

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 14 · April 2005

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

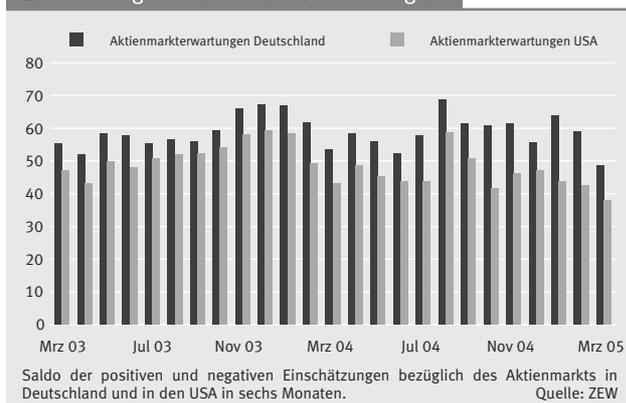
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 28.02.05 – 14.03.05 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 18.03.2005) wiedergegeben.

Ölpreis und Wechselkurs belasten

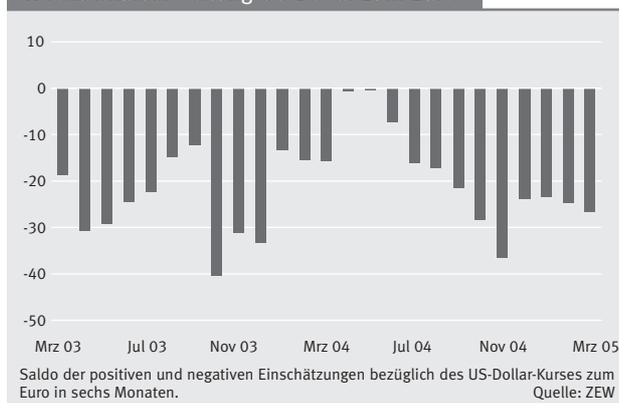
Die Finanzexperten haben ihre mittelfristigen Erwartungen für den Aktienmarkt im März weiter zurückgeschraubt. Nur noch gut 60 Prozent von ihnen gehen auf Sicht der nächsten sechs Monate von deutlich höheren Indexständen beim Dax und Eurostoxx-50 aus. Maßgeblich für diesen weniger optimistischen Aktienmarkt-Ausblick dürften der Euro-Wechselkurs und die steigenden Rohstoffpreise sein, die im Umfragezeitraum deutlich zugelegt haben. Der Euro schickt sich wieder an, sein altes Hoch vom Dezember letzten Jahres zu testen. Diese Entwicklung sorgt für Beunruhigung, denn sie könnte die Gewinne der deutschen Exportindustrie beeinträchtigen. Als direkte Reaktion auf den schwachen US-Dollar haben beispielsweise deutsche Autobauer geplante Produktneueinführungen in den USA zurückgestellt, da die neuen Modelle dort wegen des ungünstigen Wechselkurses kaum profitabel verkauft werden könnten. Aufgrund des immensen Zwillingsdefizits von US-Haushalt und US-Handelsbilanz sowie der fehlenden Perspektive, dass das Zwillingsdefizit in absehbarer Zeit sinken könnte, wird sich an der US-Dollarschwäche nach Ansicht der Experten in Zukunft wenig ändern. Nahezu jeder zweite Experte erwartet auf Sicht der nächsten sechs Monate eine weitere deutliche Abschwächung des US-Dollars.

Während der starke Euro die Gewinne der Exportunternehmen schmälert, sorgen die steigenden Rohstoffpreise für einen An-

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



Wechselkurerwartung US-Dollar zum Euro

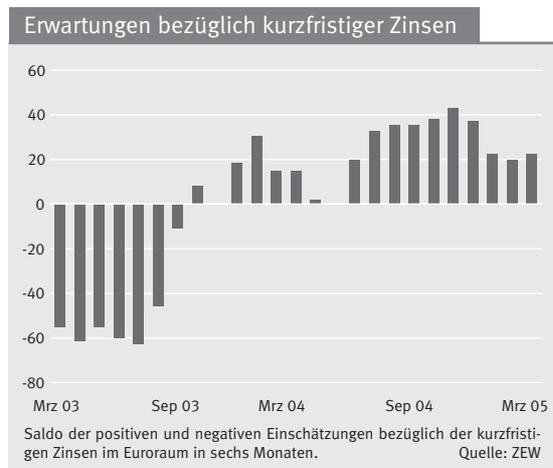


stieg der Kosten. Der Western-Texas-Intermediate-Ölpreis ist nicht zuletzt aufgrund des ungewöhnlich langen Winters im Umfragezeitraum deutlich auf nunmehr 54 US-Dollar pro Barrel gestiegen. Direkt betroffen vom Preisanstieg ist die erdölverarbeitende Industrie, indirekt allerdings auch der Fahrzeugbau, da angesichts steigender Benzinpreise so mancher Autokauf unterbleibt. Nach Ansicht der Experten wird der jüngste Ölpreisanstieg im Gegensatz zur Eurostärke nicht von langer Dauer sein. Mehr als 50 Prozent von ihnen erwarten, dass der Ölpreis auf Sicht der nächsten sechs Monate wieder spürbar fallen wird. Auch wenn die Ölpreishausse nicht lange anhalten wird, dürften die Unternehmensgewinne spürbar belastet werden. Neben dem Ölpreis sind auch die Preise anderer Rohstoffe kräftig gestiegen. Der deutsche Maschinenbau klagt insbesondere über die hohen Stahlpreise und erwartet teilweise herbe Gewinneinbußen, da sich die steigenden Kosten nur schwer an die Kunden weitergeben lassen.

Die steigenden Rohstoffpreise scheinen auch der Grund für die steigenden Renditen am Anleihemarkt zu sein. Wenn die Analysten Recht behalten, und die Kurse am Rentenmarkt weiter sinken, könnte somit die Attraktivität der Renten im Vergleich zu Aktien zunehmen und dem Aktienmarkt Liquidität entziehen. Insgesamt haben sich daher die weiteren Aktienmarktaussichten in diesem Monat eingetrübt.

Volker Kleff

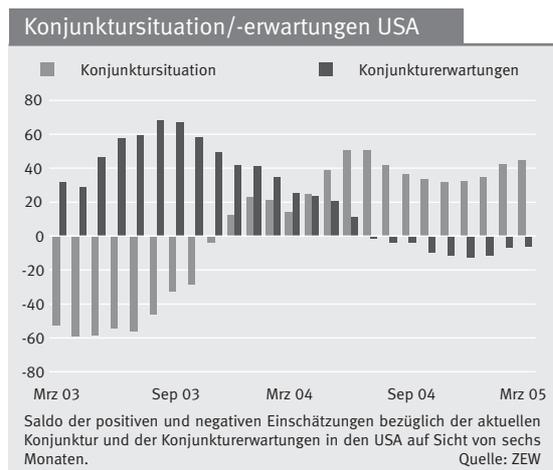
Euroraum: Inflationssorgen steigen wieder



Der kräftige Anstieg des Ölpreises und anderer Rohstoffpreise im März hat die Inflationserwartungen der Experten etwas erhöht. So erwarten nun wieder mehr Analysten, dass die Inflationsrate auf mittlere Sicht steigen als dass sie fallen wird. Auch der Markt geht wohl von einer gestiegenen Inflationsgefahr aus, wie der kräftige Anstieg der Umlaufrendite um über 20 Basispunkte seit Mitte Februar vermuten lässt. Konsequenterweise haben die befragten Finanzexperten auch ihre Zinserwartungen nach oben geschraubt. Fast 30 Prozent von ihnen können sich in diesem Monat vorstellen, dass die EZB auf Sicht der nächsten sechs Monate die Zinsen erhöhen wird. Es bleibt jedoch für Deutschland zu hoffen, dass die EZB die Zinserhöhung noch ein wenig länger aufschiebt. Da die Konjunktur in Deutschland so schwach ist wie in kaum einem anderen Land des Euroraums, wäre eine frühe Zinserhöhung gerade für die zarte Konjunkturerholung in Deutschland ein weiterer Belastungsfaktor.

Volker Kleff

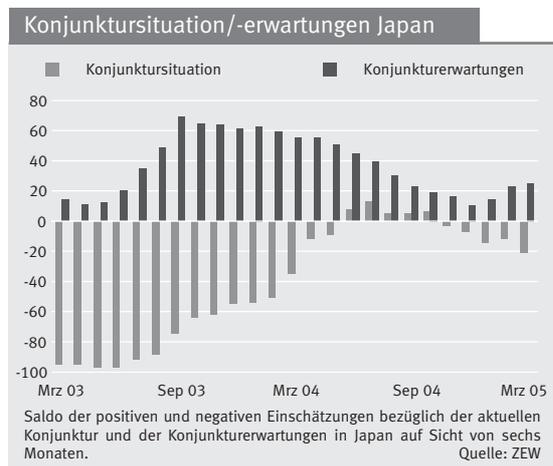
USA: Achillesferse Preisniveaustabilität



Die Einschätzung durch die Experten der aktuellen konjunkturellen Situation in den USA ist in diesem Monat von einer weiteren Aufwärtsbewegung gekennzeichnet. Der entsprechende Indikator konnte um 2,2 auf 44,7 Punkte zulegen. Positive Einflüsse in dieser Umfrageperiode waren eine zufriedenstellende Entwicklung am Arbeitsmarkt sowie eine rege Investitionstätigkeit der Unternehmer. Die Entwicklung der Konjunkturerwartungen weist ähnliche Merkmale wie die der Situationskomponente auf. Der entsprechende Saldo ist in den letzten drei Monaten kontinuierlich nach oben geklettert und erreicht nun ein Niveau von -6,1 Punkten (Vormonat: -6,9 Punkte). Eine auffallend deutliche Zunahme verzeichnet der Saldo der Inflationserwartungen mit +8,1 Punkten gegenüber dem Vormonat. Erhöhte Risiken für die Stabilität des Preisniveaus resultieren im Wesentlichen aus dem wieder gestiegenen Ölpreis sowie aus einem abwertenden US-Dollar, der eine Verteuerung der Importe nach sich zieht.

Sandra Schmidt

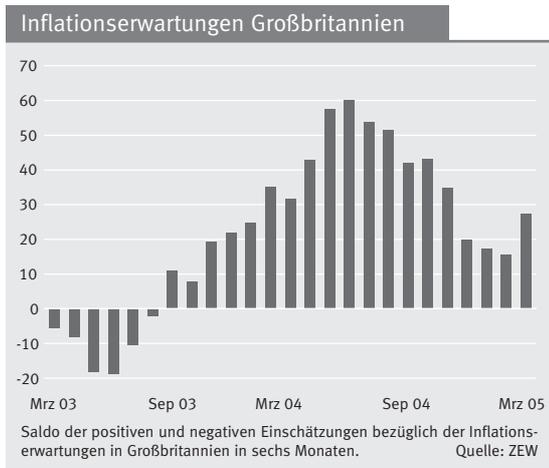
Japan: Vieldeutiges Bild



Die Bewertung der aktuellen konjunkturellen Situation in Japan verschlechtert sich im März ungewöhnlich deutlich von -11,4 Punkten auf -21,0 Punkte. Die Erwartungskomponente setzt hingegen ihren Aufwärtstrend der letzten vier Monate fort und fällt mit 25,2 Punkten geringfügig besser aus als im Februar (22,8 Punkte). Diese Zahlen reflektieren das uneinheitliche Bild, das die japanische Wirtschaft derzeit bietet. Einerseits waren die letzten drei Quartale von einer klaren Wachstumschwächung gekennzeichnet, die zum Teil durch einen Rückgang der privaten Konsumnachfrage bedingt war. Andererseits deuten einige Faktoren darauf hin, dass die Konjunkturerholung in diesem Jahr wieder einsetzen könnte. So besteht beispielsweise begründete Hoffnung, dass die Deflation abgebaut werden kann. Damit würde der von sinkenden Preisen ausgehende Anreiz entfallen, größere Anschaffungen in die Zukunft zu verschieben und folglich ein Hemmnis für eine Kräftigung der Binnennachfrage wegfallen.

Sandra Schmidt

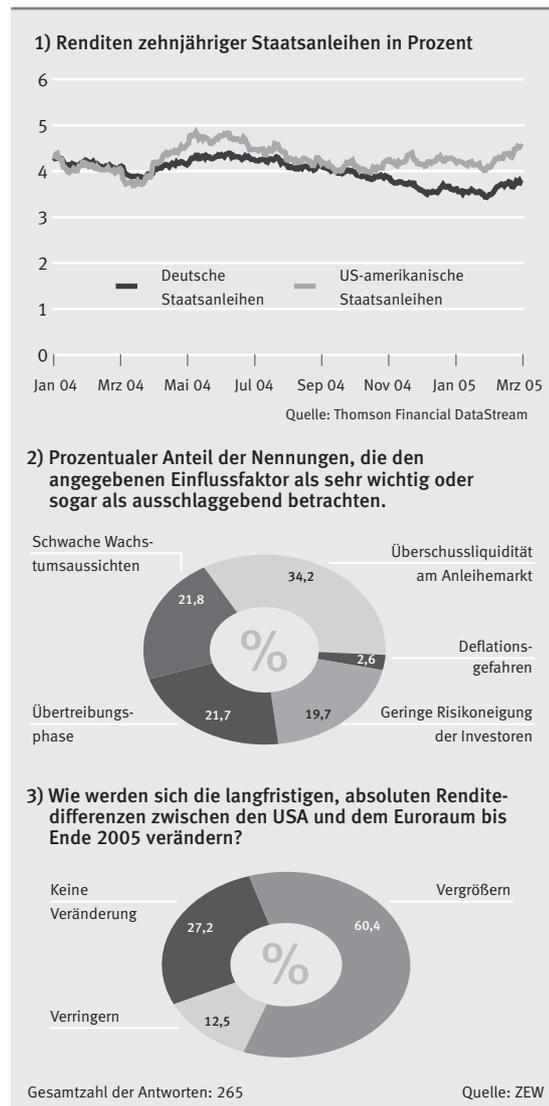
Großbritannien: Wende bei den Inflationserwartungen



Nachdem die Inflationserwartungen für Großbritannien in den letzten drei Monaten beständig gesunken sind, erfährt der entsprechende Indikator im März eine überraschend starke Wende und steigt von 15,5 Punkten auf 27,4 Punkte. Dies dürfte primär daran liegen, dass sich der Ölpreis auf einem höheren Niveau einzupendeln scheint als es bisher der Fall war. So trugen beispielsweise die gestiegenen Energiekosten der privaten Haushalte im Januar wesentlich zur Steigerung des Konsumentenpreisindex bei. Weniger relevant dürften hingegen die Immobilienpreise sein. Denn ihr Anstieg hat sich seit geraumer Zeit deutlich abgeflacht. Auch von der Bank of England erwarten die befragten Finanzmarktexperten keine inflationstreibende Politik. Vielmehr gehen sie von einer Fortsetzung des straffen geldpolitischen Kurses aus. Dahinter könnte die Annahme stehen, dass der aktuelle Leitzinssatz, der derzeit 4,75 Prozent beträgt, bereits das neutrale Zinsniveau der Volkswirtschaft widerspiegelt.

Sandra Schmidt

Sonderfrage: Die Entwicklung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Erst kürzlich sagte EZB-Präsident Jean-Claude Trichet beim Treffen der Gruppe der zehn wichtigsten Notenbanken der Welt, dass „die Realzinsen, die ziemlich niedrig erscheinen, etwas verwirrend sind“. Auch US-Notenbankchef Alan Greenspan bezeichnete die derzeit niedrigen weltweiten Anleiherenditen als ein „Rätsel“.

Um diesem Rätsel auf die Spur zu kommen, wurden die Finanzmarktexperten in der aktuellen Umfrage gefragt, welche Faktoren ihrer Ansicht nach zu den niedrigen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen beigetragen haben. Dabei wurden den Analysten verschiedene mögliche Ursachen zur Wahl gestellt, denen sie eine Wichtigkeit zuordnen konnten. Wie Grafik 2 zeigt, ist den Experten zufolge die zentrale Determinante für das niedrige Renditeniveau eine Überschussliquidität am Anleihemarkt. Diese ist durch eine in der Vergangenheit äußerst expansive Geldpolitik sowohl im Euroraum als auch in den USA entstanden und äußert sich nun in steigenden Wertpapierkursen. Zudem ist die Nachfrage nach langfristigen Anleihen seitens Versicherungen und Pensionsfonds sehr hoch. Dem steht ein geringes Kapitalangebot gegenüber, da die Unternehmer bei ihrer Fremdkapitalaufnahme große Zurückhaltung zeigen. An zweiter Stelle in der Bewertungsskala rangiert die Gefahr schwächerer Wachstumsaussichten. Eine ähnlich große Bedeutung wird dem Argument zugemessen, dass neben den fundamentalen Faktoren auch eine Überreaktion der Marktteilnehmer stattgefunden hat, die im Laufe der Zeit eine Korrektur erfahren wird. Die Möglichkeit, dass eine verminderte Risikoneigung der Investoren zu dem beobachteten Phänomen geführt haben könnte, wird von den Finanzanalysten als etwas geringer eingeschätzt als die bereits genannten Faktoren. Wenig Beachtung findet hingegen der Ansatz, die niedrigen Renditen mit erhöhten Deflationsgefahren zu erklären.

Ebenfalls gefragt wurde, wie sich die Renditedifferenz von Anleihen aus den Vereinigten Staaten und dem Euroraum verändern wird. Wie in Grafik 3 dargestellt, erwarten etwa 60 Prozent der befragten Finanzmarktexperten, dass sich dieser Spread weiterhin zugunsten der US-amerikanischen Anleihen vergrößern wird. 27 Prozent hingegen gehen davon aus, dass er unverändert bleibt und nur 12 Prozent gehen von einer Verringerung aus.

Sandra Schmidt

ZEW - Finanzmarkttest März 2005: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	2.3	(-0.9)	67.6	(-2.3)	30.1	(+3.2)	-27.8	(-4.1)
Deutschland	1.0	(-0.3)	32.0	(-6.7)	67.0	(+7.0)	-66.0	(-7.3)
USA	47.6	(+1.6)	49.5	(-1.0)	2.9	(-0.6)	44.7	(+2.2)
Japan	5.6	(-2.6)	67.8	(-4.4)	26.6	(+7.0)	-21.0	(-9.6)
Großbritannien	35.6	(-2.3)	60.3	(+1.2)	4.1	(+1.1)	31.5	(-3.4)
Frankreich	8.4	(+0.4)	67.5	(-0.9)	24.1	(+0.5)	-15.7	(-0.1)
Italien	1.4	(-1.6)	52.4	(-3.0)	46.2	(+4.6)	-44.8	(-6.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	39.6	(+1.4)	58.1	(-1.5)	2.3	(+0.1)	37.3	(+1.3)
Deutschland (=ZEW Indikator)	40.8	(+1.1)	54.7	(-1.8)	4.5	(+0.7)	36.3	(+0.4)
USA	12.0	(+1.8)	69.9	(-2.8)	18.1	(+1.0)	-6.1	(+0.8)
Japan	30.2	(+1.6)	64.8	(-0.8)	5.0	(-0.8)	25.2	(+2.4)
Großbritannien	7.5	(-1.9)	75.6	(+4.8)	16.9	(-2.9)	-9.4	(+1.0)
Frankreich	25.3	(-2.5)	70.9	(+2.4)	3.8	(+0.1)	21.5	(-2.6)
Italien	26.4	(-2.6)	69.8	(+2.5)	3.8	(+0.1)	22.6	(-2.7)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	20.1	(+3.9)	61.8	(+1.4)	18.1	(-5.3)	2.0	(+9.2)
Deutschland	20.8	(+4.0)	59.4	(+1.0)	19.8	(-5.0)	1.0	(+9.0)
USA	58.9	(+3.2)	34.5	(+1.7)	6.6	(-4.9)	52.3	(+8.1)
Japan	29.0	(+1.3)	66.9	(-1.3)	4.1	(+/-0.0)	24.9	(+1.3)
Großbritannien	34.3	(+8.3)	58.8	(-4.8)	6.9	(-3.5)	27.4	(+11.8)
Frankreich	20.4	(+3.9)	65.5	(+1.3)	14.1	(-5.2)	6.3	(+9.1)
Italien	21.4	(+5.4)	65.2	(-1.2)	13.4	(-4.2)	8.0	(+9.6)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	27.4	(+2.8)	69.7	(-3.5)	2.9	(+0.7)	24.5	(+2.1)
USA	89.9	(+0.7)	9.1	(-1.7)	1.0	(+1.0)	88.9	(-0.3)
Japan	20.2	(-2.3)	79.8	(+2.3)	0.0	(+/-0.0)	20.2	(-2.3)
Großbritannien	26.1	(+1.5)	68.5	(-3.0)	5.4	(+1.5)	20.7	(+/-0.0)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	70.7	(+2.8)	26.1	(-2.2)	3.2	(-0.6)	67.5	(+3.4)
USA	84.0	(+3.8)	13.4	(-5.4)	2.6	(+1.6)	81.4	(+2.2)
Japan	59.5	(+1.1)	39.8	(-1.5)	0.7	(+0.4)	58.8	(+0.7)
Großbritannien	55.9	(+3.1)	41.4	(-3.8)	2.7	(+0.7)	53.2	(+2.4)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	62.9	(-3.5)	25.3	(+0.6)	11.8	(+2.9)	51.1	(-6.4)
DAX (Deutschland)	61.6	(-6.9)	25.3	(+3.3)	13.1	(+3.6)	48.5	(-10.5)
TecDax (Deutschland)	57.5	(-4.1)	26.7	(-0.2)	15.8	(+4.3)	41.7	(-8.4)
Dow Jones Industrial (USA)	51.3	(-4.9)	35.4	(+5.2)	13.3	(-0.3)	38.0	(-4.6)
Nikkei 225 (Japan)	66.3	(-0.6)	26.4	(+2.9)	7.3	(-2.3)	59.0	(+1.7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	49.6	(-6.6)	36.0	(+3.4)	14.4	(+3.2)	35.2	(-9.8)
CAC-40 (Frankreich)	59.7	(-4.8)	26.7	(+0.9)	13.6	(+3.9)	46.1	(-8.7)
MIBtel (Italien)	54.3	(-5.3)	30.6	(+1.3)	15.1	(+4.0)	39.2	(-9.3)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	21.4	(-1.4)	30.6	(+0.8)	48.0	(+0.6)	-26.6	(-2.0)
Yen	20.5	(-2.1)	64.5	(+2.7)	15.0	(-0.6)	5.5	(-1.5)
Brit. Pfund	10.6	(+0.3)	68.4	(+4.6)	21.0	(-4.9)	-10.4	(+5.2)
Schw. Franken	12.2	(+1.6)	77.7	(+0.9)	10.1	(-2.5)	2.1	(+4.1)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	14.7	(+2.8)	32.8	(-8.8)	52.5	(+6.0)	-37.8	(-3.2)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	63.1	(+2.2)	29.3	(-3.8)	7.6	(+1.6)	55.5	(+0.6)
Versicherungen	51.8	(+2.0)	39.5	(-2.1)	8.7	(+0.1)	43.1	(+1.9)
Fahrzeuge	21.4	(-2.3)	54.3	(-1.5)	24.3	(+3.8)	-2.9	(-6.1)
Chemie/Pharma	56.0	(+4.2)	38.5	(-5.4)	5.5	(+1.2)	50.5	(+3.0)
Stahl/NE-Metalle	54.6	(-2.3)	35.8	(+2.5)	9.6	(-0.2)	45.0	(-2.1)
Elektro	34.3	(-1.2)	60.2	(+4.0)	5.5	(-2.8)	28.8	(+1.6)
Maschinen	54.0	(+0.8)	37.6	(-2.0)	8.4	(+1.2)	45.6	(-0.4)
Konsum/Handel	19.6	(-6.4)	60.4	(+3.4)	20.0	(+3.0)	-0.4	(-9.4)
Bau	6.3	(-2.0)	64.8	(+6.0)	28.9	(-4.0)	-22.6	(+2.0)
Versorger	48.5	(-5.9)	45.6	(+4.7)	5.9	(+1.2)	42.6	(-7.1)
Dienstleister	54.8	(-2.6)	42.6	(+2.2)	2.6	(+0.4)	52.2	(-3.0)
Telekommunikation	60.5	(-2.5)	35.5	(+3.5)	4.0	(-1.0)	56.5	(-1.5)
Inform.-Technologien	63.4	(+5.6)	32.6	(-4.2)	4.0	(-1.4)	59.4	(+7.0)

Bemerkung: An der März-Umfrage des Finanzmarkttests vom 28.02.-14.03.05 beteiligten sich 311 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.