)	8.4	(-4.5)	34.1	(+10.6)
Inform.-Technologien	38.7	(+7.0)	47.4	(-5.5)	13.9	(-1.5)	24.8	(+8.5)

Bemerkung: An der Januar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 23.12.-21.01.03 beteiligten sich 323 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 Januar 2003

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Januar 2003 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 23.12.02-21.01.03 beteiligten sich 323 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	2.2	2.1	(0.2)
Deutschland	1.1	1.0	(0.2)
USA	2.4	2.4	(0.2)
Japan	-0.4	-0.4	(0.1)
Großbritannien	2.6	2.7	(0.2)
Frankreich	2.3	2.2	(0.2)
Italien	2.4	2.3	(0.2)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	2.9	2.7	(0.3)
USA	1.2	1.2	(0.2)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	3.9	3.9	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.2	4.3	(0.3)
USA	4.0	4.2	(0.3)
Japan	0.9	1.0	(0.1)
Großbritannien	4.4	4.5	(0.2)
Frankreich	4.3	4.4	(0.3)
Italien	4.4	4.5	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	2430	2610	(200)
DAX (Deutschland)	2980	3180	(250)
NEMAX 50 (Deutschland)	380	390	(30)
Dow Jones Industrial (USA)	8590	9130	(750)
Nikkei 225 (Japan)	8630	8880	(380)
FT-SE 100 (Großbritannien)	3880	4070	(240)
CAC-40 (Frankreich)	3100	3300	(240)
MIBtel (Italien)	17780	18910	(1420)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	1.05	1.07	(0.03)
Yen	124.90	126.70	(2.40)
Brit. Pfund	0.65	0.66	(0.01)
Schw. Franken	1.46	1.46	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	31.40	28.70	(8.10)