

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · Feb. 2004

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

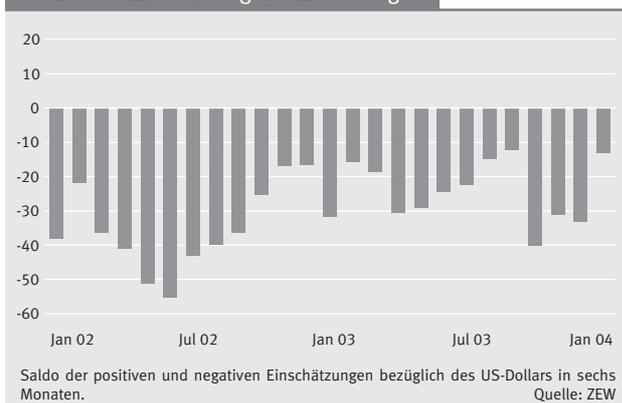
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 22.12.03 – 19.01.04 werden im vorliegenden ZEW-Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 23.01.04) wiedergegeben.

## Euroraum: Gelungener Start ins neue Jahr

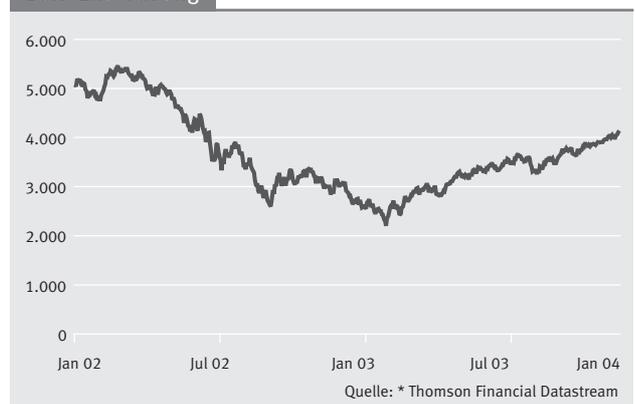
Das fundamentale Umfeld für Aktien im Euroraum stellt sich in diesem Monat positiv dar. Zunächst einmal scheint vieles darauf hinzudeuten, dass sich die Konjunktur im Euroraum in diesem Jahr wieder beleben wird. Die weiter steigenden Auftragseingänge und das Wachstum der Industrieproduktion in Deutschland könnten bereits Ausdruck der einsetzenden Erholung sein. Auch weiterhin sind die Finanzexperten bezüglich der Konjunkturentwicklung im Euroraum sehr optimistisch. So steigen die Konjunkturerwartungen der Analysten in diesem Monat auf den höchsten Stand seit April 2000. Die jetzt erfolgte Stabilisierung der Konjunkturerwartungen für Deutschland könnte hingegen auf die zuletzt wieder gestiegene Unsicherheit bezüglich des Fortgangs der Reformbemühungen zurückzuführen sein.

Die konjunkturelle Erholung scheint von keinem Inflationsanstieg begleitet zu werden. Die Experten gehen jedenfalls von weiter sehr moderaten Inflationszahlen im Euroraum aus und haben ihre Inflationserwartungen auf Sicht der nächsten sechs Monate sogar zurückgenommen. Diesen Umstand haben wir nicht zuletzt dem gegenüber dem US-Dollar sehr starken Euro zu verdanken. Der hoch bewertete Euro ermöglicht es den europäischen Importeuren, die Waren aus dem Dollarraum billiger zu beschaffen. Diese möglichen Kostenvorteile können die Produzenten in Form geringerer Preise an die Konsumenten weitergeben.

US-Dollar: Entwicklung der Erwartungen



Dax: Entwicklung



Die europäische Zentralbank wird daher wegen des fehlenden Inflationsdrucks den kurzfristigen Geldmarktzins möglicherweise noch sehr lange auf dem derzeit historisch niedrigen Zins von zwei Prozent belassen können. Das Lager der Experten, die eine Zinserhöhung in den nächsten sechs Monaten erwarten, hat sich in diesem Monat deutlich von 32 auf 24 Prozent verringert.

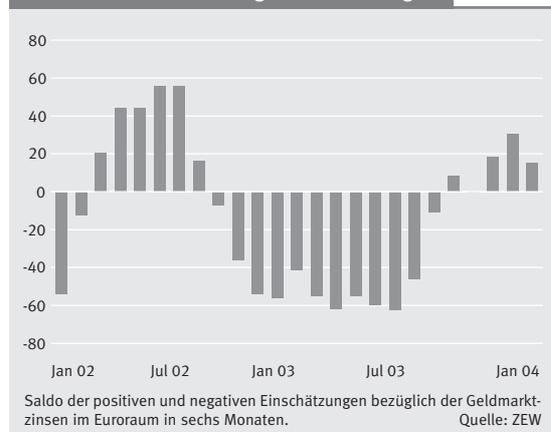
Eine Kehrseite des starken Euros zeigt sich für die Unternehmen, die im Euroraum produzieren und in den Dollarraum exportieren. Sie müssen, sofern sie ihre Wechselkursrisiken nicht abgesichert haben, wechselkursbedingte Verluste hinnehmen. Der Anteil der Experten, die eine weitere Aufwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar befürchten, verringert sich jedoch im Januar von 55 auf 43 Prozent. Somit könnte die Gefahr für die Unternehmen bald weniger bedrohlich sein.

Die Aktienmärkte haben in den letzten Monaten schon sehr kräftig zugelegt und so einen guten Teil der positiven Rahmenbedingungen bereits eskomptiert. Dennoch werden sie nach Ansicht der Experten von dem positiven Umfeld weiter profitieren. Die Entwicklung des deutschen TecDax sehen die Experten in diesem Monat sogar noch optimistischer. Dies liegt sicherlich an dem vergleichsweise großen Aufholpotenzial der deutschen Technologieaktien. Für den Dax stellt sich nach den deutlichen Kursgewinnen der letzten Monate jedoch kein neuer Optimismus unter den Experten ein.

Volker Kleff

## ECB-Watch: US- und Euro-Zinserwartungen driften auseinander

Geldmarkt: Entwicklung der Erwartungen

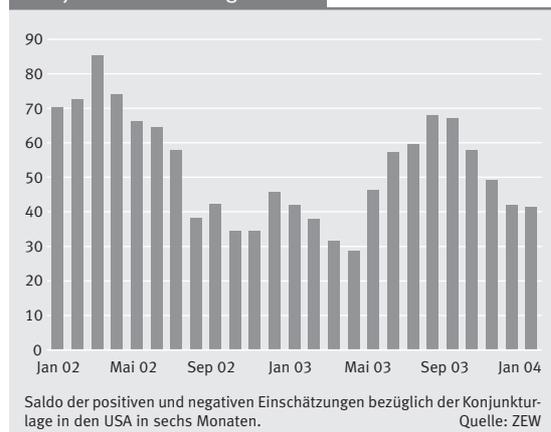


Die Erwartung, dass die EZB mit der Konjunkturerholung zügig den Aufstieg aus dem Zinstal beginnen könnte, verflüchtigt sich vorläufig wieder. Angesichts des dollarbedingt sinkenden Inflationsdrucks kann die Geldpolitik demnach weiterhin ihren „wait and see“-Kurs verfolgen. Damit driften im Januar die Zinsänderungserwartungen für die USA und die Eurozone deutlich auseinander. Während immer noch eine Mehrheit der Experten an Zinserhöhungen der Fed in den kommenden Monaten glaubt, ist dies im Falle der EZB anders. Seit Dezember, als noch fast jeder Dritte (31,8 Prozent) eine Zinserhöhung der EZB erwartete, ist diese Quote auf jetzt 24,2 Prozent gesunken. Demgegenüber setzt nach wie vor die große Mehrheit von 66,7 Prozent auf gleich bleibende Euro-Zinsen (Vormonat: 66,9). Deutlichen Zulauf erhält die Minderheitsmeinung, dass die EZB die Märkte noch mit einer weiteren Zinssenkung erfreuen könnte (von 1,3 auf 9,1 Prozent). Diese Entwicklung ist derzeit wohl in erster Linie auf die Euro-Stärke zurückzuführen.

Dr. Friedrich Heinemann

## USA: Konjunkturerwartungen stagnieren

Konjunkturerwartungen USA

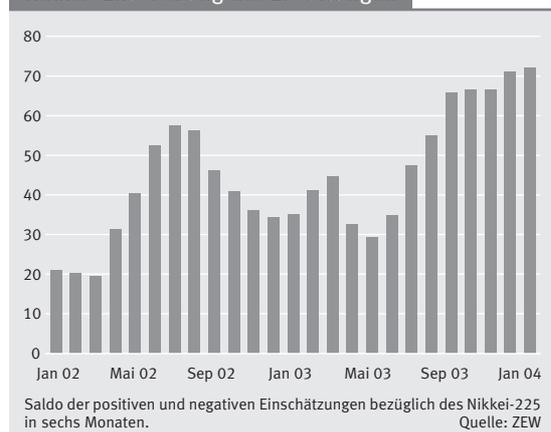


Trotz der positiven Wirtschaftslage in den USA und des niedrigen Niveaus des Dollars zeigen die Experten seit September 2003 zunehmend Zweifel an der Nachhaltigkeit des Aufschwungs in den USA. Der Rückgang der positiven Konjunkturerwartungen für die nächsten sechs Monate wird nun im Januar etwas gebremst und verharrt bei einem Saldo aus positiven und negativen Erwartungen von 41,3. Dies ist das niedrigste Niveau seit April 2003. Offenbar sind die Analysten nicht unbeeindruckt vom im Dezember gesunkenen Konsumentenvertrauen sowie den langfristigen Wirkungen einer zu expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Die optimistischen Aktienkurerwartungen sind hiervon immer noch unbeeinträchtigt. Weiterhin rechnen 68,8 Prozent der Experten mit einem Anstieg des Dow-Jones Indexes. Einen wichtigen Beitrag zu dieser positiven Grundstimmung leistet die derzeitige Übernahmefantasie im Bankensektor. Auch weiterhin erwarten 50 Prozent der Analysten eine Leitzinserhöhung der amerikanischen Notenbank.

Dr. Claudia Stirböck

## Japan: Entspannung des wirtschaftlichen Umfelds

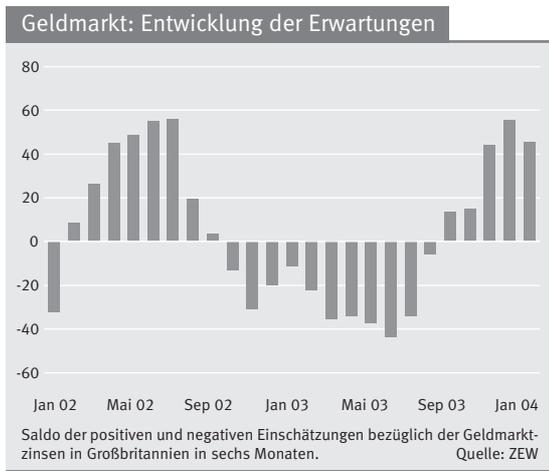
Nikkei: Entwicklung der Erwartungen



Das gesamtwirtschaftliche Umfeld in Japan hat sich seit Mitte 2003 merklich entspannt. Japans Banken haben ihren Bestand an Problemkrediten vor allem über den Markt für Asset-Backed Securities deutlich abbauen können und die Zentralbank hat weitere Fortschritte bei der Bekämpfung der Deflation gemacht. Die starke Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar bereitet der Exportwirtschaft allerdings Probleme: Die Ausfuhren sanken 2003 um knapp zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung bewerten die Experten positiv: Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunktursituation in sechs Monaten hat sich zum ersten Mal seit vier Monaten wieder verbessert. Die Beurteilung der Aktienmarktentwicklung wird neben den günstigen volkswirtschaftlichen Rahmendaten auch durch das nachhaltige Gewinnwachstum der japanischen Unternehmen beeinflusst. So rechnen 77 Prozent der Experten mit einem Anstieg des Nikkei innerhalb von sechs Monaten.

Matthias Meitner

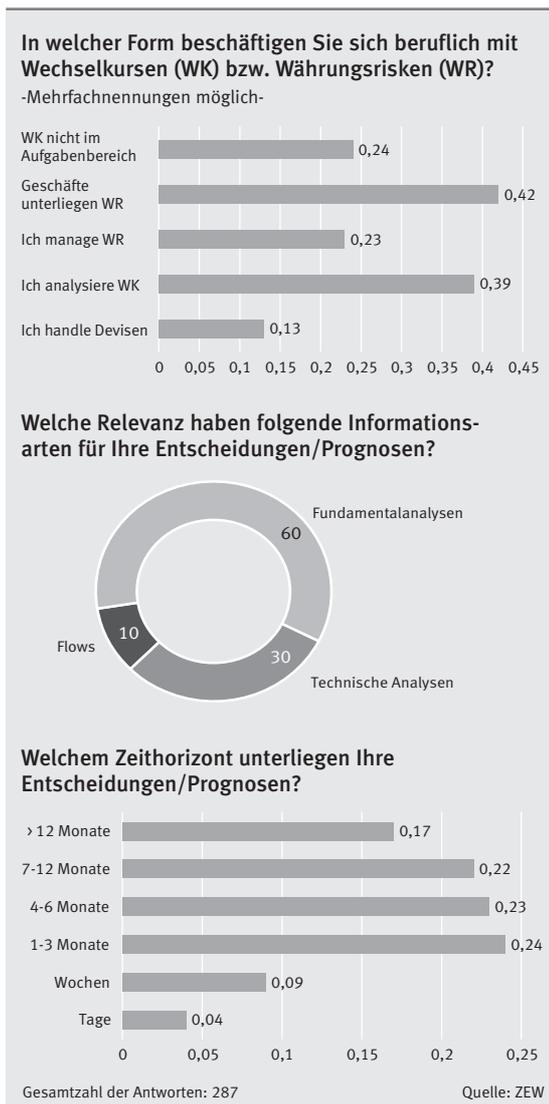
## Großbritannien: Weitere Zinserhöhung erwartet



2003 ist das britische Bruttoinlandsprodukt um 2,1 Prozent gewachsen. Aufgrund der sich aufhellenden Wirtschaftslage im Euroraum sollte es in 2004 zu einem Anstieg der Exporte kommen. Vor diesem Hintergrund verbessert sich auch die Einschätzung der befragten Analysten in Bezug auf die konjunkturelle Lage in Großbritannien deutlich. Der Anteil der Optimisten übertrifft erstmals seit April 2001 den Anteil der Pessimisten um 1,3. Die bis Herbst 2003 stark angestiegenen positiven Erwartungen für die Konjunkturlage der nächsten sechs Monate sinken nur geringfügig auf 34,8. Im Dezember stiegen die Verbraucherpreise gegenüber November überraschend stark um 0,4 Prozent, was die Inflationserwartung der Experten weiter erhöht. Immer noch knapp die Hälfte von ihnen rechnet daher mit einer erneuten Zinserhöhung. Ob diese eintritt, wird die nächste Sitzung der Zentralbank am 5. Februar zeigen. Allerdings ist aus Rücksicht auf die hohe Verschuldung der privaten Haushalte nur mit einem kleinen Zinsschritt zu rechnen.

*Dr. Claudia Stirböck*

## Sonderfrage: Die Bedeutung der Wechselkursanalyse



Die Bewegungen der Wechselkurse stellen uns immer wieder vor neue Rätsel. Einmal sind es die Wachstumsdifferenzen, die für die Wechselkursränge verantwortlich gemacht werden, das andere Mal sind es die Zinsverläufe und zu guter Letzt wird als Erklärung die Entwicklung der Leistungsbilanzen herangezogen. An fundamentalen Argumenten scheint es jedenfalls nicht zu mangeln. Mit Hilfe der Sonderumfrage im Januar 2004 unter 287 Finanzanalysten sollte die Bedeutung der Wechselkursanalyse für den Finanzmarkt untersucht werden. Die erste Beobachtung unterstreicht die Bedeutung des Devisenmarkts für die Finanzmarktakteure. Insgesamt gaben 76 Prozent der Befragten an, beruflich mit Wechselkursen zu tun zu haben, wobei viele der Befragten im Rahmen ihrer Geschäfte Wechselkursrisiken eingehen oder sich mit der Analyse von Wechselkursen beschäftigen. Bei der Frage, welche Methoden die einzelnen Teilnehmer zur Entscheidungsfindung heranziehen, zeigte sich, dass sie überwiegend auf die Fundamentalanalyse (60 Prozent), aber auch die technische Analyse (30 Prozent) zurückgreifen. Die Analyse von Flows (10 Prozent) hat dagegen einen geringen Stellenwert. Möglicherweise ist der Grund dafür, dass die meisten Finanzmarktakteure nicht unmittelbar über derartige Informationen verfügen. Ebenfalls gefragt wurde nach dem Zeithorizont, der für typische Entscheidungen beziehungsweise Prognosen herangezogen wird. Die meisten Finanzanalysten, die beruflich mit Wechselkursen zu tun haben, ist mittelfristig orientiert (47 Prozent: 1-6 Monate). Weniger verfolgen hingegen die lange Frist (39 Prozent: > 6 Monate) und nur eine Minderheit agiert kurzfristig (13 Prozent: < 1 Monat). Statistische Tests zeigen, dass die kurzfristig orientierten Befragten im Vergleich zu den restlichen Teilnehmern überdurchschnittlich auf die technische Analyse sowie Flows setzen. Die mittelfristig orientierten Akteure unterscheiden sich von ihnen dahingehend, dass sie die Flow-Analyse nur durchschnittlich berücksichtigen. Langfristig orientierte Akteure legen hingegen vor allem Wert auf die Fundamentalanalyse und weniger auf die technische Analyse. Festzuhalten bleibt, dass das Gros der befragten Finanzmarktanalysten von den Ereignissen am Devisenmarkt betroffen ist und sich bei der Wechselkursanalyse vor allem an den Fundamentals ausrichtet.

*Rafael Rebitzky, Universität Hannover*

## ZEW - Finanzmarkttest Januar 2004: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	2.9	(+1.6)	37.2	(+7.7)	59.9	(-9.3)	-57.0	(+10.9)
Deutschland	3.3	(+2.0)	18.5	(+4.8)	78.2	(-6.8)	-74.9	(+8.8)
USA	31.8	(+6.9)	59.1	(-3.6)	9.1	(-3.3)	22.7	(+10.2)
Japan	2.7	(-1.9)	40.9	(+4.9)	56.4	(-3.0)	-53.7	(+1.1)
Großbritannien	13.9	(+3.9)	73.5	(-1.2)	12.6	(-2.7)	1.3	(+6.6)
Frankreich	2.3	(+0.6)	29.4	(+5.1)	68.3	(-5.7)	-66.0	(+6.3)
Italien	2.4	(+1.0)	30.5	(+5.8)	67.1	(-6.8)	-64.7	(+7.8)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	81.1	(+1.6)	17.9	(-1.3)	1.0	(-0.3)	80.1	(+1.9)
Deutschland (=ZEW Indikator)	75.2	(+0.8)	22.5	(-2.1)	2.3	(+1.3)	72.9	(-0.5)
USA	49.4	(-2.5)	42.5	(+4.3)	8.1	(-1.8)	41.3	(-0.7)
Japan	63.5	(+1.3)	35.8	(-1.0)	0.7	(-0.3)	62.8	(+1.6)
Großbritannien	38.9	(+0.8)	57.0	(-1.9)	4.1	(+1.1)	34.8	(-0.3)
Frankreich	77.1	(+1.4)	21.9	(-1.1)	1.0	(-0.3)	76.1	(+1.7)
Italien	72.1	(-1.9)	26.5	(+2.8)	1.4	(-0.9)	70.7	(-1.0)
<b>Inflationsrate</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	20.9	(-4.4)	64.8	(+1.3)	14.3	(+3.1)	6.6	(-7.5)
Deutschland	21.8	(-2.6)	66.1	(+0.1)	12.1	(+2.5)	9.7	(-5.1)
USA	49.5	(+1.8)	45.9	(+0.1)	4.6	(-1.9)	44.9	(+3.7)
Japan	33.1	(-1.8)	62.8	(+0.8)	4.1	(+1.0)	29.0	(-2.8)
Großbritannien	32.3	(+2.0)	60.1	(-1.1)	7.6	(-0.9)	24.7	(+2.9)
Frankreich	17.6	(-6.3)	68.3	(+4.0)	14.1	(+2.3)	3.5	(-8.6)
Italien	19.1	(-5.6)	66.3	(+1.8)	14.6	(+3.8)	4.5	(-9.4)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	24.2	(-7.6)	66.7	(-0.2)	9.1	(+7.8)	15.1	(-15.4)
USA	50.0	(-3.7)	49.0	(+3.0)	1.0	(+0.7)	49.0	(-4.4)
Japan	21.9	(-3.0)	78.1	(+3.0)	0.0	(+/-0.0)	21.9	(-3.0)
Großbritannien	48.7	(-8.2)	47.9	(+6.1)	3.4	(+2.1)	45.3	(-10.3)
<b>Langfristige Zinsen</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	67.6	(-4.2)	27.4	(+3.0)	5.0	(+1.2)	62.6	(-5.4)
USA	75.0	(-4.0)	21.4	(+3.6)	3.6	(+0.4)	71.4	(-4.4)
Japan	61.2	(+3.6)	37.8	(-2.9)	1.0	(-0.7)	60.2	(+4.3)
Großbritannien	68.0	(-3.2)	29.9	(+3.8)	2.1	(-0.6)	65.9	(-2.6)
<b>Aktienkurse</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	75.5	(-2.4)	15.4	(+2.4)	9.1	(+/-0.0)	66.4	(-2.4)
DAX (Deutschland)	76.2	(-0.4)	14.4	(+0.4)	9.4	(+/-0.0)	66.8	(-0.4)
TecDax (Deutschland)	72.1	(-0.2)	17.4	(+0.7)	10.5	(-0.5)	61.6	(+0.3)
Dow Jones Industrial (USA)	68.8	(-1.0)	20.7	(+1.0)	10.5	(+/-0.0)	58.3	(-1.0)
Nikkei 225 (Japan)	76.9	(+1.6)	18.2	(-2.4)	4.9	(+0.8)	72.0	(+0.8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	65.6	(-0.8)	25.8	(+0.5)	8.6	(+0.3)	57.0	(-1.1)
CAC-40 (Frankreich)	72.2	(-1.5)	18.1	(+0.8)	9.7	(+0.7)	62.5	(-2.2)
MIBtel (Italien)	71.2	(-0.8)	19.1	(-0.5)	9.7	(+1.3)	61.5	(-2.1)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	30.1	(+8.3)	26.6	(+3.4)	43.3	(-11.7)	-13.2	(+20.0)
Yen	17.9	(+0.3)	64.1	(+3.5)	18.0	(-3.8)	-0.1	(+4.1)
Brit. Pfund	13.1	(+3.2)	59.2	(+0.7)	27.7	(-3.9)	-14.6	(+7.1)
Schw. Franken	10.5	(+0.1)	67.4	(-3.0)	22.1	(+2.9)	-11.6	(-2.8)
<b>Rohstoffpreis</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	7.9	(-3.1)	53.4	(+0.6)	38.7	(+2.5)	-30.8	(-5.6)
<b>Branchen</b>	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	76.6	(-1.2)	20.9	(+1.5)	2.5	(-0.3)	74.1	(-0.9)
Versicherungen	69.5	(+0.6)	27.6	(+1.4)	2.9	(-2.0)	66.6	(+2.6)
Fahrzeuge	34.1	(-0.9)	51.8	(-2.4)	14.1	(+3.3)	20.0	(-4.2)
Chemie/Pharma	52.4	(+4.9)	43.6	(-3.2)	4.0	(-1.7)	48.4	(+6.6)
Stahl/NE-Metalle	51.3	(+4.5)	43.2	(-2.2)	5.5	(-2.3)	45.8	(+6.8)
Elektro	57.9	(+5.0)	38.5	(-5.7)	3.6	(+0.7)	54.3	(+4.3)
Maschinen	57.1	(+5.8)	34.9	(-3.5)	8.0	(-2.3)	49.1	(+8.1)
Konsum/Handel	31.1	(-11.7)	54.6	(+7.2)	14.3	(+4.5)	16.8	(-16.2)
Bau	11.4	(-2.5)	66.9	(+4.1)	21.7	(-1.6)	-10.3	(-0.9)
Versorger	38.6	(+1.4)	58.5	(-1.1)	2.9	(-0.3)	35.7	(+1.7)
Dienstleister	70.4	(+4.2)	28.9	(-2.8)	0.7	(-1.4)	69.7	(+5.6)
Telekommunikation	79.9	(+5.6)	19.0	(-4.3)	1.1	(-1.3)	78.8	(+6.9)
Inform.-Technologien	81.8	(+3.9)	16.0	(-3.6)	2.2	(-0.3)	79.6	(+4.2)

Bemerkung: An der Januar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 22.12.-19.01.04 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.