

F. ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

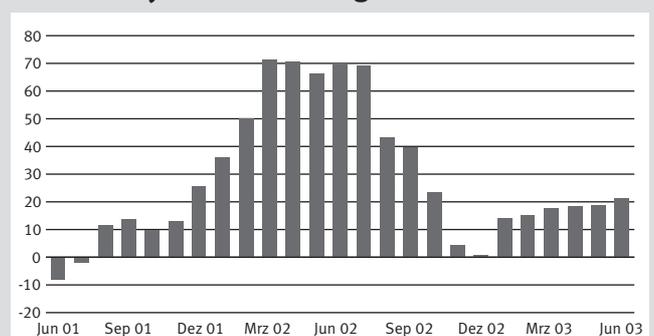
Jahrgang 12 · Nr. 7 · Juli 2003

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 26.5.03 – 16.6.03 (Redaktionsschluss 20.6.03) 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: Ende des Bärenmarkts (?)

Gut 50 Prozent hat der Deutsche Aktienindex mittlerweile seit seinen Tiefständen vom März diesen Jahres zugelegt. Einige Analysten erklären bereits den Bärenmarkt, der im März 2000 begann, zu Ende. In der Tat gibt es hierfür einige Argumente: An der Charttechnik orientierte Experten verweisen auf den langfristigen Abwärtstrend, den der Dax mittlerweile nach oben durchbrochen hat. Auch die 200-Tage-Linie habe der Index überwunden, und damit sei nun der Weg für höhere Notierungen frei. Von der fundamentalen Seite besteht dagegen mehr Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Kurse. So geben die jüngsten Nachrichten aus der realen Wirtschaft, wie etwa die deutschen Auftragseingänge oder die Industrieproduktion, bisher noch keine positiven Signale. Dennoch steigen die Konjunkturerwartungen der im Finanzmarkttest befragten Analysten seit nunmehr sechs Monaten beständig an. Auch wenn sie mit derzeit 21,3 Punkten noch deutlich unter ihrem historischen Durchschnittswert von 32,5 Punkten liegen, geben sie Hoffnung für die deutsche Konjunktur auf Sicht von sechs Monaten. Neben ersten Lichtblicken in der Reformdebatte innerhalb der Regierungskoalition wird dabei vor allem auf die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank verwiesen. Zum einen wird damit einer potentiellen Deflationsgefahr in Deutschland begegnet, zum anderen aber profitieren

Konjunkturerwartungen Deutschland

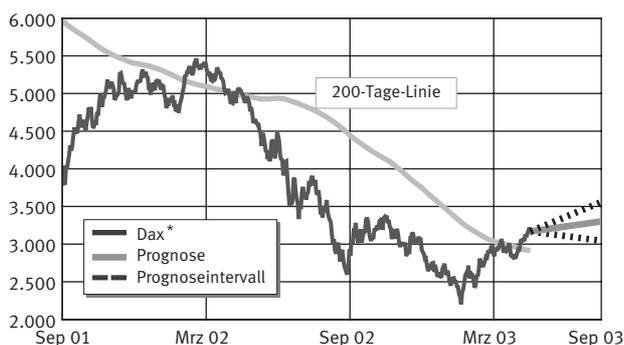


Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Deutschland in sechs Monaten.
Quelle: ZEW

vor allem die anderen Länder der Eurozone von einem deutlich gesunkenen Realzinsniveau (Nominalzinsen minus Inflation). Eine Hoffnung der Analysten mag also darin bestehen, dass Deutschland von einer besseren zukünftigen Konjunkturlage seiner europäischen Nachbarn profitieren kann, die die deutsche Konjunktur über den Außenhandel stützen. Immerhin liegen die Konjunkturerwartungen der Experten für den Euroraum mit derzeit 38 Punkten signifikant über den Erwartungen für die deutsche Wirtschaft.

Nimmt man die technischen und fundamentalen Argumente zusammen, so erklärt dies, dass knapp 70 Prozent der Finanzanalysten steigende Kurse für das deutsche Aktienbarometer erwarten. Die Optimisten unter ihnen sehen als Kursziel bis September 3.560 Punkte. Gegenüber dem Allzeithoch des Dax von 8.000 Punkten entspricht dies zwar immer noch einem Kursrückgang von mehr als 55 Prozent. Zeitweilig jedoch lag der Verlust bei mehr als 70 Prozent. Den Euro-Stoxx 50 sehen Optimisten bei knapp 2.800 Punkten. Sollten die Analysten also mit dem Ende des Bärenmarktes Recht behalten, können Anleger sich langsam wieder am berühmten Sprichwort des stets optimistischen Fondsmanagers Heiko Thieme orientieren: „An der Börse hat noch nie jemand Geld verloren, es sei denn, er hat zu früh verkauft.“ ◀ *Dr. Felix Hüfner*

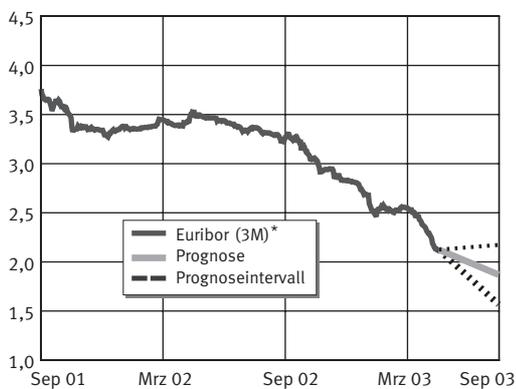
Dax: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: Zinssenkung belebt Euro-Konjunkturerwartungen

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



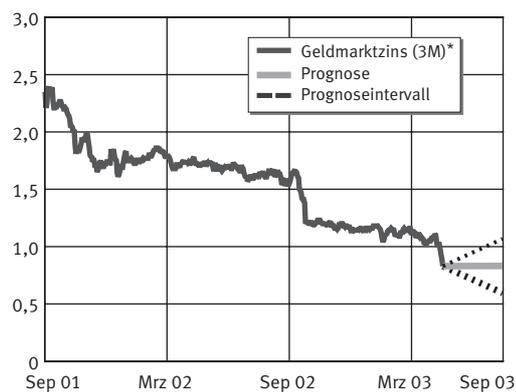
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die EZB-Zinsen haben auch nach dem großen Zinsschritt vom 5. Juni ihren Boden in diesem Zinszyklus noch nicht erreicht. Der Weltwirtschaft steht in den kommenden Monaten mit zu erwartenden neuerlichen Zinssenkungen von EZB und Fed eine Phase der anhaltenden geldpolitischen Expansion bevor. Die Konjunkturaussichten der Euro-Zone haben sich mit dem Zinsschritt deutlich aufgehellt. Die getrennten Auswertungen des Antwortverhaltens vor und nach der Zinsschritt belegt, dass der Zinsschritt die Zinssenkungserwartungen

zwar gedämpft, aber nicht aus der Welt geschafft hat: Während vor dem 5. Juni 81 Prozent aller Befragten einen Zinsschritt erwarteten, rechnet anschließend immerhin noch eine deutliche Mehrheit von 57,1 Prozent mit weiter fallenden Leitzinsen. Da die Inflation „unter, aber nahe bei“ zwei Prozent liegen soll, müsste die EZB angesichts ihrer neuen Inflationsprojektion (Inflation 2004 zwischen 0,7 und 1,9 Prozent) die Zinsen in diesem Jahr noch weiter herunterschleusen. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

USA: Zinssenkung zur Deflationsprävention erwartet

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



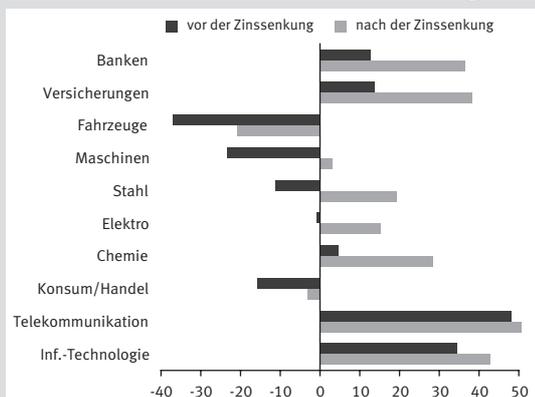
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Seit Anfang 2001 hat die US-Notenbank die kurzfristigen Zinsen von 6,5 Prozent auf derzeit 1,25 Prozent gesenkt. Geht es nach der Meinung der Finanzexperten, wird sich die Kette der Zinssenkungen weiter fortsetzen. Nach 25 Prozent im Mai erwarten nun 45 Prozent der Experten eine weitere Zinssenkung auf Sicht der nächsten sechs Monate. Diese Erwartung liegt nicht zuletzt an den Äußerungen von Alan Greenspan, der die Angst vor einer Deflation nutzen möchte, um mit Hilfe der Geldpolitik die Konjunktur anzukurbeln. Tatsächlich

ist die Angst vor einer Deflation nicht ganz unberechtigt. Monat für Monat erwarten mehr und mehr Analysten einen mittelfristigen weiteren Rückgang der Inflation. Wegen den erwarteten weiteren Zinssenkungen steigen die Konjunkturerwartungen der Experten im Juni auf Sicht der nächsten sechs Monate deutlich an, trotz der jüngst unerwartet schlechten Zahlen zum US-Verbrauchervertrauen. Nach 55 Prozent im Mai erwarten nun 62 Prozent der Finanzexperten eine mittelfristige Konjunkturbelebung. ◀ *Volker Kleff*

Branchen: Finanzdienstleister sind Gewinner der Zinssenkung

Deutschland: Brancheneinschätzungen



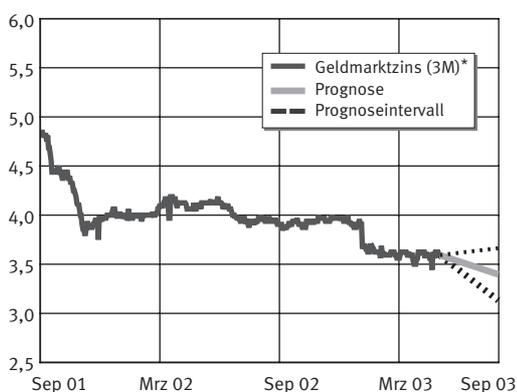
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Ertragslage der jeweiligen Branche in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Die Gewinnerwartungen mancher Branchen sind im Umfragezeitraum aufgrund der Zinssenkung der EZB deutlich gestiegen. Banken und Versicherer, aber auch die Exportindustrie sind die Favoriten. Der Saldo der Optimisten und Pessimisten bezüglich der mittelfristigen Ertragsentwicklung der Banken und Versicherer steigt von 12,8 bzw. 13,7 Prozentpunkte vor der Zinssenkung auf 36,6 bzw. 38,4 Prozentpunkte danach. Diese Entwicklung lässt sich an dem Gesamtergebnis für den Umfragezeitraum von 26,8 bzw. 28,3 Prozentpunk-

ten nicht ablesen. Auch die Erwartungen für die deutsche Exportindustrie haben sich nach der Zinssenkung deutlich gebessert. Der Grund für die Verbesserung könnte darin liegen, dass die Zinssenkung den Euro als Anlagewährung tendenziell unattraktiver macht und somit den Euro schwächt und den Export fördert. Schließlich legen auch die Erwartungen für die Branche Konsum/Handel im Juni deutlich zu. Hier könnte sich die Öffnung des Ladenschlussgesetzes positiv auf die Ertragsaussichten ausgewirkt haben. ◀ *Volker Kleff*

Großbritannien: Euro-Beitritt lässt noch auf sich warten

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



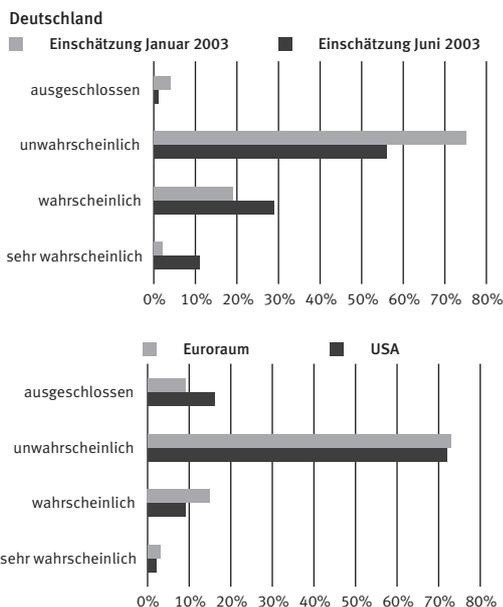
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Am 9. Juni gab die britische Regierung bekannt, der Europäischen Währungsunion vorerst nicht beizutreten. Zur Begründung führte der Schatzkanzler Gordon Brown an, dass die Konvergenzkriterien für einen Euro-Beitritt nicht erfüllt seien. Die Flexibilisierung der Volkswirtschaft und vor allem der Arbeitsmärkte ist in Großbritannien in der Tat weiter fortgeschritten als im Euroraum. Außerdem benötigt Großbritannien aufgrund der Wirtschaftsstruktur ein höheres Zinsniveau. Zusätzlich hilft der derzeit relativ schwache Pfundkurs

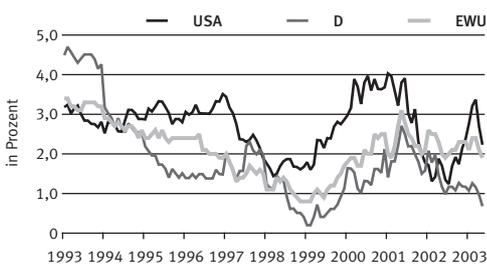
der britischen Exportwirtschaft. Die auf den Finanzmärkten bereits erwartete Absage an den Euro hat folglich die Konjunkturerwartungen für den britischen Wirtschaftsraum nicht eingetrübt. Der Indikator stieg im Juni um 6,1 Punkte auf 20,5 an. Gleichzeitig wird offensichtlich die Gefahr einer Inflation als gering eingeschätzt, so dass der britischen Zentralbank Handlungsspielraum bleibt. 50 Prozent der Finanzmarktanalysten halten eine Reduktion der Leitzinsen auf die Sicht von sechs Monaten für wahrscheinlich. ◀ *David Lahl*

Sonderfrage: Deflationsgefahr

Für wie wahrscheinlich halten Sie es, dass Deutschland, dem Euroraum und den USA in den nächsten Jahren eine Deflation bevorsteht?



Inflationentwicklung



Gesamtzahl der Antworten: 289

Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Deflationsdebatte hält sich hartnäckig unter internationalen Geldpolitikern. So hat Ben Bernanke, Mitglied des Federal Open Market Committees der US-Notenbank, mit einer Rede große Aufmerksamkeit erlangt, in der er detailliert die Möglichkeiten der Zentralbank zur Bekämpfung von Deflation auflistet. Und kaum eine Rede von Alan Greenspan vergeht, ohne dass der Notenbankpräsident zumindest das Wort Deflation nennt. Auf den Finanzmärkten und jüngst vom Internationalen Währungsfonds wird jedoch Deutschland häufig als dasjenige Land genannt, das mit am anfälligsten für eine Deflation ist. In der Januar-Umfrage des ZEW Finanzmarkttests wurde erstmals nach der Wahrscheinlichkeit eines anhaltenden Preisrückgangs in Deutschland gefragt. Damals hielten fast 80 Prozent der Befragten eine Deflation japanischen Stils hierzulande für unwahrscheinlich oder ausgeschlossen. Die Ergebnisse der aktuellen Umfrage vom Juni jedoch zeigen, dass sich die Experten in dieser Einschätzung nicht mehr so sicher sind wie noch vor einem halben Jahr: Nun halten gut 40 Prozent von ihnen eine Deflation für wahrscheinlich bzw. sehr wahrscheinlich. Die Gefahr für Deutschland wird – im Einklang

mit der Studie des Währungsfonds – signifikant höher eingeschätzt als für den gesamten Euroraum. Für den Euroraum halten 72 Prozent eine Deflation für unwahrscheinlich, und 9 Prozent schließen jegliche Gefahr aus. Für die USA schließen sogar 16 Prozent der Befragten eine Deflation aus, und 72 Prozent halten sie für unwahrscheinlich. Offensichtlich haben die Mitglieder der US-Notenbank mit ihren deutlichen Bekenntnissen zur Deflationsbekämpfung einen nachhaltigen Eindruck auf den Finanzmärkten hinterlassen. Jedoch hat auch die letzte kräftige Zinssenkung der Europäischen Zentralbank um 50 Basispunkte positiven Einfluss auf die Ergebnisse gehabt. Betrachtet man die Antworten vor und nach dem Zinsbeschluss am 5. Juni separat, so zeigt sich etwa, dass der Anteil derjenigen, die eine Deflation in Deutschland für unwahrscheinlich halten, nach dem Zinsentscheid von 45 auf mehr als 63 Prozent gestiegen ist. Beigetragen haben zu der gestiegenen Zuversicht dürfte auch die Präzision der EZB-Strategie, nunmehr eine Inflationsrate unter, aber nahe der Zwei-Prozent-Marke anzustreben und damit den Abstand zur Deflation zu erhöhen. ◀ *Dr. Felix Hüfner*

ZEW - Finanzmarkttest Juni 2003: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.4	(+0.1)	16.7	(-1.4)	82.9	(+1.3)	-82.5	(-1.2)
Deutschland	0.4	(+0.1)	3.4	(-0.9)	96.2	(+0.8)	-95.8	(-0.7)
USA	1.3	(+0.9)	43.2	(+2.3)	55.5	(-3.2)	-54.2	(+4.1)
Japan	0.0	(+/-0.0)	2.8	(-0.2)	97.2	(+0.2)	-97.2	(-0.2)
Großbritannien	1.1	(+0.7)	63.1	(+5.7)	35.8	(-6.4)	-34.7	(+7.1)
Frankreich	0.3	(-0.1)	15.9	(-2.6)	83.8	(+2.7)	-83.5	(-2.8)
Italien	0.8	(+0.4)	14.7	(-1.4)	84.5	(+1.0)	-83.7	(-0.6)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	41.1	(+/-0.0)	55.8	(+2.5)	3.1	(-2.5)	38.0	(+2.5)
Deutschland (=ZEW Indikator)	31.6	(+1.3)	58.1	(+/-0.0)	10.3	(-1.3)	21.3	(+2.6)
USA	62.2	(+7.5)	33.0	(-4.0)	4.8	(-3.5)	57.4	(+11.0)
Japan	21.4	(+5.8)	77.5	(-3.5)	1.1	(-2.3)	20.3	(+8.1)
Großbritannien	28.5	(+1.6)	63.5	(+2.9)	8.0	(-4.5)	20.5	(+6.1)
Frankreich	38.6	(+0.7)	54.0	(-1.1)	7.4	(+0.4)	31.2	(+0.3)
Italien	35.3	(-1.0)	59.6	(+1.6)	5.1	(-0.6)	30.2	(-0.4)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	5.8	(-0.1)	44.2	(-11.6)	50.0	(+11.7)	-44.2	(-11.8)
Deutschland	5.9	(+1.2)	45.5	(-14.6)	48.6	(+13.4)	-42.7	(-12.2)
USA	13.7	(-4.9)	58.1	(+2.6)	28.2	(+2.3)	-14.5	(-7.2)
Japan	6.7	(-1.4)	87.8	(+3.0)	5.5	(-1.6)	1.2	(+0.2)
Großbritannien	10.3	(+0.7)	60.5	(-2.0)	29.2	(+1.3)	-18.9	(-0.6)
Frankreich	5.5	(+0.6)	47.6	(-11.9)	46.9	(+11.3)	-41.4	(-10.7)
Italien	6.2	(+0.9)	47.8	(-10.3)	46.0	(+9.4)	-39.8	(-8.5)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	4.0	(-0.9)	29.4	(-0.9)	66.6	(+1.8)	-62.6	(-2.7)
USA	5.9	(-6.0)	49.3	(-14.3)	44.8	(+20.3)	-38.9	(-26.3)
Japan	2.6	(-1.6)	95.2	(+0.8)	2.2	(+0.8)	0.4	(-2.4)
Großbritannien	6.5	(+0.8)	43.1	(-8.3)	50.4	(+7.5)	-43.9	(-6.7)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	36.3	(-7.6)	40.4	(-0.5)	23.3	(+8.1)	13.0	(-15.7)
USA	47.0	(-9.3)	36.7	(+3.9)	16.3	(+5.4)	30.7	(-14.7)
Japan	16.4	(-3.1)	80.7	(+3.0)	2.9	(+0.1)	13.5	(-3.2)
Großbritannien	32.9	(-9.4)	48.9	(+2.6)	18.2	(+6.8)	14.7	(-16.2)
Frankreich	37.2	(-7.0)	43.3	(+0.1)	19.5	(+6.9)	17.7	(-13.9)
Italien	37.0	(-7.0)	43.8	(+1.2)	19.2	(+5.8)	17.8	(-12.8)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	69.8	(+0.3)	20.0	(-1.0)	10.2	(+0.7)	59.6	(-0.4)
DAX (Deutschland)	68.1	(-0.1)	21.4	(-0.6)	10.5	(+0.7)	57.6	(-0.8)
TecDax (Deutschland)	62.0	(-1.2)	27.5	(+1.4)	10.5	(-0.2)	51.5	(-1.0)
Dow Jones Industrial (USA)	60.9	(-0.2)	26.1	(-1.5)	13.0	(+1.7)	47.9	(-1.9)
Nikkei 225 (Japan)	43.8	(+4.0)	47.2	(-2.4)	9.0	(-1.6)	34.8	(+5.6)
FT-SE-100 (Großbritannien)	61.8	(+3.3)	26.3	(-5.0)	11.9	(+1.7)	49.9	(+1.6)
CAC-40 (Frankreich)	67.6	(+2.2)	22.6	(-1.7)	9.8	(-0.5)	57.8	(+2.7)
MIBtel (Italien)	65.4	(+2.2)	23.6	(-2.9)	11.0	(+0.7)	54.4	(+1.5)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	21.1	(-0.5)	33.4	(+5.8)	45.5	(-5.3)	-24.4	(+4.8)
Yen	10.5	(+1.3)	42.2	(-1.8)	47.3	(+0.5)	-36.8	(+0.8)
Brit. Pfund	11.8	(+2.2)	39.7	(-0.2)	48.5	(-2.0)	-36.7	(+4.2)
Schw. Franken	9.8	(+1.0)	62.8	(+3.2)	27.4	(-4.2)	-17.6	(+5.2)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	4.3	(-0.1)	45.7	(-2.3)	50.0	(+2.4)	-45.7	(-2.5)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	40.4	(+4.6)	46.0	(-4.2)	13.6	(-0.4)	26.8	(+5.0)
Versicherungen	41.9	(+2.5)	44.5	(-0.6)	13.6	(-1.9)	28.3	(+4.4)
Fahrzeuge	12.8	(+0.9)	46.8	(-0.1)	40.4	(-0.8)	-27.6	(+1.7)
Chemie/Pharma	30.6	(-7.5)	57.7	(+7.9)	11.7	(-0.4)	18.9	(-7.1)
Stahl/NE-Metalle	24.5	(-2.8)	57.9	(+2.4)	17.6	(+0.4)	6.9	(-3.2)
Elektro	22.2	(-0.9)	64.4	(+1.8)	13.4	(-0.9)	8.8	(+/-0.0)
Maschinen	21.4	(+1.0)	49.6	(-4.9)	29.0	(+3.9)	-7.6	(-2.9)
Konsum/Handel	18.8	(+3.3)	54.1	(+1.0)	27.1	(-4.3)	-8.3	(+7.6)
Bau	6.8	(+0.6)	45.5	(-2.3)	47.7	(+1.7)	-40.9	(-1.1)
Versorger	24.1	(+0.2)	69.1	(-1.9)	6.8	(+1.7)	17.3	(-1.5)
Dienstleister	32.9	(+/-0.0)	57.6	(-0.3)	9.5	(+0.3)	23.4	(-0.3)
Telekommunikation	55.7	(+9.0)	38.3	(-5.1)	6.0	(-3.9)	49.7	(+12.9)
Inform.-Technologien	47.5	(+6.4)	44.5	(-4.6)	8.0	(-1.8)	39.5	(+8.2)

Bemerkung: An der Juni-Umfrage des Finanzmarkttests vom 26.05.-16.06.03 beteiligten sich 294 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 2003

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Juni 2003 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 26.05.-16.06.03 beteiligten sich 294 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	2.1	1.9	(0.3)
Deutschland	0.7	0.5	(0.3)
USA	2.2	2.2	(0.2)
Japan	-0.1	-0.1	(0.1)
Großbritannien	3.1	3.1	(0.2)
Frankreich	1.8	1.6	(0.2)
Italien	2.4	2.2	(0.2)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	2.2	1.9	(0.3)
USA	1.0	0.8	(0.2)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	3.6	3.4	(0.3)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	3.6	3.7	(0.4)
USA	3.2	3.4	(0.4)
Japan	0.5	0.6	(0.1)
Großbritannien	3.9	4.0	(0.3)
Frankreich	3.6	3.7	(0.3)
Italien	3.7	3.8	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	2380	2570	(210)
DAX (Deutschland)	3070	3300	(260)
TecDax (Deutschland)	420	450	(30)
Dow Jones Industrial (USA)	8990	9500	(690)
Nikkei 225 (Japan)	8680	8930	(380)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4100	4330	(300)
CAC-40 (Frankreich)	3050	3260	(240)
MIBtel (Italien)	18480	19700	(1450)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	1.18	1.19	(0.04)
Yen	138.60	140.50	(3.10)
Brit. Pfund	0.71	0.72	(0.02)
Schw. Franken	1.54	1.55	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	27.90	25.70	(2.60)