

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · Juli 2004

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

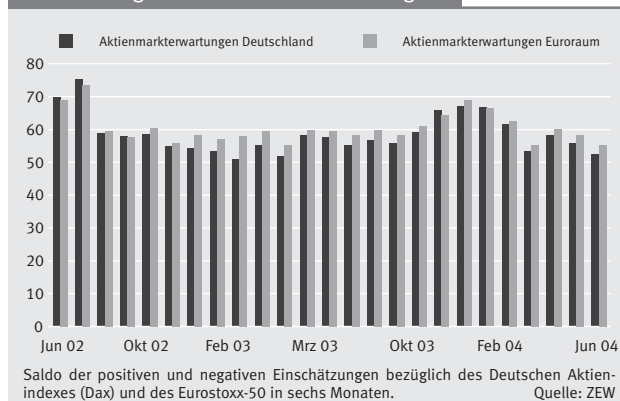
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 01.06.04 – 21.06.04 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 24.06.04) wiedergegeben.

## Neue Skepsis für den Aktienmarkt

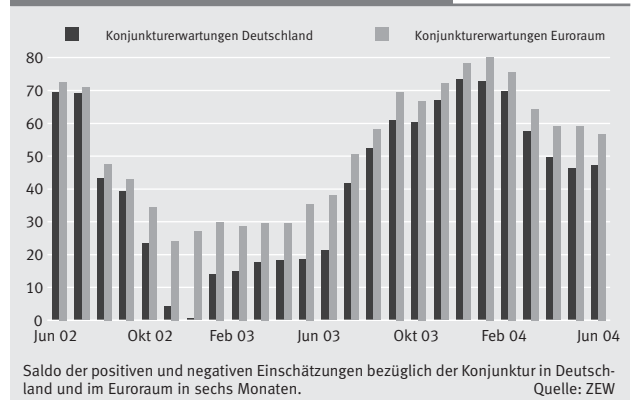
Der Dax schwankt seit Ende 2003 zwischen 3.725 und 4.175 Punkten und schickt sich auch im Juni nicht an, aus diesem Korridor nach oben auszubrechen und den mittelfristigen Aufwärtstrend fortzusetzen. Noch notiert zwar der Dax weiter über der 200-Tage-Linie und signalisiert eine Fortsetzung der Aktienkurssteigerungen, doch macht sich auch unter den Experten Skepsis breit, dass der Dax schon bald neue Höhen erklimmen wird. Das Lager der Aktienoptimisten bröckelt auch im Juni weiter. Nur noch gut 60 Prozent der Experten nach 64 Prozent im Mai erwarten Ende des Jahres einen höheren Dax-Stand als bisher.

Ein Grund für die etwas schlechtere Einschätzung der deutschen Aktienkurserwartungen dürfte die bevorstehende Zinswende in den USA sein. Der Zinssenkungsspielraum der US-Notenbank ist aus Sicht der Experten angesichts der Inflationsbeschleunigung in den USA vollständig verschwunden. Kein einziger Analyst rechnet mehr mit einer weiteren Unterstützung des Aktienmarkts durch niedrigere Zinsen. Ausgemachte Sache scheint nun zu sein, dass die Fed bereits am 30. Juni die Zinszügel straffen wird. Unklarheit besteht aber, wie stark die Zinsen im laufenden Jahr erhöht werden. Auch die europäische Zentralbank könnte dem amerikanischen Vorbild bald folgen und die Zinsen erhöhen. Der Zeitpunkt der Erhöhung dürfte in nicht unerheblichem Maße von der weiteren Entwicklung des Ölpreises abhängen. Je länger der Ölpreis auf dem derzeit ho-

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



Entwicklung der Konjunkturerwartungen

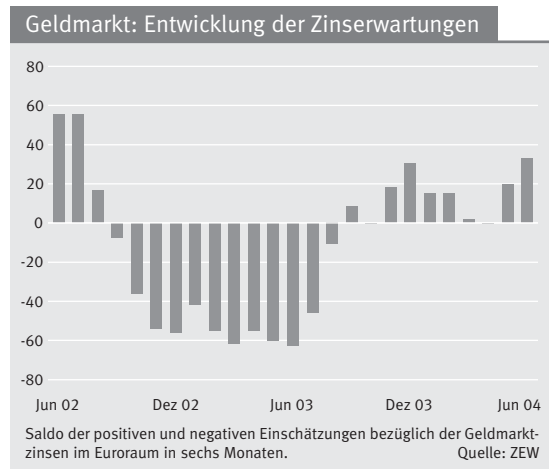


hen Niveau verbleibt, desto eher könnte es sein, dass die EZB reagieren muss. Immerhin hat die Inflationsrate im Euroraum die Zielmarke von 2,0 Prozent im Mai deutlich überschritten und somit auch hierzulande möglichen Handlungsbedarf aufgezeigt. Bereits mehr als jeder dritte Experte erwartet auch eine Zinserhöhung im Euroraum in den nächsten sechs Monaten. Eine Zinserhöhung könnte allerdings die Konjunktur in Deutschland belasten, zumal diese sich ohnehin nur sehr verhalten entwickelt. Die deutsche Konjunktur steht weiterhin auf schwachen Füßen, da die Binnennachfrage noch nicht merklich angezogen hat. Die stark exportabhängige Erholung ist daher in Gefahr, wenn die Weltkonjunktur wie erwartet mittelfristig an Dynamik verlieren wird.

Da die Aktienmärkte demnach von den Zinsen beziehungsweise von der Konjunkturerwartung in Zukunft wenig Impulse bekommen werden, wird das Augenmerk der Aktienanleger in nächster Zeit stärker auf die Unternehmensgewinne gerichtet sein müssen. Dank des derzeit moderaten Kurs-Gewinn-Verhältnisses deutscher Aktien werden nur mäßige Gewinnsteigerungen zu deutlichen Aktienkursgewinnen führen können. Insofern bleibt es trotz der wachsenden Skepsis der Experten eher wahrscheinlich, dass der Aktienmarkt nach der längeren Konsolidierung nach oben statt nach unten aus der engen Handelsspanne der letzten Monate ausbricht.

Volker Kleff

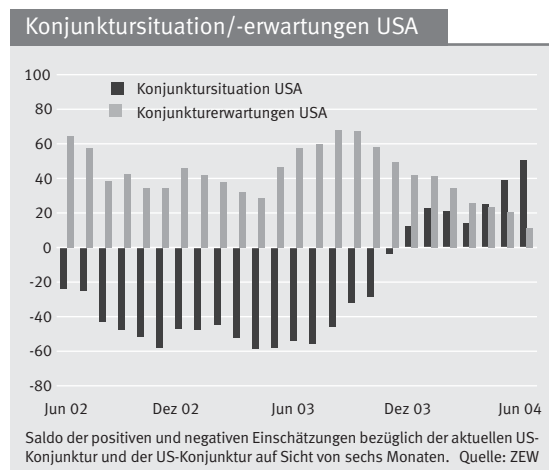
## Euroraum: Noch keine Mehrheit für Zinswende



Die Erwartungen auf eine Zinserhöhung der EZB nehmen schrittweise zu, sie sind aber noch recht gedämpft: Nur etwas mehr als ein Drittel der Experten geht von einer Zinserhöhung am Geldmarkt aus. Im Vergleich zum Vormonat ist dieser Wert damit zwar um 9,5 Prozentpunkte gestiegen. Mit 62,5 Prozent erwartet aber immer noch eine deutliche Mehrheit, dass die EZB in den nächsten sechs Monaten die geldpolitischen Zügel noch nicht straffen wird. Vor dem Hintergrund der leichten Entspannung am Ölmarkt haben sich die Inflationsbefürchtungen im Vergleich zum Vormonat im Saldo nicht weiter verstärkt. Die Einschätzungen sind jedoch uneinheitlicher geworden. Sowohl das Lager derjenigen, die einen Anstieg der Inflationsrate erwarten, als auch das Lager derjenigen, die von einem Rückgang ausgehen, hat Zulauf um jeweils rund 5 Prozentpunkte bekommen. Die Lage an der Ölpreisfront wird mehrheitlich optimistisch gesehen: Nur eine Minderheit von 17 Prozent glaubt an einen weiteren Ölpreisanstieg.

*Dr. Peter Westerheide*

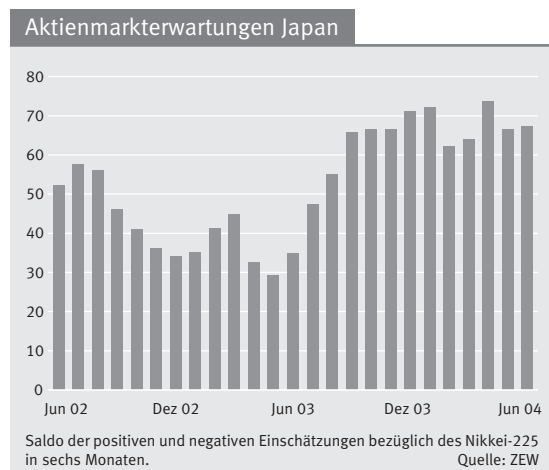
## USA: Erwartung einer Zinserhöhung nimmt weiter zu



Die seit einigen Monaten zunehmenden positiven Nachrichten aus den USA zeigen nun auch eine nachhaltige Verbesserung des Arbeitsmarkts an und lassen die Einschätzung der aktuellen Konjunktursituation kontinuierlich ansteigen. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten nimmt um 11,4 Punkte zu und liegt jetzt bei 50,4 Punkten. Erneut gehen aber die Erwartungen bezüglich einer weiteren Erhöhung der Dynamik der US-Konjunktur auf Sicht von sechs Monaten zurück. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten sinkt diesen Monat deutlich um 9,3 auf 11,3 Punkte. Nach dem deutlichen Anstieg der Verbraucher- und Produzentenpreise, geht der Anteil der Analysten, die weitere Preissteigerungen erwarten, leicht auf 76,4 Prozent zurück. Hierbei wird erwartet, dass sowohl die Entwicklung der Rohölpreise als auch der Dollarkurs für Entspannung am US-Markt sorgen werden. Die Zinserhöhungserwartung, die bereits in den letzten Monaten stark zugenommen hat, steigt aus Sicht der Experten leicht auf 93,2 Prozent.

*Dr. Claudia Stirböck*

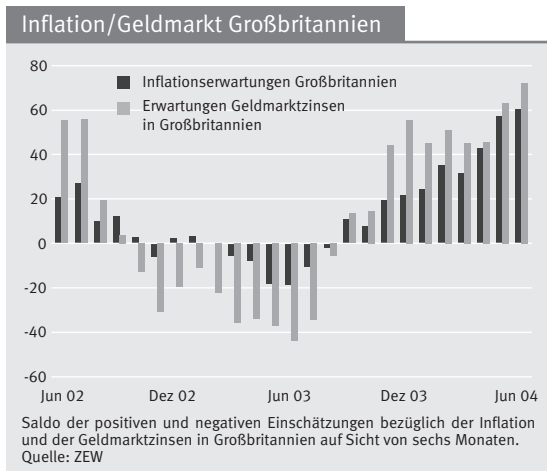
## Japan: Wirtschaft stabilisiert sich



Japans Wirtschaft befindet sich weiterhin auf Erfolgskurs. Das reale Wachstum hat in den ersten drei Monaten 2004 deutlich gegenüber dem Vorquartal zugenommen und zahlreiche ökonomische Frühindikatoren senden positive Signale. Das Ergebnis der Expertenbefragung bestätigt dies: Der Saldo bezüglich der gegenwärtigen Konjunktursituation hat sich im Vergleich zum Vormonat um satte 16,4 Punkte auf 7,3 Punkte verbessert und ist damit zum ersten Mal seit Beginn der Umfrage im Dezember 1991 im positiven Bereich. Zwar reduzierten sich gleichzeitig die 6-Monats-Konjunkturerwartungen auf 44,7 Punkte (Vormonat: 50,6). Diese Abnahme ist aber vornehmlich als technische Reaktion auf die verbesserte Konjunktur-Situation zu verstehen – der absolute Saldo verheißt eine weiterhin günstige Entwicklung. Ein leichter Anstieg ist ferner bei den Halbjahreserwartungen für den Aktienmarkt zu verzeichnen. Hauptursache dafür ist wohl die sich abzeichnende Rentabilitätsverbesserung zahlreicher japanischer Unternehmen.

*Matthias Meitner*

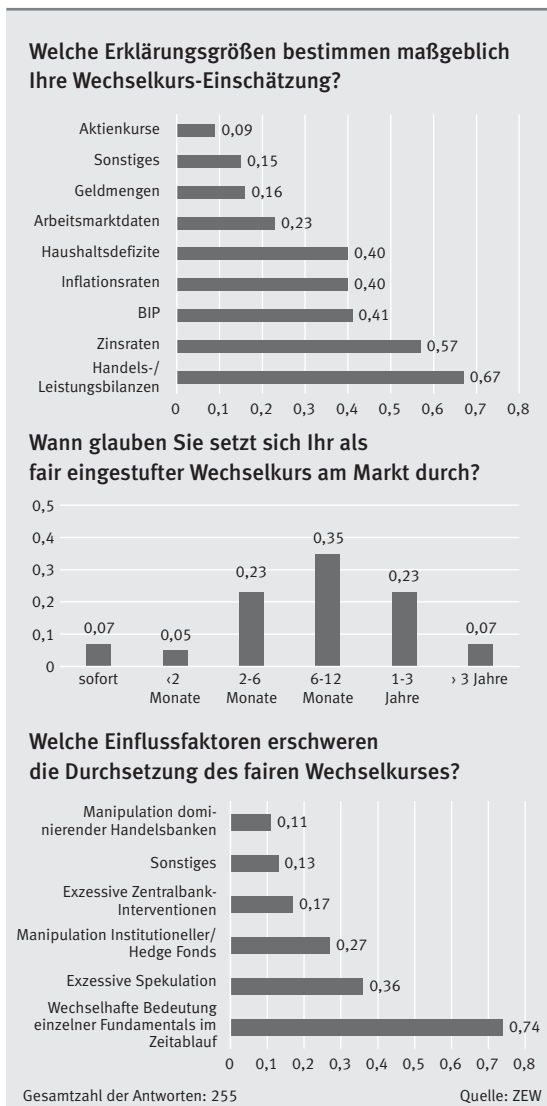
## Großbritannien: Zinsschritt war nicht ausreichend



Die britische Wirtschaft verzeichnet derzeit eine anhaltende Steigerung der Industrieproduktion und des privaten Verbrauchs sowie weiter sinkende niedrige Arbeitslosenquoten. Dementsprechend verbessert sich auch die Einschätzung der aktuellen Konjunktursituation erneut. 43,2 Prozent der Analysten betrachten sie inzwischen als positiv, während die Meinungen hierzu bis Ende 2003 noch mehrheitlich negativ war. Die konjunkturellen Erwartungen auf Sicht von sechs Monaten gehen dagegen zurück. Einfluss hierauf könnte die hohe Verschuldung der privaten Haushalte haben, die bei steigenden Zinsen negativ auf die private Konsumnachfrage wirkt. Trotz der neuesten Zinserhöhung rechnen 60,2 Prozent der Experten, die nach dem 10. Juni antworteten, mit einer weiteren Preissteigerung. Dieser Anteil ist nur geringfügig niedriger als vor dem Zinsschritt (69 Prozent), der Zinsschritt wird also als nicht ausreichend eingeschätzt. Daher sind auch die Erwartungen einer weiteren Erhöhung nach dem Zinsschritt nicht zurückgegangen.

*Dr. Claudia Stirböck*

## Sonderfrage: Der faire US-Dollar/Euro-Wechselkurs



Prognosen zukünftiger Wechselkurse (im Folgenden WK) beeinflussen das Geschehen an den Finanzmärkten und sind auch für viele Unternehmensentscheidungen von Bedeutung. Da sich hierbei häufig die Frage nach dem fundamental gerechtfertigten Wert stellt, wurden im Juni 255 Finanzmarkttest-Teilnehmer zum US-Dollar/Euro-Kurs befragt. Als erstes wurden die subjektiven Einschätzungen zum fairen US-Dollar/Euro-Kurs ermittelt. Die Befragten gaben im Mittel einen Wert von 1,16 an, wobei das 90 Prozent-Schwankungsintervall die Werte 0,91 bis 1,31 umfasst. Da der US-Dollar/Euro-Kurs im Befragungszeitraum auf Basis veröffentlichter Referenzkurse der EZB durchschnittlich bei 1,21 lag, halten die Analysten den Euro tendenziell für überbewertet. Die nächste Frage bezog sich auf die maßgeblichen Determinanten, die zur Bestimmung des fairen WK herangezogen werden. Hierbei zeigt sich, dass Handels- beziehungsweise Leistungsbilanzen mit 67 Prozent am häufigsten als wichtige Entscheidungsfaktoren angesehen werden, gefolgt von Zinsen (57 Prozent) und BIP-Zahlen (41 Prozent). Des Weiteren wurde nach der Zeitspanne gefragt, in der die Experten die Realisierung des fairen US-Dollar/Euro am Devisenmarkt erwarten. Das Gros der Antworten fiel hierbei auf die Antwortkategorie 6-12 Monate mit 35 Prozent, gefolgt von 2-6 Monate und 1-3 Jahre (jeweils 23 Prozent). Kumuliert zeigen sich etwa 93 Prozent der Befragten davon überzeugt, dass sich die Fundamentals innerhalb der nächsten drei Jahre durchsetzen werden. Als letztes wurde nach den Faktoren gefragt, die der Realisierung des fairen WK entgegenwirken. Die Mehrheit (74 Prozent) macht die wechselhafte Bedeutung der Fundamentals hierfür verantwortlich. Als weniger relevante Ursachen werden exzessive Spekulation sowie Manipulation Institutioneller und Hedge Fonds (36 Prozent, 27 Prozent) betrachtet. Seit seiner Einführung im Januar 1999 unterliegt der Euro speziell gegenüber dem US-Dollar beachtlichen Schwankungen und Trendwechseln, weshalb die Frage nach seinem fairen Wert weiterhin bedeutsam ist. Die Teilnehmer der Juni-Umfrage halten den US-Dollar/Euro-Kurs im Durchschnitt für zu hoch. Mittelfristig gehen die meisten davon aus, dass sich sein fairer Wert durchsetzen wird, obgleich sie die wechselhafte Relevanz der Fundamentals als großes Hindernis ansehen.

*Rafael Rüdiger Rebitzky, Universität Hannover*

## ZEW - Finanzmarkttest Juni 2004: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	2,6	(-0,3)	49,8	(+6,2)	47,6	(-5,9)	-45,0	(+5,6)
Deutschland	1,0	(-0,3)	28,2	(+6,7)	70,8	(-6,4)	-69,8	(+6,1)
USA	53,6	(+9,1)	43,2	(-6,8)	3,2	(-2,3)	50,4	(+11,4)
Japan	24,3	(+9,2)	58,7	(-2,0)	17,0	(-7,2)	7,3	(+16,4)
Großbritannien	43,2	(+6,1)	50,0	(-5,1)	6,8	(-1,0)	36,4	(+7,1)
Frankreich	4,7	(+1,3)	45,6	(+6,2)	49,7	(-7,5)	-45,0	(+8,8)
Italien	1,7	(+0,3)	36,2	(+6,2)	62,1	(-6,5)	-60,4	(+6,8)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	60,4	(-2,3)	36,0	(+2,2)	3,6	(+0,1)	56,8	(-2,4)
Deutschland (=ZEW Indikator)	52,9	(+1,4)	41,6	(-1,8)	5,5	(+0,4)	47,4	(+1,0)
USA	25,6	(-5,4)	60,1	(+1,5)	14,3	(+3,9)	11,3	(-9,3)
Japan	48,7	(-4,9)	47,3	(+3,9)	4,0	(+1,0)	44,7	(-5,9)
Großbritannien	20,6	(-3,1)	68,9	(-0,6)	10,5	(+3,7)	10,1	(-6,8)
Frankreich	53,2	(-0,2)	42,7	(-0,2)	4,1	(+0,4)	49,1	(-0,6)
Italien	50,9	(-2,5)	45,4	(+2,5)	3,7	(+/-0,0)	47,2	(-2,5)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	53,0	(+4,6)	35,3	(-9,6)	11,7	(+5,0)	41,3	(-0,4)
Deutschland	52,6	(+5,6)	36,7	(-9,9)	10,7	(+4,3)	41,9	(+1,3)
USA	76,4	(-3,3)	19,0	(+0,3)	4,6	(+3,0)	71,8	(-6,3)
Japan	63,4	(+8,7)	34,9	(-9,4)	1,7	(+0,7)	61,7	(+8,0)
Großbritannien	63,3	(+3,4)	33,6	(-4,1)	3,1	(+0,7)	60,2	(+2,7)
Frankreich	52,1	(+5,3)	37,2	(-10,2)	10,7	(+4,9)	41,4	(+0,4)
Italien	54,4	(+6,1)	35,9	(-10,3)	9,7	(+4,2)	44,7	(+1,9)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	35,2	(+9,5)	62,5	(-5,7)	2,3	(-3,8)	32,9	(+13,3)
USA	93,2	(+3,5)	6,8	(-2,9)	0,0	(-0,6)	93,2	(+4,1)
Japan	34,5	(+7,5)	65,2	(-7,8)	0,3	(+0,3)	34,2	(+7,2)
Großbritannien	72,8	(+8,7)	26,5	(-8,4)	0,7	(-0,3)	72,1	(+9,0)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	72,4	(+4,1)	24,0	(-3,5)	3,6	(-0,6)	68,8	(+4,7)
USA	82,1	(+/-0,0)	15,0	(+0,7)	2,9	(-0,7)	79,2	(+0,7)
Japan	71,5	(+2,5)	27,8	(-2,5)	0,7	(+/-0,0)	70,8	(+2,5)
Großbritannien	75,0	(-0,1)	22,6	(+0,8)	2,4	(-0,7)	72,6	(+0,6)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	64,5	(-1,0)	26,2	(-1,0)	9,3	(+2,0)	55,2	(-3,0)
DAX (Deutschland)	61,4	(-2,7)	29,6	(+2,0)	9,0	(+0,7)	52,4	(-3,4)
TecDax (Deutschland)	59,7	(-0,1)	29,1	(+1,6)	11,2	(-1,5)	48,5	(+1,4)
Dow Jones Industrial (USA)	55,4	(-0,6)	32,9	(-0,4)	11,7	(+1,0)	43,7	(-1,6)
Nikkei 225 (Japan)	73,0	(+1,4)	21,2	(-2,1)	5,8	(+0,7)	67,2	(+0,7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	56,3	(-1,4)	32,9	(-1,1)	10,8	(+2,5)	45,5	(-3,9)
CAC-40 (Frankreich)	59,1	(-2,2)	31,3	(+0,4)	9,6	(+1,8)	49,5	(-4,0)
MIBtel (Italien)	57,5	(-2,5)	31,6	(-0,2)	10,9	(+2,7)	46,6	(-5,2)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	29,6	(-3,9)	33,6	(+1,0)	36,8	(+2,9)	-7,2	(-6,8)
Yen	32,9	(-0,4)	58,2	(+3,8)	8,9	(-3,4)	24,0	(+3,0)
Brit. Pfund	18,3	(-0,4)	59,4	(-3,5)	22,3	(+3,9)	-4,0	(-4,3)
Schw. Franken	15,2	(-0,3)	71,1	(-4,4)	13,7	(+4,7)	1,5	(-5,0)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	17,0	(+4,7)	33,3	(-0,6)	49,7	(-4,1)	-32,7	(+8,8)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	65,9	(-4,4)	28,6	(+3,2)	5,5	(+1,2)	60,4	(-5,6)
Versicherungen	68,5	(+4,4)	25,9	(-5,2)	5,6	(+0,8)	62,9	(+3,6)
Fahrzeuge	24,7	(-7,7)	55,4	(+4,9)	19,9	(+2,8)	4,8	(-10,5)
Chemie/Pharma	46,3	(-0,9)	47,7	(+0,5)	6,0	(+0,4)	40,3	(-1,3)
Stahl/NE-Metalle	54,9	(+2,0)	37,2	(-2,1)	7,9	(+0,1)	47,0	(+1,9)
Elektro	54,3	(-0,4)	41,2	(+0,7)	4,5	(-0,3)	49,8	(-0,1)
Maschinen	67,9	(+6,5)	24,7	(-3,2)	7,4	(-3,3)	60,5	(+9,8)
Konsum/Handel	24,7	(+4,6)	57,2	(-4,0)	18,1	(-0,6)	6,6	(+5,2)
Bau	11,3	(-0,4)	62,5	(+0,2)	26,2	(+0,2)	-14,9	(-0,6)
Versorger	50,9	(-0,2)	45,0	(-0,6)	4,1	(+0,8)	46,8	(-1,0)
Dienstleister	60,0	(-4,0)	35,1	(+1,0)	4,9	(+3,0)	55,1	(-7,0)
Telekommunikation	60,8	(-6,7)	33,6	(+4,1)	5,6	(+2,6)	55,2	(-9,3)
Inform.-Technologien	64,4	(-5,9)	31,5	(+4,7)	4,1	(+1,2)	60,3	(-7,1)

Bemerkung: An der Juni-Umfrage des Finanzmarkttests vom 01.06.-21.06.04 beteiligten sich 310 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.