

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · Aug. 2004

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

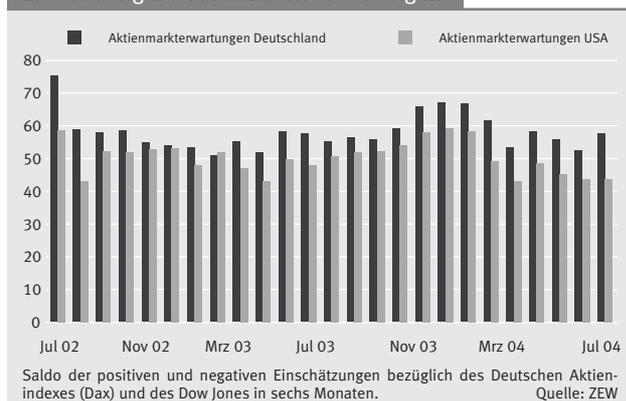
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 05.07.04 – 19.07.04 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 22.07.04) wiedergegeben.

## Kaufkurse in Europa?

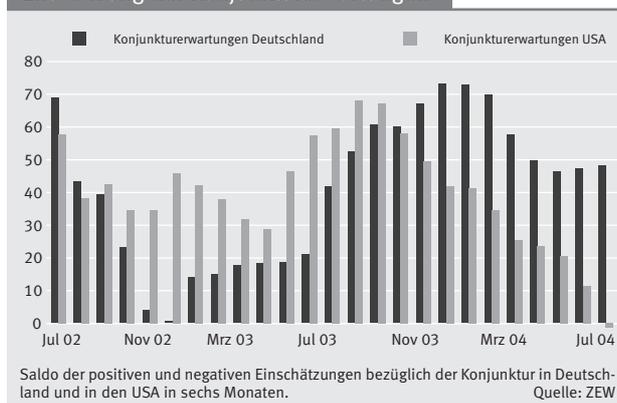
Der Juli war bislang kein guter Börsenmonat. Der Dax verlor seit Anfang des Monats fast kontinuierlich an Wert. Immerhin hat der Index jedoch auch im Juli seinen Korridor zwischen 3.725 und 4.175 Punkten nicht verlassen. Insofern scheint es bisher aus technischen Gründen noch keinen wesentlichen Grund zur Sorge zu geben. Die befragten Experten hat ihr Optimismus noch nicht verlassen. Sie blicken vielmehr in diesem Monat angesichts des ermäßigten Kursniveaus wieder deutlich zuversichtlicher in die Zukunft.

Ihr neuer Optimismus bezieht sich vor allem auf die breiten Indizes wie Dax und Eurostoxx-50. In beiden Fällen gehen wieder mehr als 65 Prozent der befragten Experten von mittelfristig deutlich steigenden Aktienkursen aus. Etwas verhaltener ist ihr Optimismus bezüglich des Tec-Dax. Hier schwankt der Anteil der Optimisten weiter um die 60-Prozent-Marke. Nach dem verhaltenen Ausblick des Handy-Herstellers Nokia scheint der gesamten Technologiebranche wieder ein Malus anzuhängen. Eher ausgereizt scheint derzeit das Kurspotenzial der US-Standardaktien im Dow Jones zu sein. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten bezüglich der weiteren Aktienkursentwicklung bleibt im Vergleich zum Vormonat unverändert auf moderatem Niveau. Die Unsicherheit der Experten hinsichtlich der weiteren Kursentwicklung des Dow Jones nimmt in diesen Monat allerdings zu. Sowohl die Optimisten als auch die Pessimisten er-

Entwicklung der Aktienmarkerwartungen



Entwicklung der Konjunkturerwartungen

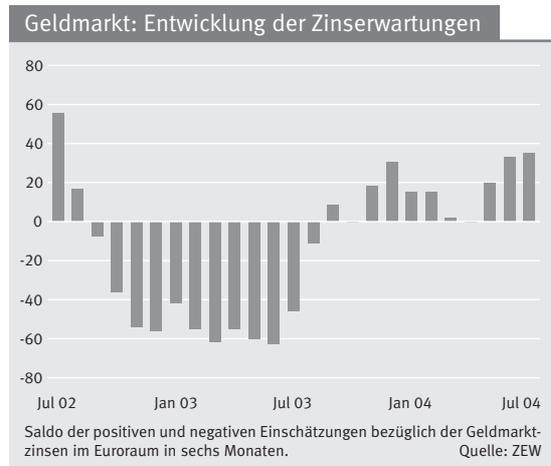


halten Zulauf aus dem Lager derjenigen, die bisher von mittelfristig gleichbleibenden Kursen ausgingen.

Diese unterschiedliche Bewertung der Aktienmärkte hat wohl ihre Ursache im fundamentalen Umfeld. Die Konjunkturerwartungen könnten in den USA ihren Zenit möglicherweise bereits überschritten haben. Erstmals seit April 2001 sind wieder mehr Experten pessimistisch als optimistisch gestimmt für die mittelfristige Entwicklung der US-Konjunktur. In Europa hingegen gibt es aus konjunktureller Sicht noch Potenzial. In Deutschland etwa steigen die Konjunkturerwartungen in diesem Monat weiter, während sie im Euroraum auf hohem Niveau nur leicht nachgeben. Einen Belastungsfaktor für die US-Aktienmärkte stellen zudem mögliche weitere US-Zinserhöhungen dar. Während im Euroraum der Zinserhöhungsdruck auf moderatem Niveau verharrt, erwarten in den USA trotz der jüngsten Zinserhöhung um 25 Basispunkte noch mehr als 90 Prozent der Experten einen weiteren Zinsanstieg auf Sicht von sechs Monaten.

Aufgrund der jüngsten Zahlen aus Deutschland, die ein überraschend starkes Exportgeschäft, jedoch eine enttäuschend schwache Binnennachfrage anzeigen, haben die Experten die Ertragsenerwartungen für den exportabhängigen Maschinenbau in diesem Monat deutlich heraufgesetzt. Negativer eingeschätzt werden der Konsum und der Handel, nicht zuletzt vor dem Hintergrund enttäuschender Einzelhandelszahlen. *Volker Kleff*

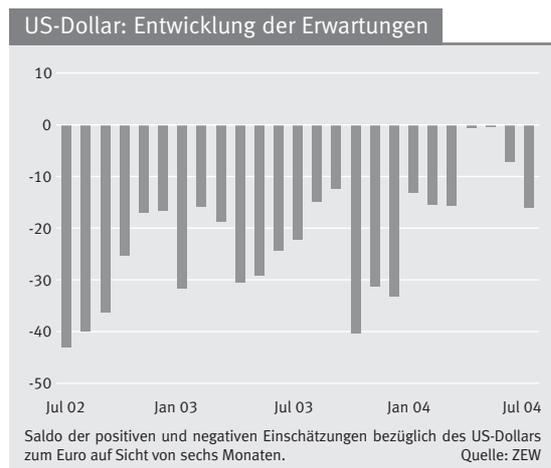
## Euroraum: Ruhige Hand trotz Inflationsgefahren



Trotz Konjunkturaufschwung und einer Euro-Inflationsrate signifikant über der Zwei-Prozent-Grenze wird es nach Ansicht einer deutlichen Mehrheit der Experten keinen schnellen Zinsschritt der EZB geben. 62,0 Prozent rechnen (Vormonat 62,5 Prozent) auf Sicht von sechs Monaten für Europa nicht mit einem Zinsschritt. Nur unwesentlich von 35,2 auf 36,6 Prozent erhöht hat sich der Anteil derjenigen, die mit einem ersten Zinsschritt nach oben rechnen. Hoffnungen auf eine Zinssenkung sind hingegen mit einem Anteil von nur noch 1,4 Prozent (Vormonat 2,3 Prozent) vollends zur marginalen Außenseiterposition geworden. Dieses Antwortverhalten steht in einem gewissen Widerspruch zur aktuellen Inflationsrate und den in der Umfrage ermittelten Inflationserwartungen. Die gleichzeitige Erwartung einer konstanten oder eher noch steigenden Inflation und unveränderter EZB-Leitzinsen deutet darauf hin, dass die EZB im Urteil der Märkte gegenwärtig dem Thema Konjunktur de facto eine hohe Aufmerksamkeit schenkt.

*Dr. Friedrich Heinemann*

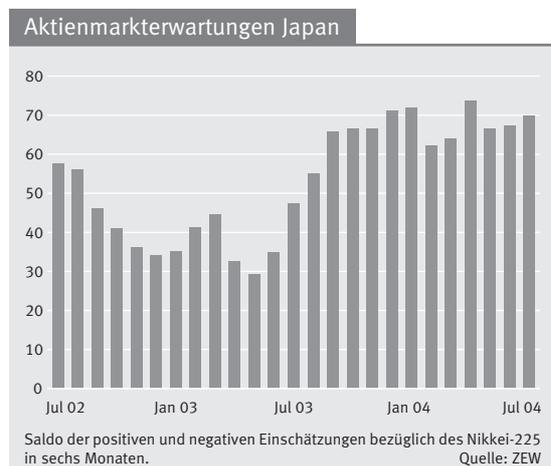
## USA: US-Dollar wird weiter abwerten



Aus Sicht der Experten wird der US-Dollar gegenüber dem Euro in den nächsten sechs Monate tendenziell weiter abwerten. Nur noch gut zwanzig Prozent der Experten können sich eine mittelfristige Aufwertung des US-Dollars vorstellen, während knapp vierzig Prozent von einer weiteren Schwäche der US-Währung ausgehen. Hintergrund dieser Erwartung sind einige weniger gute Meldungen aus den USA, die auf ein Nachlassen der Wirtschaftsdynamik hindeuten könnten. So sind die Beschäftigtenzahlen weniger stark gestiegen als erwartet und die Einzelhandelsumsätze in den USA sind im Juni sogar gesunken. Vor diesem Hintergrund ist zu verstehen, dass die Experten ihre mittelfristigen Konjunkturerwartungen weiter gesenkt haben. Eine deutliche Verschlechterung der Konjunktur steht aber nicht bevor. Fast zwei Drittel der Analysten rechnen mittelfristig mit einer unveränderten Konjunktursituation. Zudem muss der Rückgang der Erwartungen vor dem Hintergrund relativiert werden, dass die aktuelle Situation von den Experten als sehr positiv eingeschätzt wird.

*Volker Kleff*

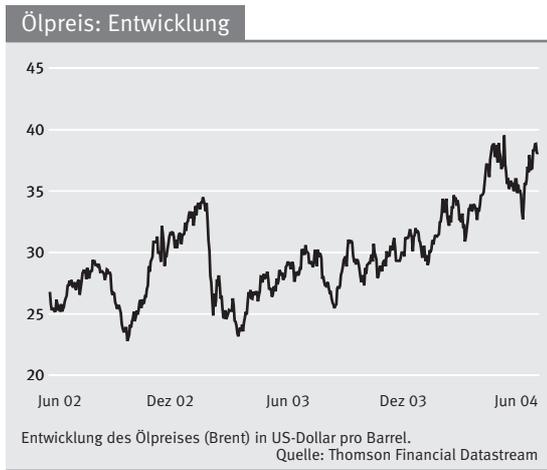
## Japan: Günstige Bewertung der Konjunktursituation



Die deflationäre Phase nähert sich ihrem Ende und auch der private Konsum – lange Zeit das Sorgenkind – scheint endlich anzuspringen. Die Unternehmen verzeichnen spürbares Exportwachstum und haben ihre bilanzielle Passivseite in den letzten Monaten erfolgreich restrukturiert. Zudem sind ihre Cash-flows stark genug, um zukünftiges Wachstum vernünftig zu finanzieren. Das „Modell Japan“ wurde sogar kürzlich der deutschen Regierung im Sinne einer „Look East“-Politik empfohlen. Entsprechend bewerten die Analysten die derzeitige Konjunktursituation mit 13,0 Punkten deutlich besser als im Vormonat. Die 6-Monats-Aussichten haben sich allerdings um 5,5 auf 39,2 Punkte reduziert. Ursächlich dafür sind sicher die zunehmenden Befürchtungen, die jüngste Oberhaus-Wahlschlappe der Regierungspartei könnte zu einem Rücktritt von Premier Koizumi führen und so den eingeschlagene Reformkurs vorzeitig beenden. Auch herrscht vielfach Unklarheit über den künftigen geldpolitischen Kurs der Zentralbank.

*Matthias Meitner*

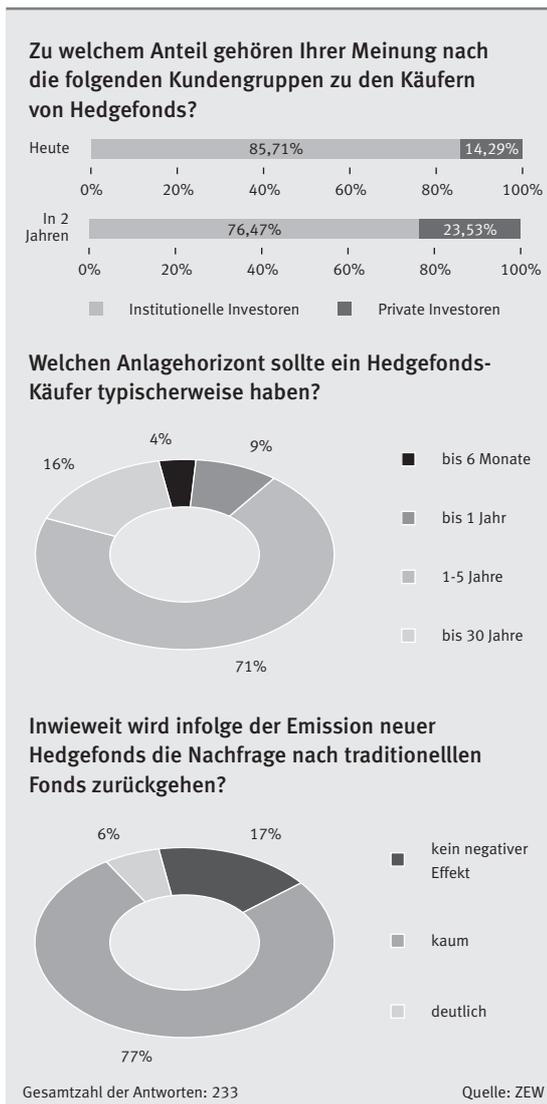
## Ölpreis: Unsicherheit dominiert



Trotz großzügiger Fördermengen der OPEC, die zum 1. August noch erhöht werden sollen, grassiert auf den Märkten weiter die Angst vor Versorgungsengpässen. So steht der Rohölpreis wieder auf seinem langjährigen Höchststand von über 38 Dollar pro Barrel. Beruhigung wird möglicherweise erst nach den Sommermonaten eintreten, die erfahrungsgemäß wegen des Urlaubsreiseverkehrs und des großzügigen Betriebs von Klimaanlage mit einer erhöhten Nachfrage nach Rohöl einhergehen. Die Experten gehen auf Sicht der nächsten sechs Monate von einem spürbaren Rückgang der Notierungen aus. Allerdings wird der Rückgang angesichts der anhaltenden Unsicherheit im Irak möglicherweise nicht so stark ausfallen, wie noch vor einiger Zeit erwartet. Trotz des derzeitigen Höchststands erwarten mehr als 40 Prozent der Experten (Vormonat: 33 Prozent) einen mittelfristig konstant hohen Ölpreis auf etwa dem aktuellen Niveau, während nur noch 46 Prozent (Vormonat: 50 Prozent) von einem Preisrückgang ausgehen.

*Volker Kleff*

## Sonderfrage: Hedgefonds



Nachdem zu Beginn diesen Jahres Hedgefonds auch in Deutschland zugelassen wurden, gehen die Meinungen weit auseinander, welche Zielgruppe diese neuen Investments besonders ansprechen. Zu dieser Thematik wurden in diesem Monat 233 Finanzanalysten befragt. Nach Einschätzung der Experten werden Hedgefonds bisher zu einem weit überwiegenden Teil (86 Prozent) von institutionellen Investoren genutzt, jedoch kaum von privaten Anlegern (14 Prozent). Dies dürfte vor allem daran liegen, dass institutionelle Anleger weit besser mit den Besonderheiten von Hedgefonds vertraut sind als private Anleger. Letztere werden noch einige Zeit brauchen, um ihre Scheu vor diesem neuen Anlageinstrument abzulegen. Zudem gibt es für den privaten Anleger in Deutschland bisher nur wenige Hedgefonds zu kaufen, die zudem häufig mit einer eher mäßigen historischen Performance und hohen Gebühren aufwarten. Die Experten erwarten indessen, dass sich die Käuferstruktur der Fonds in zwei Jahren bereits deutlich anders darstellen wird. Es wird geschätzt, dass die Hedgefonds zu diesem Zeitpunkt bereits zu einem Viertel von privaten Anlegern erworben werden.

Häufig werden mit Hedgefonds sehr spekulative Anlagen assoziiert. Die bisher in Deutschland aufgelegten Hedgefonds richten sich jedoch vornehmlich an konservative Anleger. Entsprechend empfehlen 87 Prozent der Experten eine längerfristige Anlage in Hedgefonds von zumindest einem Jahr. 16 Prozent von ihnen können sich Hedgefonds sogar als langfristige Anlage für die Altersvorsorge vorstellen. Nur eine kleine Minderheit geht davon aus, dass sich die neuartigen Anlageinstrumente für kurzfristige Spekulationen eignen.

Hedgefonds versuchen – anders als traditionelle Aktienfonds – keine Benchmark in Form eines Aktienindexes zu schlagen, sondern wollen eine möglichst hohe absolute Rendite pro Jahr erwirtschaften. Da dieses Konzept gerade in den derzeitigen unsicheren Börsenjahren attraktiv erscheint, wurde vielfach die Befürchtung laut, die Hedgefonds könnten Anlagegelder zu Lasten der bisherigen Publikumsfonds abschöpfen. Dies halten die Experten für eher unwahrscheinlich. Einen Kannibalisierungseffekt schließen zwar nur 17 Prozent der Experten völlig aus, doch halten weitere 77 Prozent der Experten einen solchen Effekt für überschaubar gering.

*Volker Kleff*

## ZEW - Finanzmarkttest Juli 2004: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	1,7	(-0,9)	56,1	(+6,3)	42,2	(-5,4)	-40,5	(+4,5)
Deutschland	1,0	(+/-0,0)	28,7	(+0,5)	70,3	(-0,5)	-69,3	(+0,5)
USA	55,4	(+1,8)	40,0	(-3,2)	4,6	(+1,4)	50,8	(+0,4)
Japan	28,9	(+4,6)	55,2	(-3,5)	15,9	(-1,1)	13,0	(+5,7)
Großbritannien	46,2	(+3,0)	47,6	(-2,4)	6,2	(-0,6)	40,0	(+3,6)
Frankreich	5,1	(+0,4)	48,5	(+2,9)	46,4	(-3,3)	-41,3	(+3,7)
Italien	1,4	(-0,3)	34,1	(-2,1)	64,5	(+2,4)	-63,1	(-2,7)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	59,3	(-1,1)	36,9	(+0,9)	3,8	(+0,2)	55,5	(-1,3)
Deutschland (=ZEW Indikator)	52,6	(-0,3)	43,2	(+1,6)	4,2	(-1,3)	48,4	(+1,0)
USA	16,9	(-8,7)	64,9	(+4,8)	18,2	(+3,9)	-1,3	(-12,6)
Japan	44,6	(-4,1)	50,0	(+2,7)	5,4	(+1,4)	39,2	(-5,5)
Großbritannien	15,2	(-5,4)	72,8	(+3,9)	12,0	(+1,5)	3,2	(-6,9)
Frankreich	50,5	(-2,7)	45,1	(+2,4)	4,4	(+0,3)	46,1	(-3,0)
Italien	48,9	(-2,0)	46,7	(+1,3)	4,4	(+0,7)	44,5	(-2,7)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	45,2	(-7,8)	40,4	(+5,1)	14,4	(+2,7)	30,8	(-10,5)
Deutschland	43,7	(-8,9)	45,1	(+8,4)	11,2	(+0,5)	32,5	(-9,4)
USA	67,1	(-9,3)	27,2	(+8,2)	5,7	(+1,1)	61,4	(-10,4)
Japan	59,7	(-3,7)	39,6	(+4,7)	0,7	(-1,0)	59,0	(-2,7)
Großbritannien	57,0	(-6,3)	39,7	(+6,1)	3,3	(+0,2)	53,7	(-6,5)
Frankreich	46,4	(-5,7)	42,8	(+5,6)	10,8	(+0,1)	35,6	(-5,8)
Italien	45,9	(-8,5)	45,1	(+9,2)	9,0	(-0,7)	36,9	(-7,8)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	36,6	(+1,4)	62,0	(-0,5)	1,4	(-0,9)	35,2	(+2,3)
USA	90,9	(-2,3)	9,1	(+2,3)	0,0	(+/-0,0)	90,9	(-2,3)
Japan	37,2	(+2,7)	62,8	(-2,4)	0,0	(-0,3)	37,2	(+3,0)
Großbritannien	71,8	(-1,0)	27,5	(+1,0)	0,7	(+/-0,0)	71,1	(-1,0)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	68,6	(-3,8)	26,9	(+2,9)	4,5	(+0,9)	64,1	(-4,7)
USA	78,6	(-3,5)	17,9	(+2,9)	3,5	(+0,6)	75,1	(-4,1)
Japan	71,1	(-0,4)	27,4	(-0,4)	1,5	(+0,8)	69,6	(-1,2)
Großbritannien	68,1	(-6,9)	29,0	(+6,4)	2,9	(+0,5)	65,2	(-7,4)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	66,8	(+2,3)	25,7	(-0,5)	7,5	(-1,8)	59,3	(+4,1)
DAX (Deutschland)	65,4	(+4,0)	27,0	(-2,6)	7,6	(-1,4)	57,8	(+5,4)
TecDax (Deutschland)	61,2	(+1,5)	27,9	(-1,2)	10,9	(-0,3)	50,3	(+1,8)
Dow Jones Industrial (USA)	56,4	(+1,0)	30,9	(-2,0)	12,7	(+1,0)	43,7	(+/-0,0)
Nikkei 225 (Japan)	72,9	(-0,1)	24,1	(+2,9)	3,0	(-2,8)	69,9	(+2,7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	56,8	(+0,5)	33,0	(+0,1)	10,2	(-0,6)	46,6	(+1,1)
CAC-40 (Frankreich)	60,9	(+1,8)	32,2	(+0,9)	6,9	(-2,7)	54,0	(+4,5)
MIBtel (Italien)	59,7	(+2,2)	31,8	(+0,2)	8,5	(-2,4)	51,2	(+4,6)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	22,7	(-6,9)	38,5	(+4,9)	38,8	(+2,0)	-16,1	(-8,9)
Yen	28,4	(-4,5)	60,5	(+2,3)	11,1	(+2,2)	17,3	(-6,7)
Brit. Pfund	16,6	(-1,7)	64,2	(+4,8)	19,2	(-3,1)	-2,6	(+1,4)
Schw. Franken	14,5	(-0,7)	74,8	(+3,7)	10,7	(-3,0)	3,8	(+2,3)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	13,3	(-3,7)	41,0	(+7,7)	45,7	(-4,0)	-32,4	(+0,3)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	60,5	(-5,4)	33,3	(+4,7)	6,2	(+0,7)	54,3	(-6,1)
Versicherungen	67,2	(-1,3)	29,3	(+3,4)	3,5	(-2,1)	63,7	(+0,8)
Fahrzeuge	20,0	(-4,7)	53,3	(-2,1)	26,7	(+6,8)	-6,7	(-11,5)
Chemie/Pharma	39,0	(-7,3)	55,4	(+7,7)	5,6	(-0,4)	33,4	(-6,9)
Stahl/NE-Metalle	54,6	(-0,3)	38,3	(+1,1)	7,1	(-0,8)	47,5	(+0,5)
Elektro	50,0	(-4,3)	44,5	(+3,3)	5,5	(+1,0)	44,5	(-5,3)
Maschinen	70,6	(+2,7)	23,9	(-0,8)	5,5	(-1,9)	65,1	(+4,6)
Konsum/Handel	18,1	(-6,6)	59,1	(+1,9)	22,8	(+4,7)	-4,7	(-11,3)
Bau	11,9	(+0,6)	59,4	(-3,1)	28,7	(+2,5)	-16,8	(-1,9)
Versorger	51,3	(+0,4)	45,5	(+0,5)	3,2	(-0,9)	48,1	(+1,3)
Dienstleister	59,1	(-0,9)	37,3	(+2,2)	3,6	(-1,3)	55,5	(+0,4)
Telekommunikation	58,1	(-2,7)	37,2	(+3,6)	4,7	(-0,9)	53,4	(-1,8)
Inform.-Technologien	63,4	(-1,0)	32,3	(+0,8)	4,3	(+0,2)	59,1	(-1,2)

Bemerkung: An der Juli-Umfrage des Finanzmarkttests vom 05.07.-19.07.04 beteiligten sich 288 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.