

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · April 2004

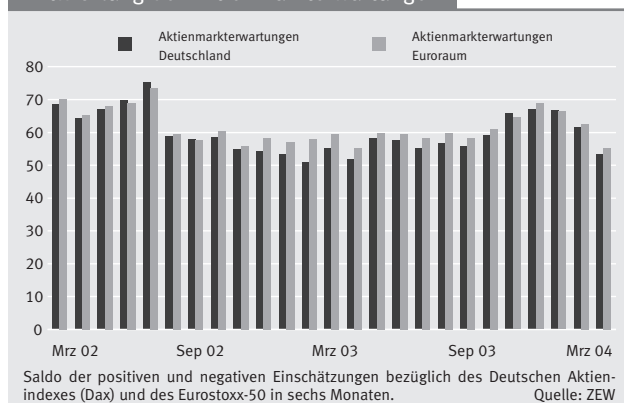
Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 01.03.04 – 15.03.04 werden im vorliegenden ZEW-Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 19.03.04) wiedergegeben.

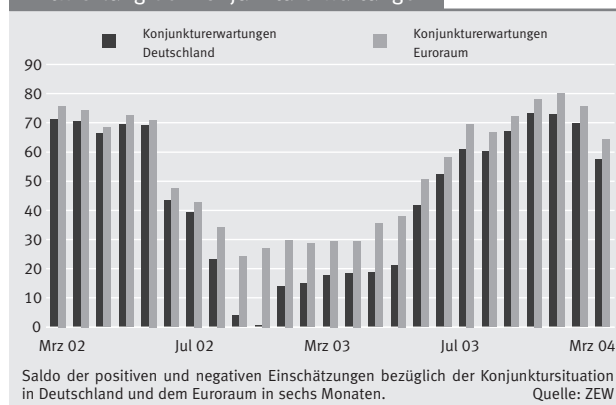
Nervosität an den Märkten im Euroraum

Die Aktienmärkte im Euroraum mussten vor dem Hintergrund des Anschlags von Madrid deutliche Rückschläge hinnehmen. Hielt sich der Eurostoxx-50 bis zum 11. März noch über 2.900 Punkten, so fiel er an jenem Donnerstag und den nachfolgenden Tagen fast bis auf 2.700 Punkte zurück. Ähnlich verhielt es sich mit dem Dax, der am Tag des Anschlags die Marke von 4.000 Punkten durchbrach und dann innerhalb weniger Tage unter 3.800 Punkte fiel. Die sensible Reaktion des Aktienmarkts auf den Anschlag ist sicherlich Folge der neuen Dimension des Terrors auch innerhalb der Europäischen Union. Sie dürfte aber gleichzeitig auch eine Folge der neuen Unsicherheiten bezüglich der weiteren Konjunkturerwartung im Euroland sein. Die jüngsten US-Arbeitsmarktdaten zeigen, dass der Aufschwung den US-Arbeitsmarkt noch nicht recht erfasst hat. Zweifel werden daher laut, dass der US-Aufschwung nicht nachhaltig sein und allein auf Mitnahmeeffekten aufgrund der Steuergeschenke in den USA beruhen könnte. Dies hätte weitreichende Konsequenzen für die Weltkonjunktur und somit auch für die Konjunktur im Euroraum. Insbesondere die deutsche Konjunktur wäre betroffen, da sie in besonderem Maße exportabhängig ist. Gerade die Ertragsaussichten der zyklischen Branchen verdüsterten sich bereits vor den Anschlägen in Madrid teilweise dramatisch, obwohl der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich nachgab. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten bezüglich der mittelfristigen Er-

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



Entwicklung der Konjunkturerwartungen

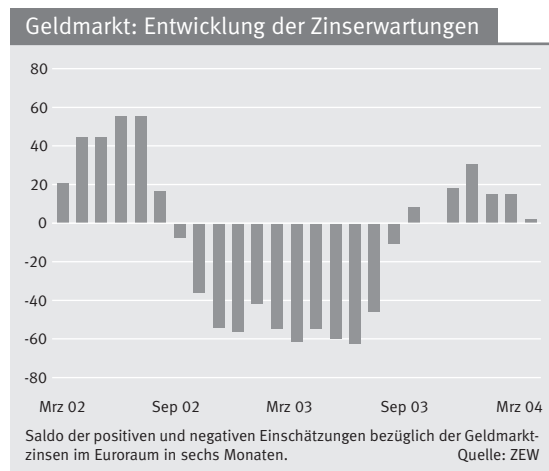


tragsaussichten für den Fahrzeugbau brach bereits vor dem 11. März um fast 19 Punkte ein. Der Saldo für die Chemiebranche sank um 8,3 und der für den Maschinenbau um 7 Punkte.

Die weiteren Aktienmarktaussichten schätzen die befragten Experten in diesem Monat deutlich weniger optimistisch ein. Die Zweifel an einer schnellen Fortsetzung des jüngsten Anstiegs der Aktienkurse betreffen sowohl den Eurostoxx-50 als auch den Dax. Auch für den deutschen Tec-Dax sind die Experten nicht mehr so zuversichtlich wie noch im Vormonat. Nach noch rund 70 Prozent im Februar sind jetzt nur noch etwa 65 Prozent der Analysten optimistisch bezüglich der weiteren Aussichten für diese drei Indizes. Die getrennte Auswertung der Ergebnisse vor und nach dem 11. März zeigt, dass die Erwartungen für den Eurostoxx-50 am stärksten unter den Anschlägen gelitten haben. Für Deutschland wurden die Aktienmarktaussichten aufgrund der Konjunktursorgen bereits vor dem 11. März deutlich skeptischer eingeschätzt. Auch die sich für Deutschland restriktiv auswirkende Euro-Geldpolitik könnte hierbei eine Rolle spielen. Während die Inflationsrate hierzulande unter die Ein-Prozent-Marke gerutscht ist, verharrt der EZB-Zins im Euroraum weiter bei zwei Prozent. Zu hoffen wäre daher, dass es vorerst zu keiner geldpolitischen Trendwende hin zu höheren Geldmarktzinsen kommt. Dies wird von den Experten auf Sicht der nächsten sechs Monate aber auch nicht mehr erwartet.

Volker Kleff

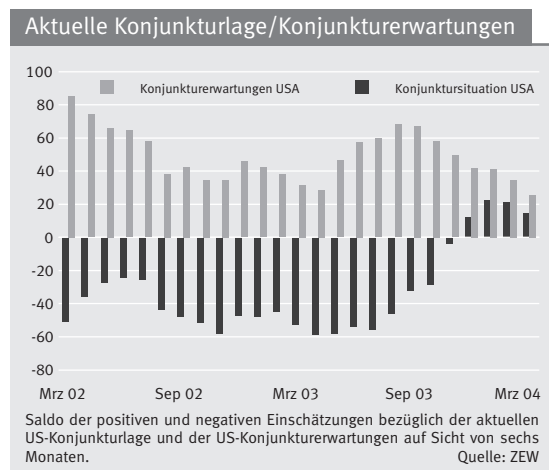
Euroraum: Madrid ohne Einfluss auf geldpolitische Erwartungen



Die EZB wird in den nächsten Monaten keine Zinsänderung vornehmen. 73,0 Prozent der Befragten rechnen in den kommenden sechs Monaten mit konstanten EZB-Leitzinsen. Gegenüber dem Vormonat ist dieser Anteil praktisch unverändert. Lediglich an den Rändern hat es eine Umschichtung gegeben. Die Minderheitsmeinungen steigender (14,5 Prozent) und fallender Zinsen (12,5 Prozent) haben nun ein annähernd gleiches Gewicht. Im Vormonat betrug dieses Verhältnis noch 20,6 zu 5,5 Prozent zu Gunsten steigender Zinsen. Offenbar werden die Bombenanschläge vom 11. März 2004 in ihren geldpolitischen Konsequenzen gänzlich anders eingeschätzt als der 11. September 2001, der damals zu einer konzertierten Zinssenkung der wichtigsten Notenbanken geführt hatte. Die getrennte Auswertung vor und nach den Anschlägen von Madrid legt nahe, dass nicht der Terroranschlag von Madrid, sondern in erster Linie die gewachsene Konjunkturskepsis die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung verringert hat.

Dr. Friedrich Heinemann

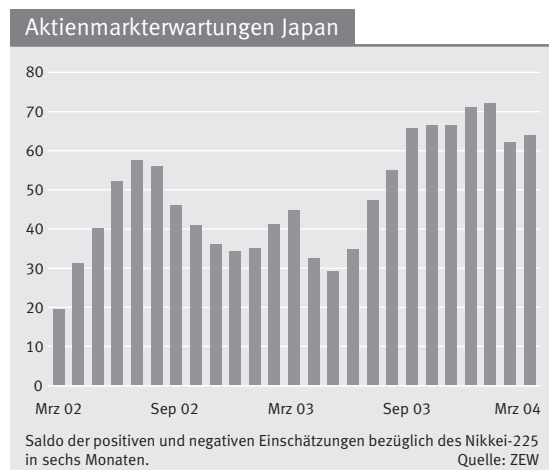
USA: Zweifel an Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung



Die Konjunkturerwartungen auf Sicht von sechs Monaten sind im März weiter zurückgegangen. Der Saldo aus positiven und negativen Erwartungen vermindert sich um 9,1 Punkte auf 25,5. Die zögerliche Arbeitsmarkterholung in den USA sowie das weiterhin sinkende Konsumentenvertrauen lassen befürchten, dass der private Konsum nachlassen könnte. Parallel wird auch die aktuelle Situation nur noch von 24,3 Prozent der Analysten als positiv eingeschätzt. Zusätzlich belasten die gestiegenen Energiepreise die US-Produktion. Folglich erwarten nur noch 45,5 Prozent der Experten in den nächsten sechs Monaten eine Erhöhung der Leitzinsen – bei gleichzeitig etwas gesunkener Inflationserwartung. Im letzten Monat waren dies noch 53,5 Prozent. Das niedrige Niveau des Dollars leistet derzeit noch keinen Beitrag zu einem Abbau des hohen US-Handelsbilanzdefizits, das im Januar auf 43,1 Mrd. Dollar anstieg. Dennoch ist hier mittelfristig mit einem Rückgang der Importnachfrage aufgrund der erwarteten weiteren Dollarabwertung zu rechnen.

Dr. Claudia Stirböck

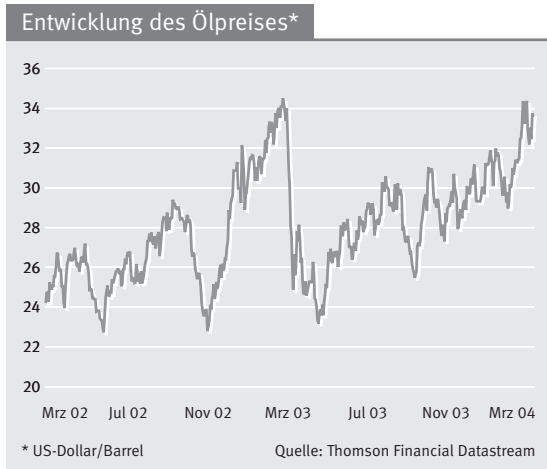
Japan: Aktienmarkt trotz Konjunkturerwartungen



Die japanische Wirtschaft hat sich erholt. Im vierten Quartal 2003 konnte mit 1,6 Prozent das seit zwölf Jahren höchste Wachstum gegenüber dem Vorquartal erzielt werden. Die ungewisse Entwicklung des Dollar-Yen-Wechselkurses und Zweifel an der Nachhaltigkeit des inländischen Konsumwachstums belasten allerdings die künftige konjunkturelle Entwicklung. Dies spiegelt sich auch in den Einschätzungen der Experten wider. Während die derzeitige Lage deutlich besser beurteilt wird als im Vormonat, haben sich die Erwartungen bezüglich der Konjunktursituation in sechs Monaten leicht verschlechtert. Bezüglich der Aktienmarktentwicklung erhöhte sich der Saldo aber wieder auf 64,1 (Vormonat 62,2), was auf positive Aussichten auf Unternehmensebene zurückzuführen ist. So plant rund ein Viertel der wichtigsten börsennotierten Unternehmen eine Dividendenerhöhung aufgrund gestiegener Gewinne. Die zunehmend expansive Kreditpolitik der Banken fördert zudem die Investitionstätigkeit und ermöglicht so auch langfristiges Ergebniswachstum.

Matthias Meitner

Ölpreis: Vorläufig keine Belastung für den Euroraum

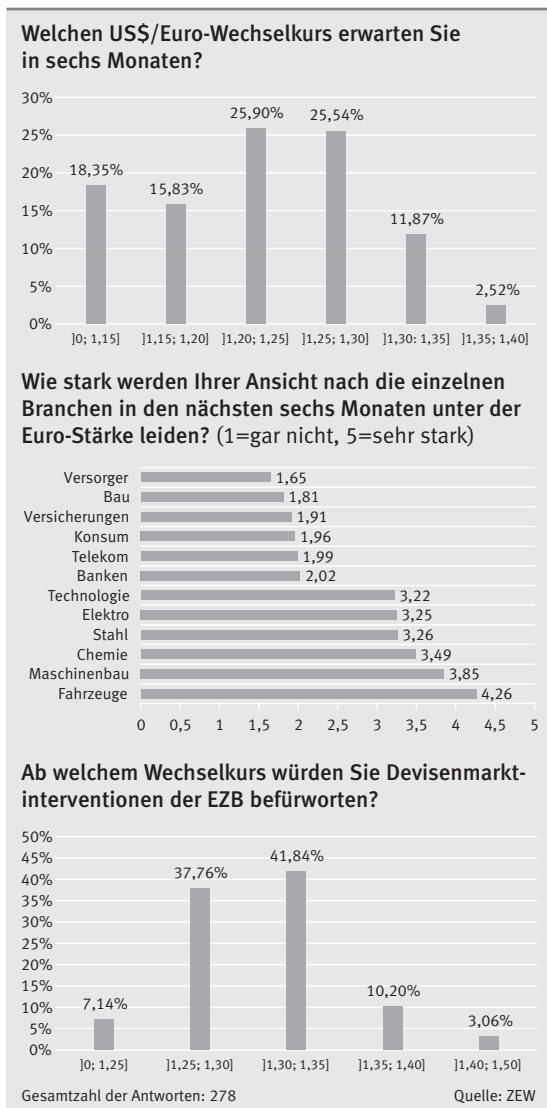


Anfang März erreichte der Ölpreis sein Jahreshoch mit über 34 Dollar pro Barrel. Der derzeitige Anstieg ist unter anderem durch die erneute OPEC-Fördermengen-Reduktion sowie die labile Ölinfrastruktur des Irak zu erklären. Jedoch erwarten 40,7 Prozent der befragten Analysten einen wieder sinkenden Ölpreis auf Sicht von sechs Monaten. Da der Bedarf an Öl bei steigenden Temperaturen eher sinkt, ist auch nicht mit einer verstärkten Nachfrage zu rechnen.

Trotz des gestiegenen Ölpreises sehen sich die europäischen Verbraucher derzeit nicht mit gestiegenen Energiepreisen konfrontiert. Angesichts der weiteren Aufwertungserwartung für den Euro (43,3 Prozent der Experten) scheint für sie zunächst auch keine höhere Belastung anzustehen. In den USA hingegen haben die anziehenden Energiepreise bereits zu einer Erhöhung der Verbraucherpreise um 0,5 Prozentpunkte geführt. Jedoch ist auf mittlere Sicht durchaus auch im Euroraum mit einer Erhöhung der Preise der energieintensiven Vorgüter zu rechnen.

Dr. Claudia Stürböck

Sonderfrage: Die Euro-Stärke und ihre Folgen



Der Euro hat in den letzten Wochen seine Höchststände bei 1,30 US\$/Euro verlassen und pendelt seit einiger Zeit in dem Bereich zwischen 1,21 und 1,24 US\$/Euro. Somit könnten viele Unternehmen kurzfristig Erleichterung verspüren. Dennoch bleibt der Euro auf einem sehr hohen Niveau und die Sorge steigt, dass der anhaltend hohe Wechselkurs deutlich auf die Gewinne der Unternehmen durchschlagen wird. 278 Finanzanalysten wurden zu dieser Thematik befragt.

Die Experten erwarten auf Sicht der nächsten sechs Monate keine starke Aufwertung des Euro mehr. Im Mittel prognostizieren sie einen Wechselkurs von 1,2350 US\$/Euro, der kaum höher liegt als derzeit. Dennoch könnte der Wechselkurs künftig zu einem größeren Problem für die deutschen Exporteure werden. Längerfristig ist nämlich die Absicherung gegen Wechselkursrisiken sehr problematisch, da sich gewöhnlich für längerfristige Kontrakte keine Vertragspartner finden lassen. Daher könnte der starke Euro künftig deutlicher als zuvor auf die Unternehmensgewinne deutscher Unternehmen durchschlagen. In den nächsten sechs Monaten wird nach Ansicht der befragten Experten insbesondere die Fahrzeugbranche vom anhaltend starken Euro betroffen sein, da sie die Vorprodukte großteils im Euroraum beschafft und einen bedeutenden Teil der Produktion im Dollarraum absetzt. Doch auch andere exportlastige Branchen wie Maschinenbau, Chemie, Stahl und Elektro müssen mittelfristig aufgrund der anhaltenden Euro-Stärke wohl mit erheblichen Ertragseinbußen rechnen. Von der Euro-Stärke kaum betroffen sind hingegen die Branchen, die überwiegend den Euroraum mit ihren Waren und Dienstleistungen bedienen, also die Versorger, die Baubranche und die Versicherer.

Zur Vermeidung einer abrupten und sehr starken weiteren Aufwertung des Euros hat die Europäische Zentralbank die Möglichkeit, Euros in beliebiger Höhe gegen US-Dollar am Devisenmarkt zu verkaufen. Dies kann sinnvoll sein, um die Wettbewerbsposition der europäischen Exporteure nicht weiter zu gefährden. Für einen solchen Schritt sprechen sich grundsätzlich 37 Prozent der befragten Finanzanalysten aus. Die befragten Experten empfehlen im Mittel, ab einem Wechselkurs von 1,32 US\$/Euro den US-Dollar per Devisenmarktinterventionen zu stützen.

Volker Kleff

ZEW - Finanzmarkttest März 2004: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	1,6	(-1,0)	44,4	(+3,2)	54,0	(-2,2)	-52,4	(+1,2)
Deutschland	1,3	(-0,7)	24,7	(-1,1)	74,0	(+1,8)	-72,7	(-2,5)
USA	24,3	(-5,2)	65,7	(+3,4)	10,0	(+1,8)	14,3	(-7,0)
Japan	9,9	(+6,2)	45,4	(+3,2)	44,7	(-9,4)	-34,8	(+15,6)
Großbritannien	26,3	(+1,6)	65,2	(-0,8)	8,5	(-0,8)	17,8	(+2,4)
Frankreich	1,7	(-0,3)	37,7	(-0,6)	60,6	(+0,9)	-58,9	(-1,2)
Italien	0,7	(-1,7)	33,9	(+1,0)	65,4	(+0,7)	-64,7	(-2,4)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	66,9	(-10,3)	30,5	(+9,3)	2,6	(+1,0)	64,3	(-11,3)
Deutschland (=ZEW Indikator)	60,8	(-12,4)	36,0	(+12,5)	3,2	(-0,1)	57,6	(-12,3)
USA	36,2	(-6,7)	53,1	(+4,3)	10,7	(+2,4)	25,5	(-9,1)
Japan	56,9	(-3,6)	41,4	(+3,3)	1,7	(+0,3)	55,2	(-3,9)
Großbritannien	30,3	(-6,8)	63,6	(+7,2)	6,1	(-0,4)	24,2	(-6,4)
Frankreich	61,9	(-11,3)	33,3	(+9,2)	4,8	(+2,1)	57,1	(-13,4)
Italien	58,4	(-12,3)	36,5	(+10,3)	5,1	(+2,0)	53,3	(-14,3)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	14,5	(-3,2)	71,6	(+4,0)	13,9	(-0,8)	0,6	(-2,4)
Deutschland	15,2	(-3,7)	72,9	(+0,9)	11,9	(+2,8)	3,3	(-6,5)
USA	47,7	(-3,4)	46,8	(+1,9)	5,5	(+1,5)	42,2	(-4,9)
Japan	34,8	(+4,6)	61,7	(-5,3)	3,5	(+0,7)	31,3	(+3,9)
Großbritannien	37,1	(-1,1)	57,4	(-1,3)	5,5	(+2,4)	31,6	(-3,5)
Frankreich	14,9	(-2,2)	70,3	(-0,8)	14,8	(+3,0)	0,1	(-5,2)
Italien	16,0	(-3,3)	70,2	(+1,4)	13,8	(+1,9)	2,2	(-5,2)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	14,5	(-6,1)	73,0	(-0,9)	12,5	(+7,0)	2,0	(-13,1)
USA	45,5	(-8,1)	53,2	(+7,8)	1,3	(+0,3)	44,2	(-8,4)
Japan	15,8	(-3,4)	84,2	(+3,7)	0,0	(-0,3)	15,8	(-3,1)
Großbritannien	46,1	(-6,3)	52,9	(+6,7)	1,0	(-0,4)	45,1	(-5,9)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	62,6	(-6,1)	30,6	(+4,2)	6,8	(+1,9)	55,8	(-8,0)
USA	69,8	(-7,8)	25,3	(+6,5)	4,9	(+1,3)	64,9	(-9,1)
Japan	59,8	(-2,4)	38,8	(+2,7)	1,4	(-0,3)	58,4	(-2,1)
Großbritannien	67,3	(-4,6)	29,6	(+4,3)	3,1	(+0,3)	64,2	(-4,9)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	65,5	(-5,4)	24,4	(+3,7)	10,1	(+1,7)	55,4	(-7,1)
DAX (Deutschland)	64,5	(-6,2)	24,4	(+4,1)	11,1	(+2,1)	53,4	(-8,3)
TecDax (Deutschland)	63,9	(-5,4)	22,6	(+3,4)	13,5	(+2,0)	50,4	(-7,4)
Dow Jones Industrial (USA)	56,3	(-4,9)	30,5	(+3,6)	13,2	(+1,3)	43,1	(-6,2)
Nikkei 225 (Japan)	71,3	(+2,5)	21,5	(-3,1)	7,2	(+0,6)	64,1	(+1,9)
FT-SE-100 (Großbritannien)	57,0	(-5,1)	33,1	(+4,3)	9,9	(+0,8)	47,1	(-5,9)
CAC-40 (Frankreich)	61,4	(-7,4)	28,6	(+7,0)	10,0	(+0,4)	51,4	(-7,8)
MIBtel (Italien)	59,0	(-6,7)	29,1	(+5,3)	11,9	(+1,4)	47,1	(-8,1)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	27,7	(+0,9)	29,0	(-1,9)	43,3	(+1,0)	-15,6	(-0,1)
Yen	23,1	(+2,6)	60,4	(-2,2)	16,5	(-0,4)	6,6	(+3,0)
Brit. Pfund	18,2	(+3,0)	63,9	(-3,2)	17,9	(+0,2)	0,3	(+2,8)
Schw. Franken	10,7	(+2,2)	74,7	(+0,6)	14,6	(-2,8)	-3,9	(+5,0)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	10,8	(+0,3)	48,5	(-7,6)	40,7	(+7,3)	-29,9	(-7,0)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	74,4	(-6,0)	22,4	(+5,3)	3,2	(+0,7)	71,2	(-6,7)
Versicherungen	66,1	(-6,8)	30,0	(+5,4)	3,9	(+1,4)	62,2	(-8,2)
Fahrzeuge	20,3	(-6,0)	52,7	(-1,4)	27,0	(+7,4)	-6,7	(-13,4)
Chemie/Pharma	45,1	(-4,7)	47,6	(+1,8)	7,3	(+2,9)	37,8	(-7,6)
Stahl/NE-Metalle	52,5	(-1,1)	36,6	(-1,4)	10,9	(+2,5)	41,6	(-3,6)
Elektro	56,0	(-2,5)	37,9	(+0,4)	6,1	(+2,1)	49,9	(-4,6)
Maschinen	57,8	(-2,6)	31,0	(+0,8)	11,2	(+1,8)	46,6	(-4,4)
Konsum/Handel	26,1	(-0,5)	55,7	(-2,6)	18,2	(+3,1)	7,9	(-3,6)
Bau	15,5	(-2,9)	64,3	(+2,1)	20,2	(+0,8)	-4,7	(-3,7)
Versorger	49,2	(+3,2)	47,5	(-3,6)	3,3	(+0,4)	45,9	(+2,8)
Dienstleister	65,3	(-1,7)	31,8	(+2,1)	2,9	(-0,4)	62,4	(-1,3)
Telekommunikation	74,6	(-2,7)	22,5	(+2,7)	2,9	(+/-0,0)	71,7	(-2,7)
Inform.-Technologien	70,6	(-6,2)	27,2	(+5,8)	2,2	(+0,4)	68,4	(-6,6)

Bemerkung: An der März-Umfrage des Finanzmarkttests vom 01.03.-15.03.04 beteiligten sich 313 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.