

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · Mai 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 29.03.04 – 19.04.04 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 23.04.04) wiedergegeben.

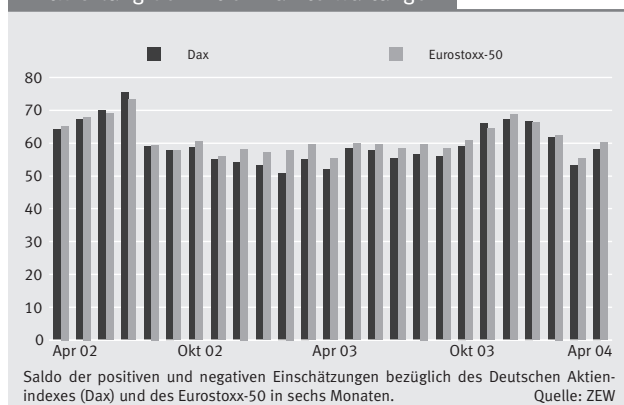
## Neuer Optimismus für die Aktienmärkte

Das Börsenmotto „Sell in May and go away“ scheint dieses Jahr, wie auch schon in 2003, keinen Erfolg zu versprechen. Vielmehr könnte es sich nach Ansicht der Experten wiederum lohnen, die Aktien auch über die traditionell renditeschwachen Sommermonate zu halten. Sowohl die deutschen als auch die europäischen Dividentitel sollten im Oktober merklich höher notieren als bisher. Bemerkenswert ist dabei, dass nur noch eine Minderheit von weniger als zehn Prozent der Experten von mittelfristigen Kursverlusten ausgeht.

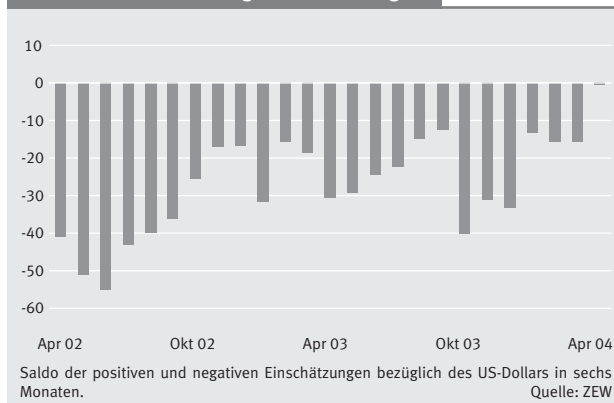
Die Experten schöpfen ihren neuen Optimismus für den Aktienmarkt wohl zu einem guten Teil aus der Überzeugung, dass die Weltkonjunktur weiter anziehen wird. Bis Ende März hatten die US-Arbeitsmarktdaten noch Zweifel genährt, dass der weltweite Konjunkturaufschwung, ausgehend von den USA, nicht nachhaltig sein könnte. Nun scheint der Konjunkturaufschwung aber gesichert zu sein. Dies dürfte auch den europäischen Aktien Auftrieb geben. Die Unternehmensmeldungen in dieser Bilanzsaison waren überwiegend positiv und bestätigen diese Erwartung.

Die europäischen und insbesondere die deutschen Fundamentaldaten waren zuletzt indessen weniger überzeugend. Enttäuschend waren etwa die jüngsten Zahlen zur Industrieproduktion, zum Auftragseingang oder zum Arbeitsmarkt in Deutschland. Die Analysten hat dies in ihrem Optimismus für die Aktienmärkte jedoch nicht verunsichert. Die Experten schauen derzeit wohl eher

Entwicklung der Aktienmarkerwartungen



US-Dollar: Entwicklung der Erwartungen



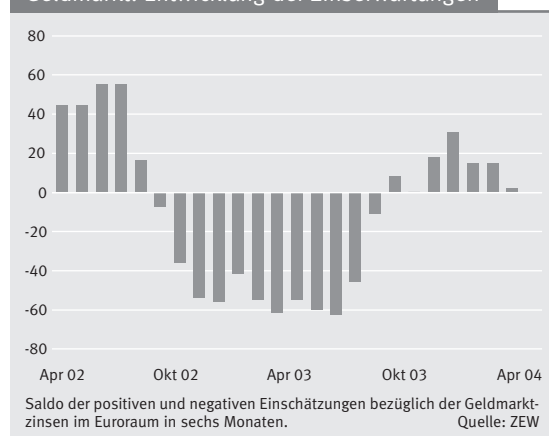
auf die europäische Geldpolitik, die die Zügel wegen der schleppenden Konjunktur noch lange nicht anziehen muss. Immerhin hält auch wieder jeder sechste Analyst eine Zinssenkung in den nächsten sechs Monaten für wahrscheinlich. Somit könnten Aktien ihre Attraktivität gegenüber Anleihen weiter ausbauen. Demgegenüber beabsichtigt die US-Zentralbank, die Zinsen wegen des starken US-Wachstums in absehbarer Zeit zu erhöhen. Folglich wird sich das kurzfristige US-Zinsniveau in Zukunft dem Geldmarktzins im Euroraum annähern und für Anleger wieder an Attraktivität gewinnen. Die schwindende Stärke des Euros gegenüber dem US-Dollar kann so erklärt werden. Auch in den nächsten sechs Monaten wird der Euro aus Sicht der Experten gegenüber dem US-Dollar nicht wieder deutlich an Stärke gewinnen. Diese erwartete Wechselkursentwicklung dürfte eine Erleichterung für die deutsche Fahrzeugindustrie bedeuten, die einen bedeutenden Teil der Produktion in den USA absetzt. Folglich haben die Experten ihre Ertragserwartungen für diese Branche auf Sicht der nächsten sechs Monate wieder deutlich nach oben geschraubt.

Gefahren für den europäischen Kapitalmarkt könnten allerdings vom Ölpreis ausgehen. Das schwarze Gold hat mit 34 US-Dollar pro Barrel jüngst wieder das Niveau zu Beginn des Irakkriegs erreicht. Damit könnten etwa auf die erdölverarbeitende Chemiebranche neue Kosten zukommen, zumal der Euro an Kaufkraft verloren hat.

Volker Kleff

## Euroraum: Inflationsrisiken trotz zögerlichen Wachstums

Geldmarkt: Entwicklung der Zinserwartungen

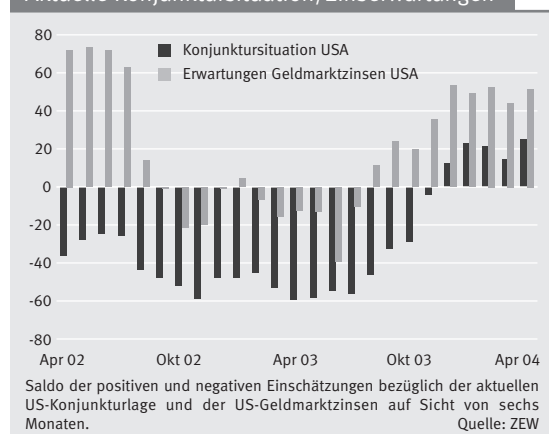


Die EZB wird ihre beobachtende Haltung beibehalten. Wachsende Zweifel an der Nachhaltigkeit des Aufschwungs in Europa und steigende Inflationserwartungen halten sich in ihrer Wirkung auf die Geldpolitik derzeit genau die Waage. Abwarten erscheint geldpolitisch daher als das Gebot der Stunde. Der Anteil der Experten, die eine steigende Inflationsrate erwarten, hat sich im April von 14,5 auf 28 Prozent nahezu verdoppelt. Da die Inflation der Eurozone im März aber bereits bei 1,7 Prozent lag, kommt allmählich die entscheidende Zwei-Prozent-Grenze in den Blick. Eine trotz zögerlichen Aufschwungs weiter anziehende Inflationsrate wird für immer mehr Beobachter auch deshalb wahrscheinlich, weil mit einem wieder moderater bewerteten Euro der hohe Ölpreis stärker auf die Preise in Europa durchschlagen kann. Dass der Euro vorläufig seinen Zenit überschritten hat, daran glaubt inzwischen eine deutliche Mehrheit der Experten. Nur noch knapp jeder Dritte erwartet mittelfristig weitere Kursgewinne des Euros gegenüber dem Dollar.

*Dr. Friedrich Heinemann*

## USA: Gefestigte wirtschaftliche Lage

Aktuelle Konjunktursituation/Zinserwartungen

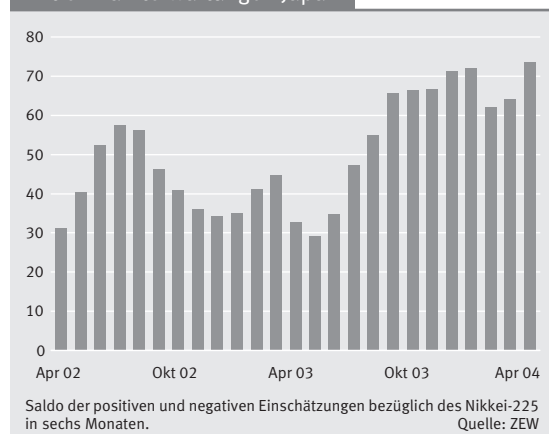


Seit Anfang April mehren sich die positiven Nachrichten aus den USA: der Jobmotor scheint anzuspringen, die Einzelhandelsumsätze und die Auftragseingänge steigen weiter. Auch von den befragten Analysten wird die US-Konjunktursituation zunehmend robuster eingeschätzt. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten steigt auf 25 Punkte, den höchsten Wert seit Januar 2001. Parallel hierzu gehen die Erwartungen bezüglich der Wirtschaftsentwicklung auf Sicht von sechs Monaten weiter leicht zurück. Nur noch gut 34 Prozent erwarten eine weitere Verbesserung. Die Aktienmarkterwartungen sind jedoch weiterhin mehrheitlich positiv, der Anteil der Optimisten ist sogar leicht gestiegen. Der schwache Dollar und steigende Rohölpreise belasten derzeit die Preisentwicklung, daher steigt die Inflationserwartung der Experten stark an. Dies bewirkt auch, dass derzeit eine absolute Mehrheit (52,9 nach 45,5 Prozent) der Experten mit einer baldigen Zinserhöhung der Fed rechnet. Bei seiner Kongressrede am 21. April hielt Greenspan sich aber weiter bedeckt.

*Dr. Claudia Stirböck*

## Japan: Weiterhin „bullish“

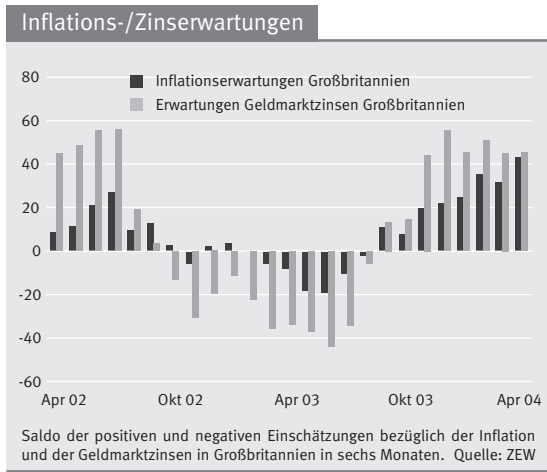
Aktienmarkterwartungen Japan



Lange war die konjunkturelle Situation nicht mehr so gut: Die Ertragslage der Unternehmen hat sich deutlich verbessert, die Immobilienpreise steigen wieder leicht an und auch das Konsumentenvertrauen ist zurückgekehrt. Zudem befindet sich der wichtigste Stimmung Indikator (Tankan) auf Rekordhoch und führende Ratingagenturen haben die japanische Bonität angehoben. Dies spiegelt sich in den Einschätzungen der Experten wider. Die derzeitige wirtschaftliche Lage wird wesentlich besser beurteilt als im Vormonat und die 6-Monats-Erwartungen haben sich auf hohem Niveau stabilisiert. Auch bezüglich der Entwicklung des Nikkei erhöhte sich der Saldo deutlich. So lassen gerade fundamentale Bewertungsmodelle das immer noch hohe Nachholpotenzial des japanischen Aktienmarktes erkennen. Hinzu kommt, dass die Analysten den Yen für unterbewertet halten, was einen zusätzlichen Kaufanreiz für ausländische Investoren darstellt. Japanische Anleihen sind allerdings für Anleger aufgrund der Erwartung steigender Zinsen derzeit nur wenig attraktiv.

*Matthias Meitner*

## Großbritannien: Warten auf den nächsten Zinsschritt



## ZEW - Finanzmarkttest April 2004: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	1,7	(+0,1)	42,2	(-2,2)	56,1	(+2,1)	-54,4	(-2,0)
Deutschland	0,9	(-0,4)	25,7	(+1,0)	73,4	(-0,6)	-72,5	(+0,2)
USA	31,6	(+7,3)	61,8	(-3,9)	6,6	(-3,4)	25,0	(+10,7)
Japan	18,2	(+8,3)	51,9	(+6,5)	29,9	(-14,8)	-11,7	(+23,1)
Großbritannien	27,7	(+1,4)	65,4	(+0,2)	6,9	(-1,6)	20,8	(+3,0)
Frankreich	2,1	(+0,4)	35,2	(-2,5)	62,7	(+2,1)	-60,6	(-1,7)
Italien	1,7	(+1,0)	30,9	(-3,0)	67,4	(+2,0)	-65,7	(-1,0)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	62,1	(-4,8)	34,9	(+4,4)	3,0	(+0,4)	59,1	(-5,2)
Deutschland (=ZEW Indikator)	54,3	(-6,5)	41,1	(+5,1)	4,6	(+1,4)	49,7	(-7,9)
USA	34,2	(-2,0)	55,3	(+2,2)	10,5	(-0,2)	23,7	(-1,8)
Japan	57,7	(+0,8)	39,9	(-1,5)	2,4	(+0,7)	55,3	(+0,1)
Großbritannien	25,7	(-4,6)	68,4	(+4,8)	5,9	(-0,2)	19,8	(-4,4)
Frankreich	57,5	(-4,4)	38,7	(+5,4)	3,8	(-1,0)	53,7	(-3,4)
Italien	53,3	(-5,1)	41,5	(+5,0)	5,2	(+0,1)	48,1	(-5,2)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	28,0	(+13,5)	64,8	(-6,8)	7,2	(-6,7)	20,8	(+20,2)
Deutschland	27,7	(+12,5)	66,4	(-6,5)	5,9	(-6,0)	21,8	(+18,5)
USA	61,2	(+13,5)	36,8	(-10,0)	2,0	(-3,5)	59,2	(+17,0)
Japan	48,5	(+13,7)	50,4	(-11,3)	1,1	(-2,4)	47,4	(+16,1)
Großbritannien	45,5	(+8,4)	52,0	(-5,4)	2,5	(-3,0)	43,0	(+11,4)
Frankreich	26,6	(+11,7)	67,4	(-2,9)	6,0	(-8,8)	20,6	(+20,5)
Italien	27,7	(+11,7)	65,2	(-5,0)	7,1	(-6,7)	20,6	(+18,4)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	15,8	(+1,3)	68,0	(-5,0)	16,2	(+3,7)	-0,4	(-2,4)
USA	52,9	(+7,4)	45,8	(-7,4)	1,3	(+/-0,0)	51,6	(+7,4)
Japan	24,4	(+8,6)	75,6	(-8,6)	0,0	(+/-0,0)	24,4	(+8,6)
Großbritannien	46,9	(+0,8)	51,7	(-1,2)	1,4	(+0,4)	45,5	(+0,4)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	61,1	(-1,5)	32,3	(+1,7)	6,6	(-0,2)	54,5	(-1,3)
USA	75,1	(+5,3)	21,6	(-3,7)	3,3	(-1,6)	71,8	(+6,9)
Japan	63,0	(+3,2)	35,9	(-2,9)	1,1	(-0,3)	61,9	(+3,5)
Großbritannien	67,0	(-0,3)	30,5	(+0,9)	2,5	(-0,6)	64,5	(+0,3)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	67,6	(+2,1)	25,0	(+0,6)	7,4	(-2,7)	60,2	(+4,8)
DAX (Deutschland)	66,6	(+2,1)	25,0	(+0,6)	8,4	(-2,7)	58,2	(+4,8)
TecDax (Deutschland)	64,8	(+0,9)	24,7	(+2,1)	10,5	(-3,0)	54,3	(+3,9)
Dow Jones Industrial (USA)	59,3	(+3,0)	30,1	(-0,4)	10,6	(-2,6)	48,7	(+5,6)
Nikkei 225 (Japan)	78,9	(+7,6)	15,8	(-5,7)	5,3	(-1,9)	73,6	(+9,5)
FT-SE-100 (Großbritannien)	58,2	(+1,2)	33,2	(+0,1)	8,6	(-1,3)	49,6	(+2,5)
CAC-40 (Frankreich)	62,3	(+0,9)	28,6	(+/-0,0)	9,1	(-0,9)	53,2	(+1,8)
MIBtel (Italien)	60,9	(+1,9)	29,6	(+0,5)	9,5	(-2,4)	51,4	(+4,3)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	31,8	(+4,1)	35,8	(+6,8)	32,4	(-10,9)	-0,6	(+15,0)
Yen	37,2	(+14,1)	52,0	(-8,4)	10,8	(-5,7)	26,4	(+19,8)
Brit. Pfund	19,1	(+0,9)	59,9	(-4,0)	21,0	(+3,1)	-1,9	(-2,2)
Schw. Franken	14,7	(+4,0)	72,8	(-1,9)	12,5	(-2,1)	2,2	(+6,1)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	16,7	(+5,9)	42,7	(-5,8)	40,6	(-0,1)	-23,9	(+6,0)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	70,4	(-4,0)	26,4	(+4,0)	3,2	(+/-0,0)	67,2	(-4,0)
Versicherungen	66,8	(+0,7)	29,9	(-0,1)	3,3	(-0,6)	63,5	(+1,3)
Fahrzeuge	25,8	(+5,5)	54,3	(+1,6)	19,9	(-7,1)	5,9	(+12,6)
Chemie/Pharma	43,6	(-1,5)	48,3	(+0,7)	8,1	(+0,8)	35,5	(-2,3)
Stahl/NE-Metalle	54,9	(+2,4)	36,9	(+0,3)	8,2	(-2,7)	46,7	(+5,1)
Elektro	54,2	(-1,8)	41,3	(+3,4)	4,5	(-1,6)	49,7	(-0,2)
Maschinen	60,5	(+2,7)	31,4	(+0,4)	8,1	(-3,1)	52,4	(+5,8)
Konsum/Handel	21,6	(-4,5)	61,2	(+5,5)	17,2	(-1,0)	4,4	(-3,5)
Bau	10,6	(-4,9)	65,1	(+0,8)	24,3	(+4,1)	-13,7	(-9,0)
Versorger	49,6	(+0,4)	45,6	(-1,9)	4,8	(+1,5)	44,8	(-1,1)
Dienstleister	65,6	(+0,3)	31,1	(-0,7)	3,3	(+0,4)	62,3	(-0,1)
Telekommunikation	71,8	(-2,8)	25,6	(+3,1)	2,6	(-0,3)	69,2	(-2,5)
Inform.-Technologien	74,5	(+3,9)	22,9	(-4,3)	2,6	(+0,4)	71,9	(+3,5)

Bemerkung: An der April-Umfrage des Finanzmarkttests vom 29.03.-19.04.04 beteiligten sich 306 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.