

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

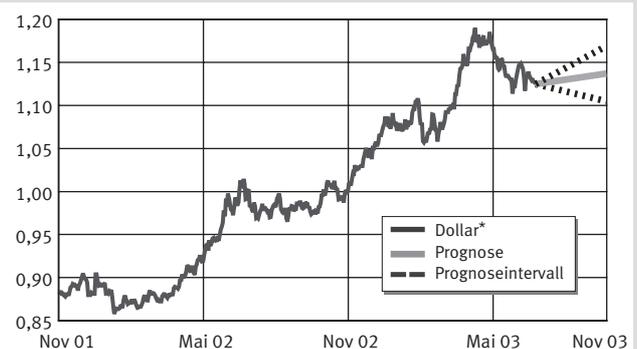
Jahrgang 12 · Nr. 9 · September 2003

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 28.07.03 – 18.08.03 (Redaktionsschluss 22.08.03) 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: Der Markt will weiter nach oben

Der August zählt erfahrungsgemäß zu den schlechtesten Börsenmonaten des Jahres. Doch in diesem Jahr kennen die europäischen Börsen im August nur den Weg nach oben. Kleinere Korrekturen werden sogleich wieder zum Einstieg genutzt. In nur fünf Monaten hat der Dax mittlerweile 60 Prozent an Wert zugelegt. Bislang sind die Gründe für die Erholung an den Aktienmärkten aber noch weitgehend unklar, denn die Indikatoren zeigten bisher ein eher trübes Konjunkturbild. Allerdings sind die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe für Deutschland im Juni überraschend stark gestiegen und signalisieren nun eine positive Geschäftsentwicklung deutscher Unternehmen. Dies könnte einen Grund für die fulminante Erholung am Aktienmarkt nachliefern. Zudem sind die jüngsten Geschäftszahlen einiger Dax- und MDax-Unternehmen, vor allem der Technologieunternehmen wie etwa Infineon, Deutsche Telekom und T-Online, überraschend positiv ausgefallen und belegen, dass die deutsche Wirtschaft das Schlimmste hinter sich haben könnte. Es ist aber wohl insbesondere die Entwicklung US-amerikanischer Konjunkturindikatoren, die hoffen lässt. Die US-Einzelhandelsumsätze sind im Juli überraschend stark gestiegen. Dies zeigt, dass der Konsum, die wichtigste Stütze der US-amerikanischen Konjunktur, an Dynamik gewinnt. Zudem verringerte sich im Juni das Außenhandelsdefizit. Die stei-

Dollar: Entwicklung und Prognose

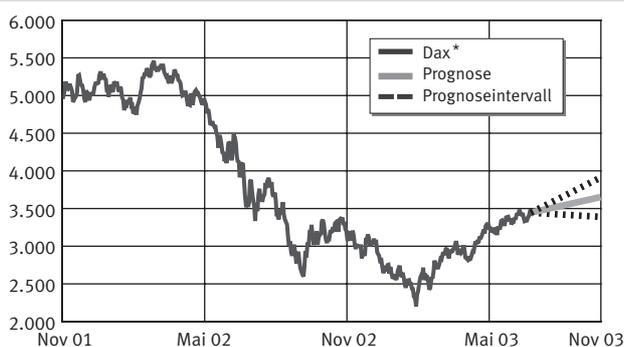


Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

genden Exporte könnten die Folge des seit einigen Monaten tendenziell abwertenden US-Dollars sein. Die Experten erwarten, dass sich an der Schwäche des Greenbacks auch in den nächsten Monaten nicht viel ändern wird. Sie gehen von einem tendenziell weiter abwertenden US-Dollar aus. Prognostiziert wird ein Kurs von 1,14 US-Dollar pro Euro auf mittlere Sicht. Auch die amerikanische Exportindustrie dürfte sich daher weiter beleben. Von der voraussichtlichen Belebung der US-Konjunktur könnte die europäische und insbesondere die deutsche Konjunktur profitieren. Deutschland ist stark abhängig von den Exporten und liefert etwa zehn Prozent seiner Waren in die USA. Damit wäre auch der Weg frei für weiter steigende Börsenkurse hierzulande. In Deutschland könnte schließlich noch ein anderer Faktor für tendenziell steigende Aktienkurse sorgen. Die Experten erwarten von dem angekündigten Vorziehen der Steuerreform von 2005 auf 2004 mehrheitlich einen positiven Konjunkturreffekt. Dies dürfte auch die Aktienkurse stützen. Vor diesem Hintergrund bleiben die befragten Experten optimistisch bezüglich der weiteren Aktienkursentwicklung. Zwei Drittel von ihnen sehen weiter steigende Indexkurse im Dax und Eurostoxx-50. Optimisten unter den Analysten rechnen mit einem Dax von 3.900 Punkten und einem Eurostoxx-50 von 2.900 Punkten in wenigen Monaten. ◀

Volker Kleff

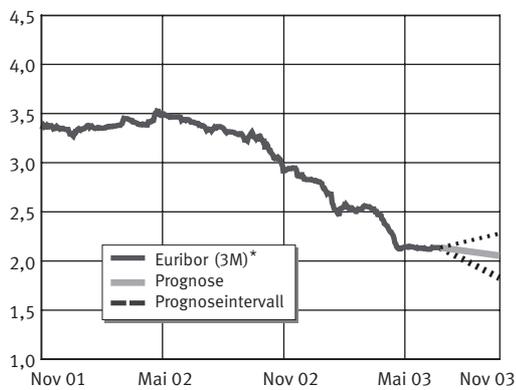
Dax: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: Das Zinstal scheint erreicht zu sein

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



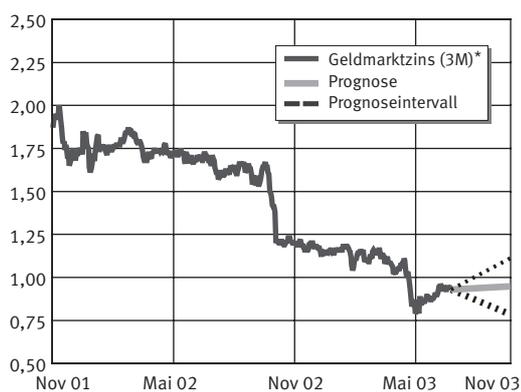
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Weniger als ein Viertel der 310 Analysten glaubt an eine weitere Zinssenkung der EZB. Im Vormonat waren noch 52,9 Prozent der Auffassung, dass das Zinstal noch nicht erreicht ist. Die große Mehrheit geht nun von vorerst gleich bleibenden Geldmarktzinsen aus. Aus den Umfrageergebnissen errechnet sich eine Prognose für den Dreimonats-Euribor im November von 2,1 Prozent, der damit nur geringfügig vom derzeitigen Niveau des Refinanzierungssatzes der EZB (2,0 Prozent) abweicht. In der drastischen Veränderung der Zinser-

wartungen gegenüber dem Vormonat spiegelt sich die veränderte Einschätzung der konjunkturellen Perspektiven wider. Nach dem sprunghaften Anstieg der ZEW-Konjunkturerwartungen im Juli konnte der Indikator im August abermals deutlich zulegen. Vor diesem Hintergrund wird die Geldpolitik ihre Schleusen wohl nicht weiter öffnen. Allerdings wird von der EZB zumindest auf mittlere Sicht noch kein kontraktiver Impuls ausgehen, auch wenn die Langfristzinsen bereits wieder zu steigen beginnen. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

USA: Anzeichen für Wirtschaftsaufschwung

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



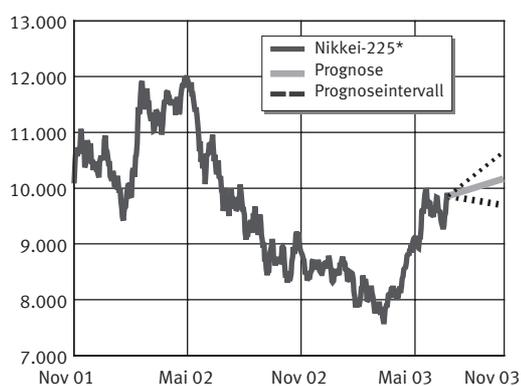
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Überraschend positive Fundamentaldaten bestätigen eine Wirtschaftserholung in den USA. Das reale US-Bruttoinlandsprodukt wuchs im zweiten Quartal deutlich stärker als erwartet. Getragen wird dieser Aufschwung von den erhöhten Rüstungsausgaben wegen des Irakkriegs und den Konsumausgaben. Der private Verbrauch trägt in den USA zu rund 70 Prozent der Wirtschaftsleistung bei und dürfte durch die Steuersenkungen der Bush-Regierung weiterhin auf hohem Niveau bleiben. Nach Meinung der Finanzmarktexperten setzt sich

die Konjunkturerholung fort. Der Konjunkturindikator für die USA, bestehend aus den positiven und negativen Einschätzungen zur Konjunktur, stieg im August um 8,4 Punkte auf 68,1 Punkte. Dennoch sinkt das Vertrauen in die von Greenspan angekündigten dauerhaft niedrigen Zinsen. Der Anteil derjenigen, die eine Zinserhöhung der amerikanischen Zentralbank voraussagen, stieg um 7,3 Punkte auf 17,7 Punkte. Hingegen rechnen nur noch 6,5 Prozent der Finanzmarkttestteilnehmer mit einer weiteren Zinssenkung. ◀ *David Lahl*

Japan: Gute Aussichten für Erholung der Wirtschaft

Aktienmarkt: Entwicklung und Prognose



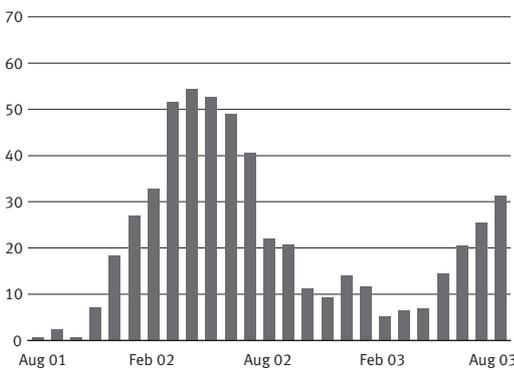
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die japanische Wirtschaft sendet wieder positive Signale. Die Industrieproduktion und die Exporte sind im Vergleich zum Vorjahr deutlich gestiegen. Diese Entwicklungen werden am Aktienmarkt begrüßt. Inzwischen hat der Nikkei-Index sogar den Sprung über die psychologisch wichtige Marke von 10.000 Punkten geschafft. Die Finanzmarktexperten rechnen mit einer Fortsetzung des Trends und sehen den Nikkei auf Sicht von sechs Monaten bei 10.170 Punkten. Auch erwarten sie, dass sich die gesamtwirtschaftliche Situati-

on weiterhin bessert. Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen zur Konjunkturlage stieg um 14 Punkte auf 48,9 Punkte. Trotz der konjunkturellen Wendepunkte bleiben aber Zweifel, ob es Japan gelingt, auf einen neuen Wachstumspfad einzuschwenken. Denn Strukturprobleme, Deflation, Arbeitslosigkeit und drohende Unternehmensinsolvenzen belasten die Wirtschaft. Zwar ist die Anzahl der Insolvenzen seit Monaten rückläufig, doch überleben viele Unternehmen nur aufgrund von staatlichen Beihilfen. ◀ *David Lahl*

Großbritannien: Wachstum mit Risiken

Konjunkturerwartungen Großbritannien



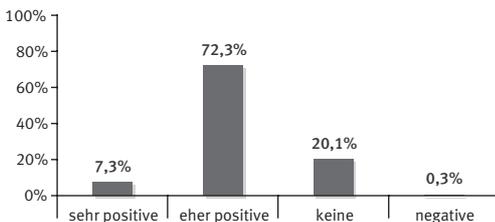
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Großbritannien in sechs Monaten
Quelle: ZEW

Großbritanniens Wirtschaft verzeichnet mit 1,8 Prozent nach wie vor eine der stärksten Wachstumsraten in der Europäischen Union. Grund hierfür ist ein nicht nachlassender Konsum der britischen Verbraucher. Die Industrieproduktion des verarbeitenden Gewerbes verharrt hingegen auf relativ schwachem Niveau. Der Konsum der Privathaushalte wird aber zu einem großen Teil mit Schulden finanziert. Die Schuldenbelastung eines durchschnittlichen Haushaltes erreichte deswegen im Juni einen neuen Höchststand von 120 Pro-

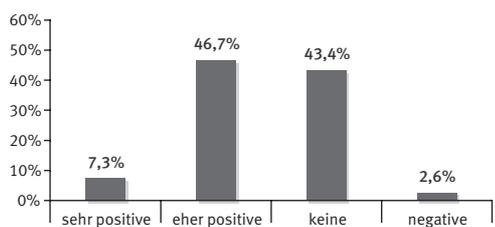
zent des verfügbaren Einkommens. Die hohe Kreditaufnahme könnte sich zu einem Wachstumshemmnis für die britische Volkswirtschaft entwickeln, wenn die Leitzinsen in Zukunft wieder ansteigen, da Kredite in Großbritannien in der Regel variabel verzinst werden. Im August aber rechnet noch eine große Mehrheit der befragten Finanzmarktexperten mit einem stabilen Zinsniveau. Die Konjunkturerwartungen haben sich allerdings im Vergleich zu den anderen großen Volkswirtschaften nur leicht verbessert. ◀ *David Lahl*

Sonderfrage: Steuerreform

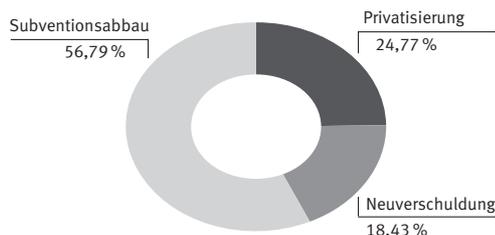
Welche Auswirkungen erwarten Sie von dem Vorziehen der Steuerreform auf die Konjunktur?



Welche Auswirkungen erwarten Sie von dem Vorziehen der Steuerreform auf das langfristige Wachstum?



Welchen Finanzierungsmix würden Sie zur Gegenfinanzierung der Steuerreform bevorzugen?



Gesamtzahl der Antworten: 302
Quelle: *Thomson Financial Datastream; ZEW

Die Bundesregierung setzt sich dafür ein, die dritte Stufe der Steuerreform um ein Jahr von 2005 auf 2004 vorzulegen. Da die Opposition nach gegenwärtigem Kenntnisstand dem Begehren der Regierung zustimmen wird, scheint damit die vorgezogene Steuerreform tatsächlich Realität zu werden. Man hofft, auf diese Weise die Stimmung unter den deutschen Unternehmen und Konsumenten zu verbessern und einen positiven Konjunkturreffekt zu erzielen. Unklar ist jedoch nach wie vor, wie die erwarteten Steuerausfälle aufgrund der Reform refinanziert werden sollen. Zu den möglichen Auswirkungen der vorgezogenen Steuerreform und ihrer optimalen Refinanzierung wurden im August 310 Analysten befragt.

Die Experten sind sich überraschend einig, dass die vorgezogene Steuerreform positive Konjunkturreffekte bei dem von ihnen vorgeschlagenen Refinanzierungsmix haben wird. 72 Prozent von ihnen erwarten eine eher positive Konjunkturentwicklung, 7 Prozent von ihnen sogar eine deutliche Verbesserung der konjunkturellen Lage. Lediglich 20 Prozent der Experten verneinen einen konjunkturellen Effekt. Auch langfristig sollte sich die Steuerreform positiv auf die

deutsche Wirtschaft auswirken. Eine Mehrheit von 54 Prozent prognostiziert ein größeres langfristiges Wirtschaftswachstum aufgrund der Reform. Immerhin 46 Prozent der Analysten erwarten von der vorgezogenen Steuerreform aber keine langfristigen positiven Effekte. Damit scheinen die Auswirkungen der vorgezogenen Steuerreform eher kurzfristiger Natur zu sein. Die Analysten empfehlen, die Steuerreform vorwiegend über den Abbau von Subventionen zu finanzieren. Im Durchschnitt soll die Finanzierungslücke zu 57 Prozent über den Abbau von Subventionen, zu 25 Prozent mit Hilfe von Privatisierungserlösen und zu 18 Prozent über eine höhere Neuverschuldung geschlossen werden. Festzustellen ist dabei, dass die Analysten, die eine Finanzierung zu 100 Prozent über den Abbau von Subventionen fordern, tendenziell nur einen schwächeren konjunkturellen Effekt aufgrund der Reform erwarten, da die Konsumenten bei dieser Finanzierung letztlich nicht mehr Geld in der Tasche hätten. Dennoch wäre aber eine Finanzierung über einen Subventionsabbau aufgrund der höheren Generationengerechtigkeit einer Finanzierung über eine höhere Neuverschuldung vorzuziehen. ◀ *Volker Kleff*

ZEW - Finanzmarkttest August 2003: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.3	(+0.3)	19.2	(+3.1)	80.5	(-3.4)	-80.2	(+3.7)
Deutschland	0.3	(+0.3)	6.8	(+2.6)	92.9	(-2.9)	-92.6	(+3.2)
USA	2.3	(+1.0)	49.5	(+7.9)	48.2	(-8.9)	-45.9	(+9.9)
Japan	0.0	(+/-0.0)	11.7	(+3.5)	88.3	(-3.5)	-88.3	(+3.5)
Großbritannien	1.7	(-0.7)	60.1	(+2.8)	38.2	(-2.1)	-36.5	(+1.4)
Frankreich	0.4	(+0.4)	16.9	(+1.3)	82.7	(-1.7)	-82.3	(+2.1)
Italien	0.7	(+0.7)	14.3	(-1.0)	85.0	(+0.3)	-84.3	(+0.4)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	60.7	(+7.6)	36.7	(-7.6)	2.6	(+/-0.0)	58.1	(+7.6)
Deutschland (=ZEW Indikator)	56.1	(+10.3)	40.3	(-10.0)	3.6	(-0.3)	52.5	(+10.6)
USA	70.7	(+6.1)	26.7	(-3.8)	2.6	(-2.3)	68.1	(+8.4)
Japan	50.9	(+14.0)	47.1	(-14.0)	2.0	(+/-0.0)	48.9	(+14.0)
Großbritannien	38.9	(+6.7)	53.6	(-7.4)	7.5	(+0.7)	31.4	(+6.0)
Frankreich	57.2	(+12.1)	41.1	(-9.4)	1.7	(-2.7)	55.5	(+14.8)
Italien	53.1	(+9.7)	44.8	(-5.7)	2.1	(-4.0)	51.0	(+13.7)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	10.7	(+3.7)	64.5	(+6.9)	24.8	(-10.6)	-14.1	(+14.3)
Deutschland	12.4	(+5.0)	63.6	(+6.5)	24.0	(-11.5)	-11.6	(+16.5)
USA	23.6	(+3.3)	63.0	(+2.9)	13.4	(-6.2)	10.2	(+9.5)
Japan	18.1	(+1.5)	79.5	(-0.1)	2.4	(-1.4)	15.7	(+2.9)
Großbritannien	12.4	(+0.5)	73.2	(+7.4)	14.4	(-7.9)	-2.0	(+8.4)
Frankreich	11.4	(+2.5)	67.6	(+9.0)	21.0	(-11.5)	-9.6	(+14.0)
Italien	12.3	(+2.6)	67.1	(+9.7)	20.6	(-12.3)	-8.3	(+14.9)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	13.9	(+6.8)	61.4	(+21.4)	24.7	(-28.2)	-10.8	(+35.0)
USA	17.7	(+7.3)	75.8	(+6.7)	6.5	(-14.0)	11.2	(+21.3)
Japan	11.0	(-0.8)	88.7	(+1.5)	0.3	(-0.7)	10.7	(-0.1)
Großbritannien	11.4	(+4.9)	71.4	(+18.7)	17.2	(-23.6)	-5.8	(+28.5)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	53.9	(+9.1)	36.4	(-0.1)	9.7	(-9.0)	44.2	(+18.1)
USA	59.8	(+2.7)	31.0	(-0.9)	9.2	(-1.8)	50.6	(+4.5)
Japan	37.4	(+4.5)	59.2	(-3.1)	3.4	(-1.4)	34.0	(+5.9)
Großbritannien	42.2	(+2.6)	48.5	(+2.1)	9.3	(-4.7)	32.9	(+7.3)
Frankreich	51.2	(+6.9)	40.8	(+1.2)	8.0	(-8.1)	43.2	(+15.0)
Italien	51.4	(+6.0)	40.6	(+3.3)	8.0	(-9.3)	43.4	(+15.3)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	69.5	(+1.3)	20.8	(-1.2)	9.7	(-0.1)	59.8	(+1.4)
DAX (Deutschland)	66.6	(-1.2)	23.4	(+3.7)	10.0	(-2.5)	56.6	(+1.3)
TecDax (Deutschland)	63.3	(-1.5)	25.9	(+3.0)	10.8	(-1.5)	52.5	(+/-0.0)
Dow Jones Industrial (USA)	64.1	(+0.4)	23.8	(+0.5)	12.1	(-0.9)	52.0	(+1.3)
Nikkei 225 (Japan)	60.7	(+6.2)	33.7	(-4.6)	5.6	(-1.6)	55.1	(+7.8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	58.4	(-2.5)	31.4	(+3.6)	10.2	(-1.1)	48.2	(-1.4)
CAC-40 (Frankreich)	63.6	(+1.1)	26.4	(+2.1)	10.0	(-3.2)	53.6	(+4.3)
MIBtel (Italien)	62.2	(+0.9)	27.0	(+1.2)	10.8	(-2.1)	51.4	(+3.0)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	22.8	(+0.3)	39.6	(+6.9)	37.6	(-7.2)	-14.8	(+7.5)
Yen	13.3	(+0.5)	51.2	(+8.8)	35.5	(-9.3)	-22.2	(+9.8)
Brit. Pfund	6.3	(-2.1)	48.1	(+6.8)	45.6	(-4.7)	-39.3	(+2.6)
Schw. Franken	8.0	(-0.3)	70.3	(+5.8)	21.7	(-5.5)	-13.7	(+5.2)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	4.8	(-3.9)	50.5	(+3.5)	44.7	(+0.4)	-39.9	(-4.3)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	65.9	(+14.9)	28.0	(-11.8)	6.1	(-3.1)	59.8	(+18.0)
Versicherungen	58.1	(+14.7)	34.7	(-10.2)	7.2	(-4.5)	50.9	(+19.2)
Fahrzeuge	24.2	(+6.5)	60.6	(+4.9)	15.2	(-11.4)	9.0	(+17.9)
Chemie/Pharma	40.1	(+9.4)	53.4	(-6.6)	6.5	(-2.8)	33.6	(+12.2)
Stahl/NE-Metalle	27.3	(+6.0)	59.0	(-2.5)	13.7	(-3.5)	13.6	(+9.5)
Elektro	36.7	(+11.7)	56.4	(-9.2)	6.9	(-2.5)	29.8	(+14.2)
Maschinen	27.6	(+5.3)	57.5	(+0.9)	14.9	(-6.2)	12.7	(+11.5)
Konsum/Handel	46.9	(+15.8)	42.7	(-8.9)	10.4	(-6.9)	36.5	(+22.7)
Bau	8.0	(+2.7)	53.8	(+8.6)	38.2	(-11.3)	-30.2	(+14.0)
Versorger	28.9	(+8.9)	66.4	(-8.2)	4.7	(-0.7)	24.2	(+9.6)
Dienstleister	51.5	(+10.8)	45.6	(-9.3)	2.9	(-1.5)	48.6	(+12.3)
Telekommunikation	59.3	(+4.3)	37.5	(-2.1)	3.2	(-2.2)	56.1	(+6.5)
Inform.-Technologien	60.4	(+9.4)	35.6	(-7.3)	4.0	(-2.1)	56.4	(+11.5)

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 28.07.-18.08.03 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.

Mittelfristige ZEW-Finanzmarktprognose August 2003

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom August 2003 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 28.07.-18.08.03 beteiligten sich 310 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	2.0	1.9	(0.2)
Deutschland	0.9	0.8	(0.2)
USA	2.1	2.2	(0.2)
Japan	-0.4	-0.3	(0.1)
Großbritannien	3.1	3.1	(0.2)
Frankreich	1.9	1.9	(0.2)
Italien	2.5	2.5	(0.2)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	2.1	2.1	(0.2)
USA	0.9	0.9	(0.2)
Japan	0.1	0.2	(0.1)
Großbritannien	3.4	3.4	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.1	4.3	(0.3)
USA	4.4	4.7	(0.4)
Japan	1.0	1.1	(0.2)
Großbritannien	4.5	4.6	(0.3)
Frankreich	4.2	4.4	(0.3)
Italien	4.3	4.5	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	2510	2700	(210)
DAX (Deutschland)	3420	3650	(260)
TecDax (Deutschland)	480	510	(30)
Dow Jones Industrial (USA)	9250	9840	(740)
Nikkei 225 (Japan)	9700	10170	(480)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4180	4380	(260)
CAC-40 (Frankreich)	3210	3400	(220)
MIBtel (Italien)	18680	19740	(1310)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	1.13	1.14	(0.03)
Yen	135.30	136.30	(2.70)
Brit. Pfund	0.70	0.71	(0.01)
Schw. Franken	1.54	1.55	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	29.20	27.20	(2.60)