

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

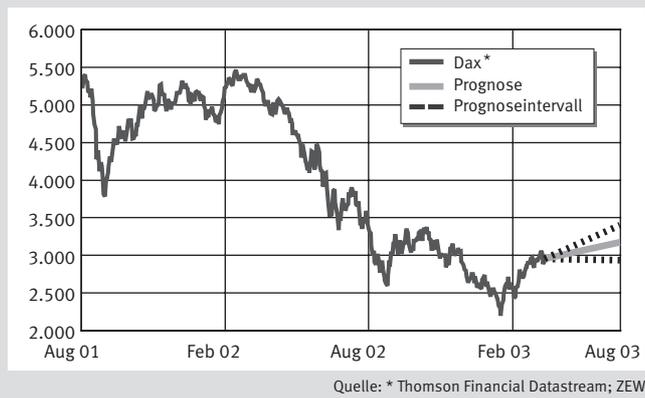
Jahrgang 12 · Nr. 6 · Juni 2003

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 28.4.03 – 12.5.03 (Redaktionsschluss 16.5.03) 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: Finanzmärkte proben Optimismus

In den vergangenen Wochen zeichnete sich eine ungewöhnliche Diskrepanz zwischen eher negativen Nachrichten aus der Realwirtschaft und der positiven Entwicklung auf den Finanzmärkten ab. Während die Industrieproduktion sank und die Auftragseingänge nachgaben, feierten die Börsianer den Anstieg des Deutschen Aktienindex um gut 34 Prozent seit Mitte März. Da Aktienkurse nichts anderes darstellen als die zukünftig erwarteten, auf heute abdiskontierten Gewinne, rechnen die Finanzmärkte offensichtlich damit, dass sich die Konjunkturlage auf mittelfristige Sicht verbessert. Statistische Analysen zeigen, dass der Vorlauf des Dax vor der deutschen Konjunkturlage bis zu sechs Monate betragen kann. Die Konjunkturerwartungen der befragten Analysten im Finanzmarkttest bleiben gleichwohl zunächst gedämpft: Gegenüber dem Vormonat tendieren sie nur leicht positiver. Absolut gesehen liegen sie mit 18,7 Punkten immer noch weit unterhalb ihres historischen Mittelwerts von etwa 34 Punkten. Offensichtlich warten die Experten noch auf aufmunternde Zeichen von der Realwirtschaft, bevor sie ihre Erwartungen deutlicher nach oben schrauben. Immerhin zeigt die derzeitige Situation Ähnlichkeiten mit der Lage zu Beginn des Jahres 2002. Damals signalisierten Stimmungsindikatoren deutlichen Optimismus, der durch starke Aktienkursgewinne und Leitzinssenkungen der Zentralbanken

Dax: Entwicklung und Prognose



nach dem 11. September 2001 gerechtfertigt schien. Als die Konjunktur dann nicht wie erhofft ansprang, sanken die Frühindikatoren wieder. Diesmal warten die Analysten deshalb offensichtlich auf bestätigende ‚hard facts‘ aus der Realwirtschaft. Eine möglicherweise mitentscheidende Rolle kommt hierbei dem Euro-Wechselkurs zu. Eine allzu schnelle weitere Aufwärtsbewegung könnte insbesondere diejenigen Unternehmen negativ beeinflussen, die sich nicht langfristig gegen Währungsschwankungen abgesichert haben. Erste Hinweise auf negative Währungseffekte ergibt ein Blick auf die Brancheneinschätzungen der befragten Experten. Exportstarke Branchen, wie etwa die Automobilbranche oder der Maschinenbau, werden eher negativ beurteilt. Auf der anderen Seite gewinnen eher inländisch orientierte Sektoren, wie etwa die Dienstleister oder die vom Währungsrisiko weniger stark betroffenen Banken und Versicherungen, deutlich in der Gunst der Analysten hinzu. Die eher das Wirtschaftswachstum dämpfende Euro-Aufwertung dürfte sich auch auf die Geldpolitik im Euroraum auswirken, da ein Teil der expansiven Wirkung der letzten Leitzinssenkung damit kompensiert worden ist. Übereinstimmend erwarten die Befragten daher auch eine weitere geldpolitische Lockerung der Europäischen Zentralbank. ◀

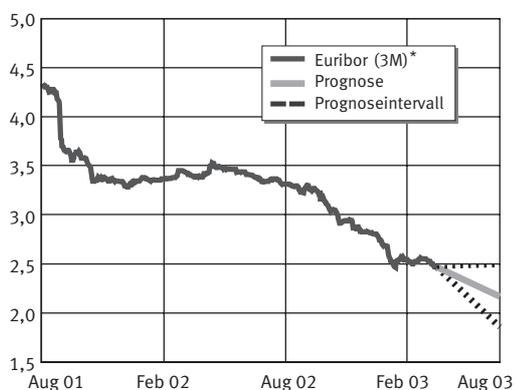
Dr. Felix Hüfner

Euro: Entwicklung und Prognose



ECB-Watch: Ungebrochene Erwartungen auf Zinssenkung

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



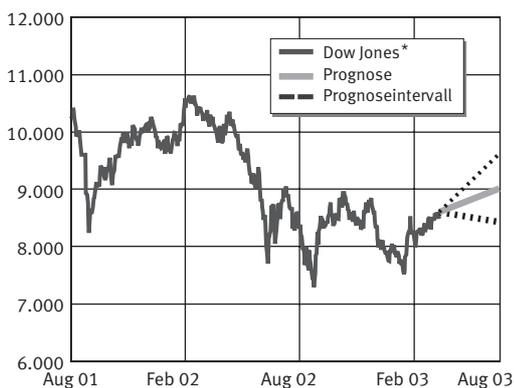
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Knapp zwei Drittel (64,8 Prozent) der Befragten gehen davon aus, dass der 3-Monats-Euribor in den nächsten drei Monaten sinken wird. Daraus errechnet sich eine Prognose von 2,2 Prozent für August. Dies entspricht einem abermaligen kleinen Zinsschritt der Europäischen Zentralbank um 25 Basispunkte. Der starke Anstieg des Euro gegenüber dem Dollar dürfte diese Erwartungen beflügelt haben. Gut die Hälfte der Umfrageteilnehmer prognostiziert eine weitere Euroaufwertung, nur etwas mehr als 20 Prozent gehen von einer Ab-

wertung aus. Die Inflationserwartungen haben sich dementsprechend deutlich nach unten verschoben: Der Saldo von positiven und negativen Antworten sinkt von -24,7 Prozent im April auf -32,4 Prozent im Mai. Noch deutlicher ist diese Veränderung für Deutschland, wo der Saldo von -18,7 Prozent auf -30,5 Prozent fällt. Eine besondere Rolle spielt dabei die Ölpreisentwicklung: Zu jeweils rund 48 Prozent gehen die Finanzexperten von künftig gleich bleibenden oder sinkenden Ölpreisen aus. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

USA: Weitere Kurssteigerungen erwartet

Dow Jones: Entwicklung und Prognose



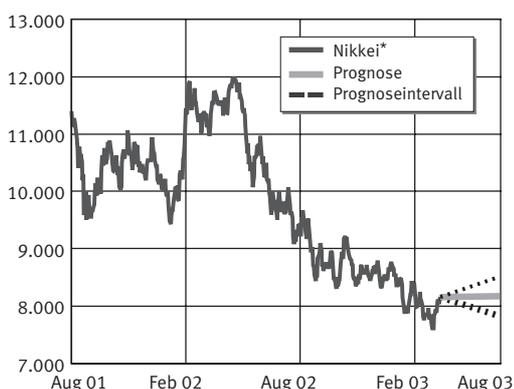
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Trotz der jüngsten Aktienkurssteigerungen, die den Dow Jones auf mehr als 8.500 Punkten gehiebt haben, ist das Ende des Aufwärtstrends noch nicht erreicht. Die Experten erwarten einen weiteren Anstieg auf mehr als 9.000 Punkte bis August. Grund für diesen Optimismus ist die im Mai deutlich bessere Konjunkturschätzung auf Sicht der nächsten sechs Monate. Mehr als jeder zweite Experte geht davon aus, dass die Konjunktur sich mittelfristig beleben wird, obwohl die Experten die derzeitige Lage noch recht pessimistisch einschätzen.

Ein wichtiger Grund für die besseren Konjunkturaussichten ist neben der raschen Beendigung des Irakkrieges der jüngst deutlich schwächere US-Dollar zum Euro, der die Exportchancen der amerikanischen Unternehmen deutlich verbessert. Zugleich verringert der schwache Dollar die Gefahr einer Deflation. Auch weiterhin gehen die Experten tendenziell von einer weiteren Abwertung des Greenbacks aus. Kursgewinne am Aktienmarkt können daher durch Währungsverluste teilweise kompensiert werden. ◀ *Volker Kleff*

Japan: Neue Mittel gegen die Krise

Nikkei: Entwicklung und Prognose



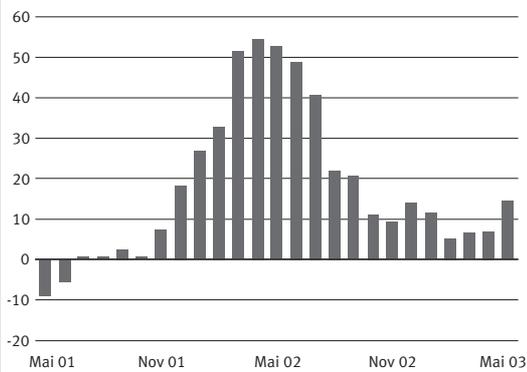
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Lungenkrankheit SARS hat die Unsicherheit am Aktienmarkt erhöht und den Nikkei-225 weiter belastet. Als Reaktion hat die Notenbank den Guthabenrahmen der Banken bei der Zentralbank deutlich ausgedehnt, um den Handlungsspielraum der Banken zu vergrößern. Erst Mitte April hatte sie beschlossen, das Aktienrückkaufprogramm auszubauen, um die Banken unabhängiger von der Aktienmarktentwicklung zu machen. Die Finanzexperten sind jedoch nicht davon überzeugt, dass diese Maßnahmen der japa-

nischen Wirtschaft nachhaltig helfen. Wichtiger ist es wohl, die sanierungsfähigen Unternehmen umzustrukturieren, um den Umfang der notleidenden Kredite zu verringern. Die Regierung will zu diesem Zweck eine neue Restrukturierungsagentur gründen. Ob diese aber tatsächlich die Sanierung der Unternehmen wird vorantreiben können, bleibt ungewiss. Dem Nikkei-225 trauen die befragten Experten jedenfalls nur eine mittelfristige Seitwärtsbewegung auf dem derzeitigen Niveau von 8.200 Punkten zu. ◀ *Volker Kleff*

Großbritannien: Neuer Optimismus

Konjunkturerwartungen Großbritannien



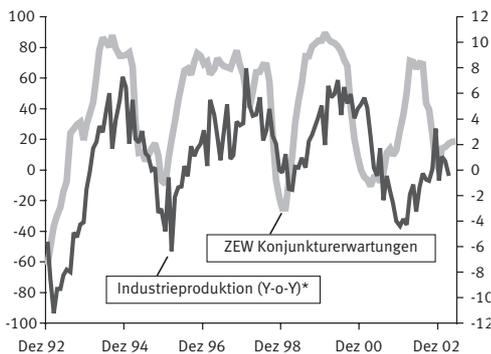
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Großbritannien in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Die Konjunkturerwartungen für Großbritannien sind im Mai gestiegen von 7 auf 14,4 Prozent. Die befragten Finanzexperten sehen offensichtlich im Ende des Irakkriegs Chancen für die britische Wirtschaft. Auch das Ausbleiben der erwarteten Zinssenkung durch die Bank of England konnte das Umfrageergebnis nicht negativ beeinflussen. Letztlich bleibt Großbritannien einer der wenigen Wirtschaftsräume in der Europäischen Union, der derzeit ein positives Wachstum ausweist, selbst wenn es geringer ausfällt als erwartet.

So ist das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal 2003 immerhin um 2,3 Prozent zum Vorjahresquartal gestiegen. Der erstarkte Euro und die relative Pfundschwäche könnten auch in Zukunft dem verarbeitenden Gewerbe in Großbritannien Wachstumsimpulse geben. Dennoch lauern Gefahren für die Konjunktur, wenn der Konsum aufgrund der Verschuldung der privaten Haushalte langsamer wächst und der für die britische Wirtschaft wichtige Dienstleistungssektor nicht mehr in Schwung kommt. ◀ *David Lahl*

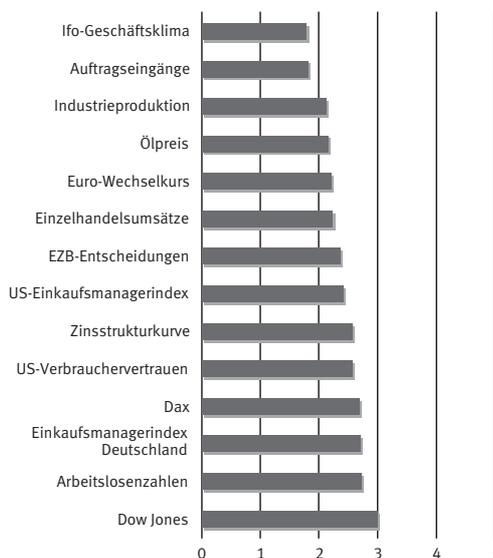
Sonderfrage: Was beeinflusst die Konjunkturerwartungen?

ZEW Konjunkturerwartungen vs. Industrieproduktion



Einflussfaktoren auf die Konjunkturerwartungen

Mittelwert der Bewertungen (1 = sehr wichtig, 5 = unwichtig)



Gesamtzahl der Antworten: 292
Quelle: *Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Interpretation und Prognose von Konjunkturindikatoren wird auch in Deutschland immer wichtiger. Von Interesse sind daher insbesondere die Einflussfaktoren, die den Umfrageergebnissen zugrunde liegen. In der Sonderfrage wurden 292 Analysten nach denjenigen Variablen aus den Kategorien Frühindikatoren, Finanzmarktdaten und realwirtschaftliche Daten befragt, die sie ihrer Einschätzung der zukünftigen deutschen Konjunkturlage zugrunde legen.

Als wichtigste Variablen beurteilten die Experten die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe und den Ifo-Index, der auf einer Umfrage unter Industrieunternehmen beruht. Die Erwartungskomponente des Ifo-Index läuft empirischen Untersuchungen zufolge der Konjunktur etwa fünf Monate voraus. Den geringsten Einfluss unter den deutschen Variablen haben dagegen nach Ansicht der Analysten die Arbeitslosenzahlen, da sie als ein eher der Konjunktur nachlaufender Indikator angesehen werden.

Auch der US-Einkaufsmanagerindex erweist sich nach Ansicht der Befragten als für die Prognose der deutschen Konjunktur nützlich. Hierin zeigt sich der mittlerweile starke Einfluss der US-ameri-

kanischen Wirtschaft als Konjunkturlokomotive. Der amerikanische Aktienindex Dow Jones hingegen wird als weniger wichtig eingestuft als der deutsche Dax. Obwohl die Zusammenhänge zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft auch hierzulande in den vergangenen Jahren eher zugenommen haben, messen die Analysten dem Aktienbarometer im Vergleich zu anderen Daten allerdings nur wenig Bedeutung für die Konjunkturprognose bei. Wesentlich wichtiger sehen sie hingegen den Ölpreis, den Euro-Wechselkurs sowie die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank.

Unter den realwirtschaftlichen Daten werden nach den Auftragseingängen insbesondere auch die vergangenen Werte der Industrieproduktion als für die Prognosen relevant angesehen. Es mag eine Rolle spielen, dass die Experten hierin eine Bestätigung ihrer vergangenen Vorhersagen suchen und ihre Erwartungen dementsprechend anpassen. Dies lässt darauf schließen, dass die Analysten in der gegenwärtigen Situation erst auf ermunternde Zeichen von der Realwirtschaft warten, bis die Konjunkturaussichten für Deutschland sich wieder stärker erholen. ◀

Dr. Felix Hüfner, David Lahl

ZEW - Finanzmarkttest Mai 2003: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.3	(+0.3)	18.1	(+0.7)	81.6	(-1.0)	-81.3	(+1.3)
Deutschland	0.3	(+0.3)	4.3	(+0.1)	95.4	(-0.4)	-95.1	(+0.7)
USA	0.4	(-0.6)	40.9	(+1.9)	58.7	(-1.3)	-58.3	(+0.7)
Japan	0.0	(+/-0.0)	3.0	(-2.0)	97.0	(+2.0)	-97.0	(-2.0)
Großbritannien	0.4	(-0.3)	57.4	(+2.0)	42.2	(-1.7)	-41.8	(+1.4)
Frankreich	0.4	(+0.4)	18.5	(+2.5)	81.1	(-2.9)	-80.7	(+3.3)
Italien	0.4	(+0.4)	16.1	(+1.7)	83.5	(-2.1)	-83.1	(+2.5)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	41.1	(+4.5)	53.3	(-3.0)	5.6	(-1.5)	35.5	(+6.0)
Deutschland (=ZEW Indikator)	30.3	(+1.2)	58.1	(-2.1)	11.6	(+0.9)	18.7	(+0.3)
USA	54.7	(+12.7)	37.0	(-7.7)	8.3	(-5.0)	46.4	(+17.7)
Japan	15.6	(-1.1)	81.0	(+3.1)	3.4	(-2.0)	12.2	(+0.9)
Großbritannien	26.9	(+5.0)	60.6	(-2.6)	12.5	(-2.4)	14.4	(+7.4)
Frankreich	37.9	(+4.2)	55.1	(-3.3)	7.0	(-0.9)	30.9	(+5.1)
Italien	36.3	(+5.6)	58.0	(-4.0)	5.7	(-1.6)	30.6	(+7.2)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	5.9	(-1.8)	55.8	(-4.1)	38.3	(+5.9)	-32.4	(-7.7)
Deutschland	4.7	(-5.0)	60.1	(-1.8)	35.2	(+6.8)	-30.5	(-11.8)
USA	18.6	(-2.1)	55.5	(-2.8)	25.9	(+4.9)	-7.3	(-7.0)
Japan	8.1	(+0.9)	84.8	(-1.5)	7.1	(+0.6)	1.0	(+0.3)
Großbritannien	9.6	(-3.8)	62.5	(-2.6)	27.9	(+6.4)	-18.3	(-10.2)
Frankreich	4.9	(-2.1)	59.5	(-3.1)	35.6	(+5.2)	-30.7	(-7.3)
Italien	5.3	(-2.7)	58.1	(-3.7)	36.6	(+6.4)	-31.3	(-9.1)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	4.9	(-2.8)	30.3	(+0.7)	64.8	(+2.1)	-59.9	(-4.9)
USA	11.9	(-0.4)	63.6	(+0.5)	24.5	(-0.1)	-12.6	(-0.3)
Japan	4.2	(-0.6)	94.4	(+0.6)	1.4	(+/-0.0)	2.8	(-0.6)
Großbritannien	5.7	(-2.2)	51.4	(+1.2)	42.9	(+1.0)	-37.2	(-3.2)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	43.9	(-2.1)	40.9	(+1.0)	15.2	(+1.1)	28.7	(-3.2)
USA	56.3	(-0.2)	32.8	(+0.6)	10.9	(-0.4)	45.4	(+0.2)
Japan	19.5	(-1.4)	77.7	(+1.0)	2.8	(+0.4)	16.7	(-1.8)
Großbritannien	42.3	(+1.9)	46.3	(-0.6)	11.4	(-1.3)	30.9	(+3.2)
Frankreich	44.2	(+0.3)	43.2	(-0.7)	12.6	(+0.4)	31.6	(-0.1)
Italien	44.0	(-0.5)	42.6	(-0.2)	13.4	(+0.7)	30.6	(-1.2)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	69.5	(+2.7)	21.0	(-0.7)	9.5	(-2.0)	60.0	(+4.7)
DAX (Deutschland)	68.2	(+3.4)	22.0	(-0.4)	9.8	(-3.0)	58.4	(+6.4)
TecDax (Deutschland)	63.2	(+6.1)	26.1	(-4.7)	10.7	(-1.4)	52.5	(+7.5)
Dow Jones Industrial (USA)	61.1	(+1.9)	27.6	(+2.9)	11.3	(-4.8)	49.8	(+6.7)
Nikkei 225 (Japan)	39.8	(-6.4)	49.6	(+9.4)	10.6	(-3.0)	29.2	(-3.4)
FT-SE-100 (Großbritannien)	58.5	(-3.3)	31.3	(+6.7)	10.2	(-3.4)	48.3	(+0.1)
CAC-40 (Frankreich)	65.4	(+0.7)	24.3	(+2.2)	10.3	(-2.9)	55.1	(+3.6)
MIBtel (Italien)	63.2	(-0.4)	26.5	(+3.8)	10.3	(-3.4)	52.9	(+3.0)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	21.6	(-0.9)	27.6	(+3.2)	50.8	(-2.3)	-29.2	(+1.4)
Yen	9.2	(+3.0)	44.0	(-8.4)	46.8	(+5.4)	-37.6	(-2.4)
Brit. Pfund	9.6	(+1.0)	39.9	(-1.2)	50.5	(+0.2)	-40.9	(+0.8)
Schw. Franken	8.8	(-3.1)	59.6	(-1.2)	31.6	(+4.3)	-22.8	(-7.4)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	4.4	(-4.4)	48.0	(+17.9)	47.6	(-13.5)	-43.2	(+9.1)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	35.8	(+14.9)	50.2	(+/-0.0)	14.0	(-14.9)	21.8	(+29.8)
Versicherungen	39.4	(+16.2)	45.1	(-1.2)	15.5	(-15.0)	23.9	(+31.2)
Fahrzeuge	11.9	(+1.4)	46.9	(-1.9)	41.2	(+0.5)	-29.3	(+0.9)
Chemie/Pharma	38.1	(+3.3)	49.8	(-2.9)	12.1	(-0.4)	26.0	(+3.7)
Stahl/NE-Metalle	27.3	(+1.6)	55.5	(+1.6)	17.2	(-3.2)	10.1	(+4.8)
Elektro	23.1	(+1.6)	62.6	(-0.8)	14.3	(-0.8)	8.8	(+2.4)
Maschinen	20.4	(+0.6)	54.5	(-0.5)	25.1	(-0.1)	-4.7	(+0.7)
Konsum/Handel	15.5	(+1.7)	53.1	(+7.0)	31.4	(-8.7)	-15.9	(+10.4)
Bau	6.2	(-0.8)	47.8	(+1.3)	46.0	(-0.5)	-39.8	(-0.3)
Versorger	23.9	(+0.7)	71.0	(+1.7)	5.1	(-2.4)	18.8	(+3.1)
Dienstleister	32.9	(+6.0)	57.9	(-1.2)	9.2	(-4.8)	23.7	(+10.8)
Telekommunikation	46.7	(+0.8)	43.4	(-1.1)	9.9	(+0.3)	36.8	(+0.5)
Inform.-Technologien	41.1	(+4.3)	49.1	(-1.6)	9.8	(-2.7)	31.3	(+7.0)

Bemerkung: An der Mai-Umfrage des Finanzmarkttests vom 28.04.-12.05.03 beteiligten sich 305 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 Mai 2003

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Mai 2003 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 28.04.-12.05.03 beteiligten sich 305 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	2.4	2.3	(0.2)
Deutschland	1.1	0.9	(0.2)
USA	3.0	3.0	(0.3)
Japan	-0.1	-0.1	(0.1)
Großbritannien	3.1	3.0	(0.2)
Frankreich	2.6	2.4	(0.2)
Italien	2.6	2.5	(0.2)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	2.5	2.2	(0.3)
USA	1.1	1.0	(0.2)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	3.6	3.4	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.0	4.2	(0.3)
USA	3.8	4.0	(0.4)
Japan	0.6	0.7	(0.1)
Großbritannien	4.3	4.4	(0.3)
Frankreich	4.1	4.2	(0.3)
Italien	4.1	4.3	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	2330	2500	(190)
DAX (Deutschland)	2960	3170	(230)
TecDax (Deutschland)	390	420	(30)
Dow Jones Industrial (USA)	8550	9020	(600)
Nikkei 225 (Japan)	7970	8160	(340)
FT-SE 100 (Großbritannien)	3960	4150	(240)
CAC-40 (Frankreich)	2970	3160	(220)
MIBtel (Italien)	17810	18860	(1250)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	1.13	1.15	(0.04)
Yen	133.70	135.40	(2.80)
Brit. Pfund	0.71	0.72	(0.02)
Schw. Franken	1.51	1.52	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	24.30	22.50	(2.20)