

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · September 2004

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

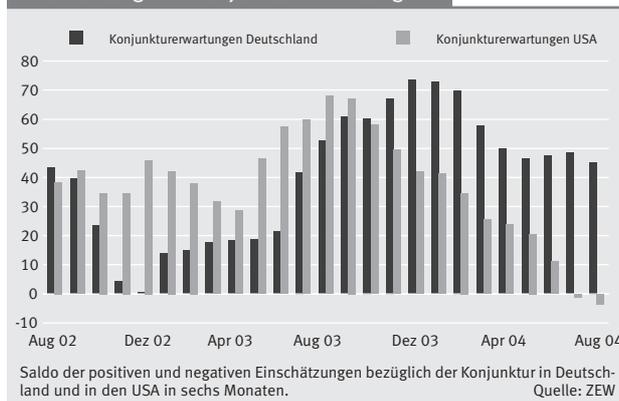
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 02.08.04 – 16.08.04 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 20.08.04) wiedergegeben.

## Verunsicherung lässt Aktienkurse fallen

Der August macht seinem Ruf als schlechter Börsenmonat alle Ehre. Die wichtigsten Börsen weltweit brachen in diesem Monat mehr oder weniger deutlich ein. Grund hierfür war sicherlich die starke Verunsicherung aufgrund des Ölpreises, der neue Höchstmarken erklomm und die Befürchtung aufkommen ließ, dass sich die Weltwirtschaft abschwächen könnte. Man erinnert sich wieder an die Ölkrisen der 1970er Jahre, als der hohe Ölpreis die Weltwirtschaft in die Rezession und die Aktienkurse in die Baisse führte. Tatsächlich dürfte der hohe Ölpreis auch dieses Mal seine dämpfende Wirkung auf die Weltkonjunktur entfalten. Zusätzliche Nahrung erhält diese Befürchtung durch die jüngsten Arbeitsmarkt- und Einzelhandelsdaten aus den USA, die schlechter als erwartet ausgefallen sind. Als Folge der Konjunktursorgen schätzen die Experten die aktuelle US-Konjunktursituation im August deutlich schlechter ein als im Vormonat. Auch die US-Konjunkturerwartungen sehen sie ein wenig pessimistischer.

Eine weltweite Konjunkturabschwächung könnte auch die deutsche Konjunktur deutlich belasten, ist sie doch stark abhängig von der Exportnachfrage. Immer noch erweist sich der Export in Deutschland als einzige Konjunkturstütze, da der Funke von der Außennachfrage auf die Binnennachfrage noch nicht so recht überspringen wollte. Insbesondere die Konsumnachfrage bleibt in Deutschland weiter schwach. Die hohe Arbeitslosigkeit und

Entwicklung der Konjunkturerwartungen

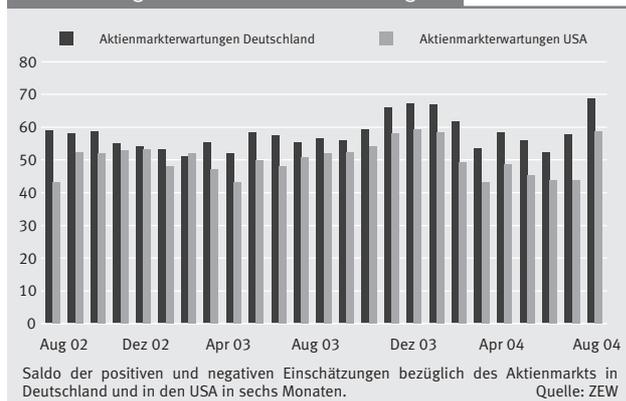


die Angst, den Arbeitsplatz zu verlieren, belasten die Konsumneigung der deutschen Verbraucher. Zudem beeinträchtigt der Ölpreis die Konsumnachfrage. Der hohe Ölpreis verteuert die Benzinpreise und schwächt auf diese Weise die Kaufkraft der Konsumenten. Es ist daher fraglich, ob der mögliche Rückgang der Exportnachfrage in Deutschland aufgrund einer weltweiten Konjunkturabschwächung durch ein kräftiges Anspringen der Binnennachfrage wird kompensiert werden können.

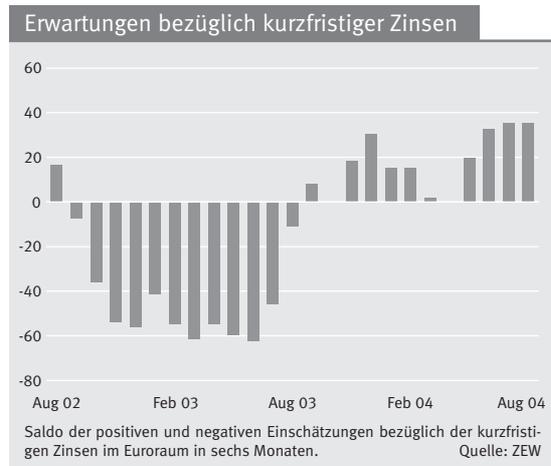
Unsicherheiten über die weitere Konjunkturentwicklung sprechen nicht unbedingt für stark steigende Aktienkurse. In den zuletzt deutlich gefallen Aktienkursen aber dürften viele Unsicherheiten bezüglich der weiteren Ölpreisentwicklung und der weltweiten Konjunkturentwicklung bereits eingepreist sein. Nach Ansicht der Experten werden die Marktteilnehmer in einigen Wochen wieder stärker auf die eigentlichen Determinanten der weiteren Aktienmarktentwicklung schauen: die Unternehmensgewinne. Sie waren jüngst zumeist erfreulich ausgefallen, vom Markt aber bisher kaum zur Kenntnis genommen worden. Angesichts sehr attraktiver Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den Aktienbörsen sollten daher die Chancen die Risiken eines Engagements am Aktienmarkts mehr als aufwiegen. 75 Prozent der Experten nach etwa 65 Prozent im Juli erwarten bis Anfang nächsten Jahres deutlich höhere Aktienkurse beim Dax und Eurostoxx-50.

Volker Kleff

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen

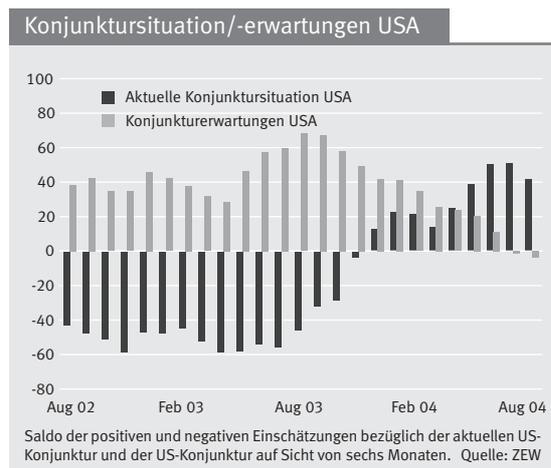


## Euroraum: Experten erwarten unveränderte Zinspolitik der EZB



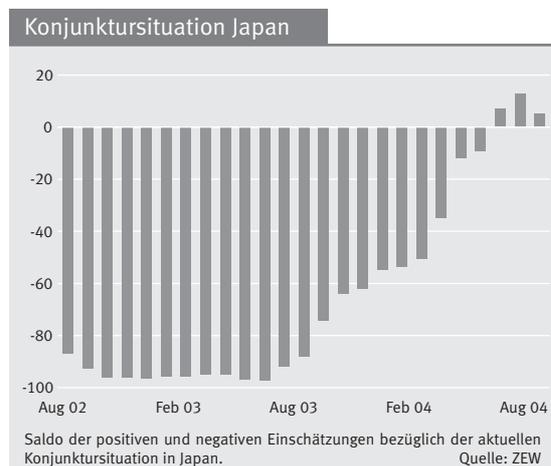
Im nächsten halben Jahr wird sich die EZB wohl nicht zu raschen Zinsschritten entschließen, auch wenn die aktuelle Inflationsrate über dem Zielwert von zwei Prozent liegt. Von den im August befragten Experten sehen 63,4 Prozent in den nächsten sechs Monaten keine Veränderung der Geldmarktzinsen (Vormonat: 62 Prozent). Sie gehen von einer unveränderten EZB-Geldpolitik aus, obwohl sie erwarten, dass die Inflationsrate auf ihrem hohen Niveau von 2,4 Prozent verharrt oder sogar weiter steigt. So ist der Anteil der Experten, die in den nächsten sechs Monaten mit einer gleich bleibenden oder höheren Inflationsrate rechnen, um 0,8 Prozentpunkte auf 41,2 Prozent bzw. um 2,2 Prozentpunkte auf 47,4 Prozent gestiegen. Da die Mehrheit der Experten mit einem rückläufigen Ölpreis rechnet, sollte dieser jedoch kaum noch preistreibend wirken. Wie schon im Juli ist die Einschätzung der Experten hinsichtlich der EZB-Politik wohl eher von der konjunkturellen Situation als durch die über dem Zielwert liegende Inflationsrate beeinflusst. *Dr. Katrin Ullrich*

## USA: Einschätzungen verschlechtern sich



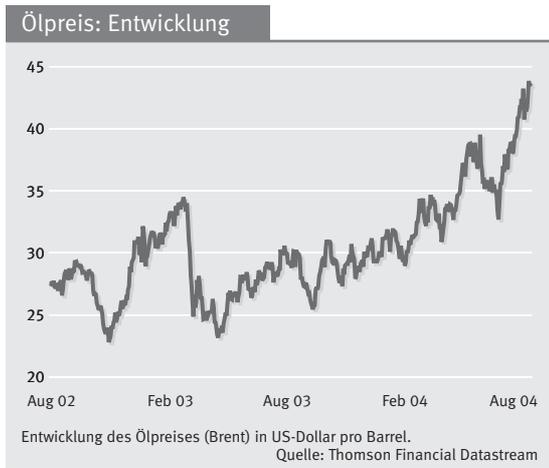
Im August korrigieren die Experten ihre Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage in den USA erheblich nach unten. Der entsprechende Index fällt auf 41,8 Punkte (Vormonat 50,8 Punkte). In dieser Reaktion spiegeln sich die schlechten Nachrichten zur US-Konjunktur wider. So blieben die Arbeitsmarktdaten hinter ihrer Prognose zurück, und die Einzelhandelszahlen verbesserten sich weniger als erwartet. Parallel dazu verlangsamte sich das Wachstum des BIP im Vergleich zum Vorquartal. Zudem lässt die Eintrübung des Verbrauchervertrauens nicht auf positive Impulse durch die heimische Nachfrage schließen. Auch das gestiegene Handelsbilanzdefizit spricht nicht dafür, dass die Außenwirtschaft positiv zur konjunkturellen Entwicklung beitragen könnte. In der Folge sinkt der Saldo der Konjunkturerwartungen für die nächsten sechs Monate auf -3,8 Punkte, das niedrigste Niveau dieses Jahres. Positiv sind dagegen die Einschätzungen für die Aktienkursentwicklungen: Gut 66 Prozent der Analysten erwarten wieder eine Aufwärtstendenz. *Sandra Schmidt*

## Japan: Abkühlungsphase



Nachdem die vergangenen Monate ganz im Zeichen von wirtschaftlicher Erholung standen, ziehen nun wieder Wolken am japanischen Konjunkturmilieu auf. Das BIP-Wachstum schwächte sich im zweiten Quartal merklich ab, was auch auf den hohen Ölpreis zurückzuführen ist. Entsprechend bewerten die befragten Finanzanalysten die derzeitige wirtschaftliche Lage mit 5,1 Punkten deutlich schlechter als im Vormonat (13,0). Sie reduzieren aber auch ihre Konjunkturerwartungen für das nächste halbe Jahr um 9,2 Punkte auf 30 Punkte. Dieser Einschätzung liegt wohl die Befürchtung zugrunde, dass eine allgemeine Abschwächung der Weltkonjunktur das stark exportabhängige Land empfindlich treffen würde. Dem Aktienmarkt wird dagegen eine positive Entwicklung bescheinigt. Die spürbare Kurskorrektur der vergangenen Wochen halten die Analysten für überzogen. Hinzu kommt, dass die geplante Banken-Großfusion von Marktbeobachtern als positives Signal für die Zukunft des Kapitalmarkt-systems wahrgenommen wird. *Matthias Meitner*

## Ölpreis: Gelassenheit herrscht vor



Die befragten Experten gehen mittelfristig von einer Korrektur der bisherigen Preisentwicklung aus: 58,9 Prozent erwarten einen sinkenden Ölpreis. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten beträgt -46,2 Punkte und verringert sich damit gegenüber dem Vormonat um 13,8 Punkte. Das bisherige Ansteigen des Rohölpreises auf mehr als 43 USD pro Barrel ist zum einen durch harte Fakten motiviert. So wird sich die weltweite Nachfrage nach Öl nicht nur durch das Wachstum Chinas ausweiten. Dagegen sind die freien Kapazitäten der Ölförderländer mittelfristig sehr begrenzt. Zum anderen spielt die Psychologie der Marktteilnehmer eine wichtige Rolle. Geopolitische Unsicherheiten schüren Ängste vor möglichen Lieferengpässen und bereiten den Boden für zahlreiche Spekulationen. Die Reaktion der befragten Experten zeigt, dass sie die derzeitigen Höchststände zumindest zum Teil als eine vorübergehende Überreaktion interpretieren, die sich innerhalb der nächsten Monate korrigieren wird.

*Sandra Schmidt*

## Sonderfrage: Arbeitszeiten in Deutschland



Im Rahmen der Osterweiterung der EU war die Befürchtung laut geworden, Arbeitsplätze könnten in größerem Umfang in die neuen EU-Mitgliedstaaten verlegt werden, in denen arbeitgeberfreundlichere Bedingungen herrschen. Als Mittel zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands wurde etwa diskutiert, die Arbeitszeiten deutlich zu erhöhen oder flexibler zu gestalten. 251 Finanzanalysten wurden im August zu diesem Thema befragt. Derzeit beträgt die tarifvertragliche Wochenarbeitszeit in der Metallbranche zumeist 35 Stunden (38 Stunden in Ostdeutschland). Längere tarifvertragliche Arbeitszeiten ohne Lohnausgleich könnten nach Ansicht der Experten ein sinnvolles Instrument sein, die Arbeitskosten hierzulande auf ein konkurrenzfähigeres Niveau zu drücken. Fast drei Viertel der Experten empfehlen eine wöchentliche tarifvertragliche Arbeitszeit von 40 Stunden. Ohnehin wird in der Metallindustrie effektiv bereits durchschnittlich 38,5 Stunden pro Woche gearbeitet. Als Folge längerer Arbeitszeiten ohne Lohnausgleich wird nach Ansicht von 86 Prozent der Experten die weitere Abwanderung von Arbeitsplätzen ins Ausland sicherlich aufgehalten werden. Auf die Frage, ob durch längere Arbeitszeiten nicht nur bestehende Arbeitsplätze gesichert, sondern auch neue Arbeitsplätze geschaffen werden können, äußern sich die Experten jedoch skeptisch. Die Mehrheit (65 Prozent) rechnet damit, dass allein durch längere Arbeitszeiten keine neuen Arbeitsplätze entstehen. Neben einer Ausweitung der Wochenarbeitszeit kann auch eine stärkere Flexibilisierung der Arbeitszeiten sinnvoll sein, um den Wirtschaftsstandort Deutschland attraktiver zu machen. Bisher erlauben die sogenannten tarifvertraglichen Öffnungsklauseln unter bestimmten betrieblichen Umständen grundsätzlich auch längere oder kürzere Arbeitszeiten als im Tarifvertrag vorgegeben. Von dieser Möglichkeit wird, gegeben die rechtlichen Möglichkeiten, reger Gebrauch gemacht. Die Mehrheit der befragten Finanzexperten (65 Prozent) ist jedoch der Ansicht, dass die tarifvertraglichen Öffnungsklauseln selbst in der Metallindustrie noch zu starr sind und die Ausnutzung der flexibleren Arbeitszeiten häufig mit unangemessen hohen Mehrkosten (etwa Überstundenzuschläge) verbunden sind.

*Volker Kleff*

## ZEW - Finanzmarkttest August 2004: Belegung der Antwortkategorien

| <b>Konjunktur (Situation)</b>   | gut        |          | normal          |         | schlecht       |          | Saldo |          |
|---------------------------------|------------|----------|-----------------|---------|----------------|----------|-------|----------|
| Euroraum                        | 1.7        | (+/-0.0) | 63.1            | (+7.0)  | 35.2           | (-7.0)   | -33.5 | (+7.0)   |
| Deutschland                     | 1.7        | (+0.7)   | 31.4            | (+2.7)  | 66.9           | (-3.4)   | -65.2 | (+4.1)   |
| USA                             | 46.0       | (-9.4)   | 49.8            | (+9.8)  | 4.2            | (-0.4)   | 41.8  | (-9.0)   |
| Japan                           | 21.2       | (-7.7)   | 62.7            | (+7.5)  | 16.1           | (+0.2)   | 5.1   | (-7.9)   |
| Großbritannien                  | 49.2       | (+3.0)   | 45.7            | (-1.9)  | 5.1            | (-1.1)   | 44.1  | (+4.1)   |
| Frankreich                      | 7.0        | (+1.9)   | 51.8            | (+3.3)  | 41.2           | (-5.2)   | -34.2 | (+7.1)   |
| Italien                         | 1.5        | (+0.1)   | 33.8            | (-0.3)  | 64.7           | (+0.2)   | -63.2 | (-0.1)   |
| <b>Konjunktur (Erwartungen)</b> | verbessern |          | nicht verändern |         | verschlechtern |          | Saldo |          |
| Euroraum                        | 57.2       | (-2.1)   | 37.6            | (+0.7)  | 5.2            | (+1.4)   | 52.0  | (-3.5)   |
| Deutschland (=ZEW Indikator)    | 53.6       | (+1.0)   | 38.1            | (-5.1)  | 8.3            | (+4.1)   | 45.3  | (-3.1)   |
| USA                             | 16.8       | (-0.1)   | 62.6            | (-2.3)  | 20.6           | (+2.4)   | -3.8  | (-2.5)   |
| Japan                           | 39.3       | (-5.3)   | 51.4            | (+1.4)  | 9.3            | (+3.9)   | 30.0  | (-9.2)   |
| Großbritannien                  | 16.2       | (+1.0)   | 70.9            | (-1.9)  | 12.9           | (+0.9)   | 3.3   | (+0.1)   |
| Frankreich                      | 49.5       | (-1.0)   | 44.3            | (-0.8)  | 6.2            | (+1.8)   | 43.3  | (-2.8)   |
| Italien                         | 48.0       | (-0.9)   | 44.3            | (-2.4)  | 7.7            | (+3.3)   | 40.3  | (-4.2)   |
| <b>Inflationsrate</b>           | erhöhen    |          | nicht verändern |         | reduzieren     |          | Saldo |          |
| Euroraum                        | 47.4       | (+2.2)   | 41.2            | (+0.8)  | 11.4           | (-3.0)   | 36.0  | (+5.2)   |
| Deutschland                     | 45.9       | (+2.2)   | 44.4            | (-0.7)  | 9.7            | (-1.5)   | 36.2  | (+3.7)   |
| USA                             | 67.4       | (+0.3)   | 27.7            | (+0.5)  | 4.9            | (-0.8)   | 62.5  | (+1.1)   |
| Japan                           | 59.5       | (-0.2)   | 40.1            | (+0.5)  | 0.4            | (-0.3)   | 59.1  | (+0.1)   |
| Großbritannien                  | 56.5       | (-0.5)   | 38.4            | (-1.3)  | 5.1            | (+1.8)   | 51.4  | (-2.3)   |
| Frankreich                      | 48.2       | (+1.8)   | 41.5            | (-1.3)  | 10.3           | (-0.5)   | 37.9  | (+2.3)   |
| Italien                         | 47.2       | (+1.3)   | 43.9            | (-1.2)  | 8.9            | (-0.1)   | 38.3  | (+1.4)   |
| <b>Kurzfristige Zinsen</b>      | erhöhen    |          | nicht verändern |         | reduzieren     |          | Saldo |          |
| Euroraum                        | 35.9       | (-0.7)   | 63.4            | (+1.4)  | 0.7            | (-0.7)   | 35.2  | (+/-0.0) |
| USA                             | 90.7       | (-0.2)   | 9.0             | (-0.1)  | 0.3            | (+0.3)   | 90.4  | (-0.5)   |
| Japan                           | 32.2       | (-5.0)   | 67.8            | (+5.0)  | 0.0            | (+/-0.0) | 32.2  | (-5.0)   |
| Großbritannien                  | 71.2       | (-0.6)   | 28.1            | (+0.6)  | 0.7            | (+0.0)   | 70.5  | (-0.6)   |
| <b>Langfristige Zinsen</b>      | erhöhen    |          | nicht verändern |         | reduzieren     |          | Saldo |          |
| Deutschland                     | 69.5       | (+0.9)   | 26.0            | (-0.9)  | 4.5            | (+/-0.0) | 65.0  | (+0.9)   |
| USA                             | 80.2       | (+1.6)   | 15.3            | (-2.6)  | 4.5            | (+1.0)   | 75.7  | (+0.6)   |
| Japan                           | 70.0       | (-1.1)   | 29.6            | (+2.2)  | 0.4            | (-1.1)   | 69.6  | (+/-0.0) |
| Großbritannien                  | 71.4       | (+3.3)   | 26.4            | (-2.6)  | 2.2            | (-0.7)   | 69.2  | (+4.0)   |
| <b>Aktienkurse</b>              | erhöhen    |          | nicht verändern |         | reduzieren     |          | Saldo |          |
| STOXX 50 (Euroraum)             | 75.3       | (+8.5)   | 18.6            | (-7.1)  | 6.1            | (-1.4)   | 69.2  | (+9.9)   |
| DAX (Deutschland)               | 75.2       | (+9.8)   | 18.3            | (-8.7)  | 6.5            | (-1.1)   | 68.7  | (+10.9)  |
| TecDax (Deutschland)            | 67.8       | (+6.6)   | 22.6            | (-5.3)  | 9.6            | (-1.3)   | 58.2  | (+7.9)   |
| Dow Jones Industrial (USA)      | 66.2       | (+9.8)   | 26.2            | (-4.7)  | 7.6            | (-5.1)   | 58.6  | (+14.9)  |
| Nikkei 225 (Japan)              | 75.8       | (+2.9)   | 20.5            | (-3.6)  | 3.7            | (+0.7)   | 72.1  | (+2.2)   |
| FT-SE-100 (Großbritannien)      | 65.9       | (+9.1)   | 27.7            | (-5.3)  | 6.4            | (-3.8)   | 59.5  | (+12.9)  |
| CAC-40 (Frankreich)             | 71.3       | (+10.4)  | 22.2            | (-10.0) | 6.5            | (-0.4)   | 64.8  | (+10.8)  |
| MIBtel (Italien)                | 69.6       | (+9.9)   | 23.0            | (-8.8)  | 7.4            | (-1.1)   | 62.2  | (+11.0)  |
| <b>Wechselkurse zum Euro</b>    | aufwerten  |          | nicht verändern |         | abwerten       |          | Saldo |          |
| Dollar                          | 23.6       | (+0.9)   | 35.6            | (-2.9)  | 40.8           | (+2.0)   | -17.2 | (-1.1)   |
| Yen                             | 23.6       | (-4.8)   | 63.3            | (+2.8)  | 13.1           | (+2.0)   | 10.5  | (-6.8)   |
| Brit. Pfund                     | 17.3       | (+0.7)   | 62.0            | (-2.2)  | 20.7           | (+1.5)   | -3.4  | (-0.8)   |
| Schw. Franken                   | 11.5       | (-3.0)   | 74.0            | (-0.8)  | 14.5           | (+3.8)   | -3.0  | (-6.8)   |
| <b>Rohstoffpreis</b>            | erhöhen    |          | nicht verändern |         | reduzieren     |          | Saldo |          |
| Öl (Nordsee Brent)              | 12.7       | (-0.6)   | 28.4            | (-12.6) | 58.9           | (+13.2)  | -46.2 | (-13.8)  |
| <b>Branchen</b>                 | verbessern |          | nicht verändern |         | verschlechtern |          | Saldo |          |
| Banken                          | 56.1       | (-4.4)   | 33.6            | (+0.3)  | 10.3           | (+4.1)   | 45.8  | (-8.5)   |
| Versicherungen                  | 61.1       | (-6.1)   | 33.2            | (+3.9)  | 5.7            | (+2.2)   | 55.4  | (-8.3)   |
| Fahrzeuge                       | 25.2       | (+5.2)   | 52.7            | (-0.6)  | 22.1           | (-4.6)   | 3.1   | (+9.8)   |
| Chemie/Pharma                   | 41.3       | (+2.3)   | 49.4            | (-6.0)  | 9.3            | (+3.7)   | 32.0  | (-1.4)   |
| Stahl/NE-Metalle                | 58.3       | (+3.7)   | 33.6            | (-4.7)  | 8.1            | (+1.0)   | 50.2  | (+2.7)   |
| Elektro                         | 51.3       | (+1.3)   | 45.2            | (+0.7)  | 3.5            | (-2.0)   | 47.8  | (+3.3)   |
| Maschinen                       | 70.3       | (-0.3)   | 24.3            | (+0.4)  | 5.4            | (-0.1)   | 64.9  | (-0.2)   |
| Konsum/Handel                   | 16.1       | (-2.0)   | 55.8            | (-3.3)  | 28.1           | (+5.3)   | -12.0 | (-7.3)   |
| Bau                             | 6.9        | (-5.0)   | 61.8            | (+2.4)  | 31.3           | (+2.6)   | -24.4 | (-7.6)   |
| Versorger                       | 49.2       | (-2.1)   | 47.3            | (+1.8)  | 3.5            | (+0.3)   | 45.7  | (-2.4)   |
| Dienstleister                   | 54.7       | (-4.4)   | 41.8            | (+4.5)  | 3.5            | (-0.1)   | 51.2  | (-4.3)   |
| Telekommunikation               | 58.3       | (+0.2)   | 36.3            | (-0.9)  | 5.4            | (+0.7)   | 52.9  | (-0.5)   |
| Inform.-Technologien            | 57.6       | (-5.8)   | 35.1            | (+2.8)  | 7.3            | (+3.0)   | 50.3  | (-8.8)   |

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 02.08.-16.08.04 beteiligten sich 291 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.