

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 16 · Juni 2008

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

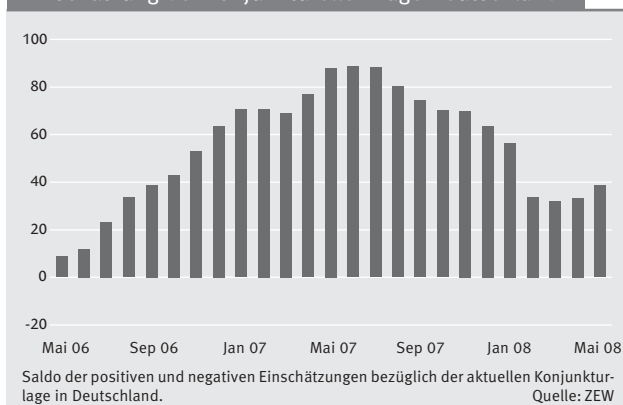
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 28.04. - 19.05.08 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 23.05.08) wiedergegeben.

## Verhaltener Ausblick

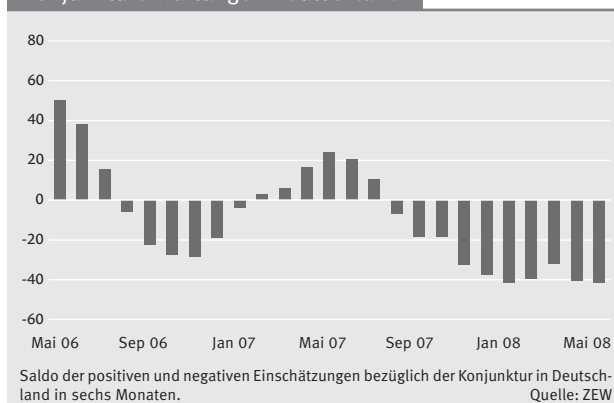
Die ZEW-Konjunkturerwartungen haben sich im Mai stabilisiert. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten ist nur geringfügig um 0,7 Punkte gesunken und liegt nun bei -41,4 Punkten nach -40,7 Punkten im April. Die Bewertung der aktuellen konjunkturellen Situation hat sich hingegen deutlich verbessert. Der entsprechende Indikator ist um 5,4 Punkte gestiegen und liegt aktuell bei 38,6 Punkten.

Die deutsche Konjunktur ist mit einem Wachstumszuwachs im ersten Quartal 2008 von 1,5 Prozent gegenüber dem Vorquartal schwungvoll und wesentlich besser ins neue Jahr gestartet als allgemein erwartet wurde. Dies haben erste Schätzungen des Statistischen Bundesamts ergeben. Ein wesentlicher Wachstumstreiber scheinen die Investitionen der Unternehmen gewesen zu sein. Dies kommt unverhofft, wurde doch angenommen, dass die Abschaffung der degressiven Abschreibung zum Januar 2008 im vierten Quartal 2007 zu Vorzieheffekten und dementsprechend zu verminderten Investitionen zu Beginn des Jahres 2008 führen würde. Derzeit hat es den Anschein, als ob die Aufträge im vergangenen Jahr nicht vollständig abgearbeitet werden konnten, so dass ein Überhang noch bis ins laufende Jahr hineinreicht. Zudem dürfte der milde Winter nicht zu der üblichen, witterungsbedingten Abkühlung im Bausektor geführt haben. Daher dürfte der Zuwachs des BIP im zweiten Quartal eine entsprechende Korrektur erfahren. Insgesamt bietet der hohe Bestand an Aufträgen der deutschen Industrie ein solides Fundament für die kommende Ent-

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



Konjunkturerwartungen Deutschland

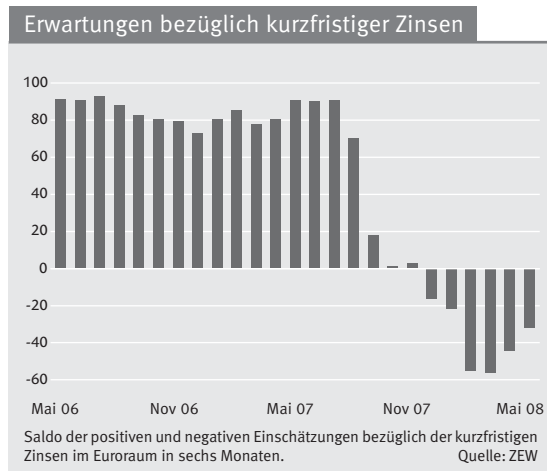


wicklung. Insbesondere der Maschinenbau sieht seine Produktion auf Sicht von sechs Monaten gesichert. Die Auftrags-eingänge in jüngster Zeit suggerieren jedoch, dass sich die Konjunkturdynamik abschwächen wird. So sind die Auftrags-eingänge im März zum vierten Mal in Folge zurückgegangen. Auch die Gewinnprognosen für die deutschen Unternehmen werden derzeit nach unten korrigiert. Neben steigenden Kosten für Energie und Löhne, ist vor allem auch der starke Euro ein erheblicher Risikofaktor. Aufgrund von Maßnahmen der Unternehmen zur Absicherung gegen Wechselkursschwankungen sollte er sich erst verzögert auf die Geschäfte der Unternehmen auswirken. Auch die Refinanzierungsbedingungen haben sich in Folge der Finanzkrise erschwert.

Den Konsumenten bereiten nach wie vor die Preissteigerungen für Energie und Nahrungsmittel Probleme. Dies hat im Einzelhandel im jüngsten Berichtsmonat März zu einem Rückgang der Umsätze geführt. Die Konsumenten griffen bei Lebensmitteln zu Produkten von geringerer Qualität und niedrigerem Preis. Positiv wirkt sich auf den Konsum die Entspannung am Arbeitsmarkt aus, die auch in den kommenden Monaten anhalten soll. Zudem sind die Löhne und Gehälter gestiegen. Der Bundesbank zufolge war deren Anstieg relativ zum Vorjahr mit 2,3 Prozent im ersten Quartal 2008 doppelt so hoch wie im Vorquartal. Die hohen Lohnsteigerungen dürften aber künftig die Chancen der Arbeitslosen, Arbeit zu finden, verschlechtern.

Sandra Schmidt

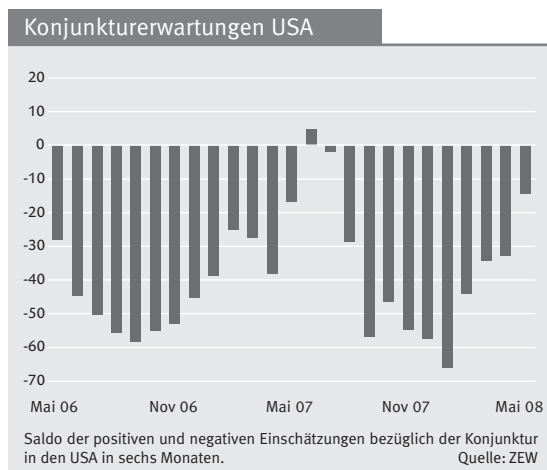
## EZB: Inflationsrisiken im Blick



Der Anteil der Finanzmarktexperten, die mit einer Zinssenkung rechnen, hat sich im Mai deutlich verringert. Der entsprechende Indikator liegt nun bei -30,6 Punkten nach -44,6 Punkten im Vormonat. Der Grund für diese Entwicklung dürften die Inflationsrisiken sein, die von der EZB betont werden. Zwar war die im April geschätzte Inflationsrate für die Eurozone von 3,3 Prozent etwas geringer als im Vormonat, sie liegt aber immer noch weit über der von der EZB definierten Schwelle von weniger als zwei Prozent. Neben den Preissteigerungen bei Nahrung und Öl sieht die EZB für die kommenden Monate vor allem auf Grund einer Zunahme der Lohnstückkosten weitere Preisrisiken. Insbesondere im Dienstleistungsbereich werden der EZB zufolge die höheren Lohnkosten nicht durch eine höhere Produktivität ausgeglichen. Sollten die beschleunigt gestiegenen Preise für Energie und Nahrung zu überhöhten Tarifaabschlüssen führen, dürfte die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung nachhaltig beeinflusst werden.

*Sandra Schmidt*

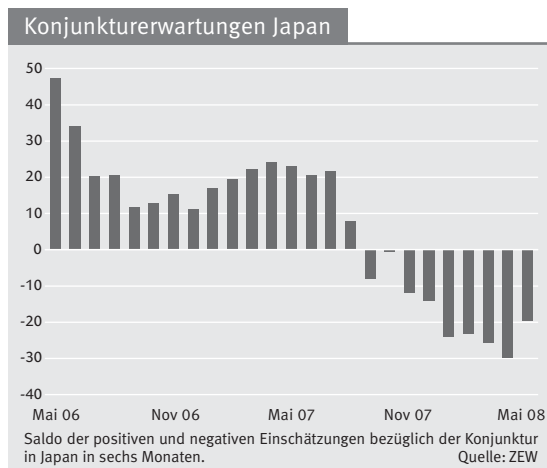
## USA: Geldpolitik und Steuerschecks beleben die Konjunktur



Die Konjunkturerwartungen der Experten für die USA haben sich im Mai spürbar erholt. Mittlerweile deuten damit wieder viele Indikatoren auf eine konjunkturelle Belebung in der größten Volkswirtschaft der Welt hin. So hat sich der Stellenabbau am Arbeitsmarkt zuletzt wieder verlangsamt. Die Arbeitslosenquote ist hierdurch im April wieder auf 5 Prozent gesunken. Einzig die Industrieproduktion ist unerwartet stark gefallen. Der Anstieg der Industrienaufträge deutet jedoch auf eine Besserung in den kommenden Monaten hin. Erfreulich ist auch, dass die Einzelhandelsumsätze (ohne Autokäufe) trotz der schwachen Lohnentwicklung zuletzt zugelegt haben. Mit einem weiteren Anstieg in den kommenden Monaten ist zu rechnen, da seit Ende April den US-Haushalten die Steuerschecks aus dem US-Konjunkturpaket zugeschickt werden. Sie sollten zusammen mit der expansiven Geldpolitik dafür sorgen, dass sich die Wirtschaft auf Sicht von sechs Monaten wieder belebt und auf ihren Potenzialwachstumspfad einschwenkt.

*Matthias Köhler*

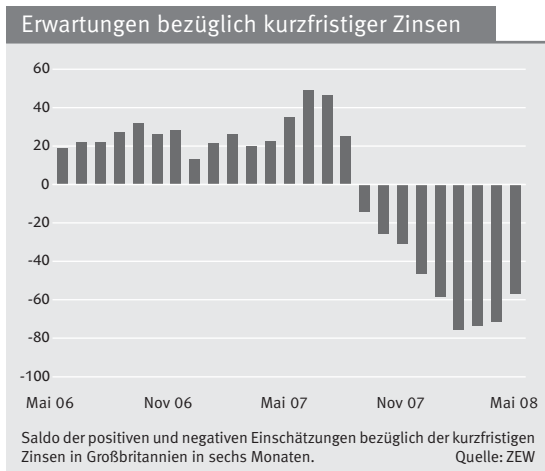
## Japan: Exporte profitieren von der Konjunkturbelebung in den USA



Auch für Japan hat sich der Konjunkturhimmel im vergangenen Monat wieder aufgeheitert. Die Erwartungen sind nach zuletzt zwei Rückgängen in Folge im Mai deutlich gestiegen. Die Einschätzung der Konjunkturlage hat sich ebenfalls verbessert. Trotzdem liegen beide Indikatoren weiterhin im negativen Bereich. Damit sollte das Wirtschaftswachstum in Japan auch in diesem Jahr unter seiner Potenzialrate liegen. Derzeit leidet die Wirtschaft vor allem unter der Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar und der Finanzkrise in den USA. Beides sollte sich vor allem auf das Wachstum exportabhängiger Unternehmen auswirken. Der Autoriese Toyota hat seine Erwartungen für das Betriebsergebnis in diesem Jahr bereits deutlich um 30 Prozent nach unten korrigiert. Er ist besonders stark von der schwächeren US-Konjunktur betroffen, da er rund die Hälfte seiner Erträge in den USA erwirtschaftet. Auf Sicht von sechs Monaten sollte die erwartete Konjunkturbelebung in den USA aber für eine leichte Entspannung sorgen.

*Matthias Köhler*

## Großbritannien: Inflationsbericht dämpft Hoffnungen auf Zinssenkungen



Nach wie vor geht eine Mehrheit der Experten davon aus, dass die Bank of England die schwache Konjunktur mit Zinssenkungen stützen wird. Es wird jedoch deutlich, dass diese Erwartung nach der Veröffentlichung des Inflationsberichts der britischen Notenbank im Mai einen Dämpfer erhalten hat. Der Bericht beziffert die Teuerungsrate mit 3,0 Prozent und prognostiziert einen weiteren Anstieg, verursacht durch die Verteuerung von Energie und Importwaren. Auch die Experten halten wie schon im Vormonat einen Anstieg der Inflationsrate für wahrscheinlich. Diese Entwicklung trifft auf eine ungünstige konjunkturelle Lage, die sich entsprechend den pessimistischen Erwartungen der Vormonate weiter eingetrübt hat. Zwar zeichnet der Saldo für die Konjunkturerwartungen mit minus 46,8 (plus 6,2 gegenüber dem Vormonat) ein nicht mehr ganz so düsteres Bild wie in den vergangenen fünf Monaten, allerdings reduziert die gestiegene Inflation den Spielraum der Bank of England, durch weitere Zinssenkungen die Konjunktur wieder zu beleben.

*Christian Dick*

## Sonderfrage: Entwicklung des Zertifikatemarkts in Deutschland



Die aktuelle Sonderfrage befasst sich mit der Entwicklung des deutschen Zertifikatemarkts. Dieser Markt ist in den letzten Jahren stark gewachsen. Aktuell hat er ein Volumen von 130 Milliarden Euro. Durch die aktuelle Finanzkrise könnte der Zertifikatemarkt einen schweren Rückschlag erleiden. Auch wenn die beinahe Zahlungsunfähigkeit des kleinen US-amerikanischen Zertifikateemittenten Bear Stearns zu keiner nachhaltigen Störung des Marktes geführt hat, würde der Ausfall eines bedeutenden Emittenten nach Meinung der Finanzmarktexperten zu einer massenweisen Rückgabe von Zertifikaten führen. Konkret gehen rund 71 Prozent der vom ZEW befragten Analysten davon aus, dass es in Deutschland zu einer massenweisen Rückgabe von Zertifikaten (zum sog. „Zertifikate-Run“) kommt, wenn ein deutscher oder ein großer ausländischer Emittent ausfällt.

Auch ohne den Ausfall eines bedeutenden Emittenten geht die Mehrheit der Experten kurzfristig von einem negativen Einfluss der Finanzkrise auf das gesamte ausstehende Volumen des Zertifikatemarktes aus. Dass der Zertifikatemarkt von der Finanzkrise profitieren könnte, glaubt kaum einer der Experten. Lediglich ein Prozent der Finanzmarktexperten erwartet einen positiven Effekt. Der Rest von 43 Prozent sagt einen neutralen Einfluss der Finanzkrise auf den Zertifikatemarkt voraus.

Aufgrund dieser Ergebnisse dürfte sich die Hoffnung vieler Banken zerschlagen, mit neuen Zertifikaten, die genau auf die aktuelle Finanzkrise zugeschnitten sind, bei den Privatanlegern zu punkten. Zudem müssen Banken kurzfristig mit verstärkter Rückgabe von bereits ausgegeben Zertifikaten rechnen.

Bei einem Zeithorizont von drei bis fünf Jahren und ohne einen schweren Rückschlag auf dem Zertifikatemarkt gehen die Experten dagegen von keiner Änderung des gesamten ausstehenden Volumens aus. Dies bedeutet allerdings nicht, dass Teilsegmente des Zertifikatemarktes nicht auch wachsen oder schrumpfen können. So erwarten die Finanzmarktexperten, dass das ausstehende Volumen von Bonus-, Discount- Index-, Outperformance-, und Garantiezertifikaten sowie von Themen-/Strategie- und Basketzertifikaten leicht zunehmen wird. Bei klassischen Optionsscheinen, Knock-Outs und Expresszertifikaten gehen die Experten hingegen von einem leichten Rückgang aus.

*Waldemar Rotfuß*

<b>ZEW - Finanzmarkttest Mai 2008: Belegung der Antwortkategorien</b>					
<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>	<b>normal</b>	<b>schlecht</b>	<b>Saldo</b>	
Euroraum	16.8 (-2.6)	77.8 (+1.1)	5.4 (+1.5)	11.4	(-4.1)
Deutschland	41.0 (+4.5)	56.6 (-3.6)	2.4 (-0.9)	38.6	(+5.4)
USA	0.0 (-1.1)	25.8 (+8.4)	74.2 (-7.3)	-74.2	(+6.2)
Japan	3.3 (+2.6)	72.2 (+4.5)	24.5 (-7.1)	-21.2	(+9.7)
Großbritannien	4.7 (-1.7)	63.2 (-4.6)	32.1 (+6.3)	-27.4	(-8.0)
Frankreich	10.4 (+0.2)	77.1 (-4.5)	12.5 (+4.3)	-2.1	(-4.1)
Italien	2.8 (-0.8)	46.8 (-8.6)	50.4 (+9.4)	-47.6	(-10.2)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>verschlechtern</b>	<b>Saldo</b>	
Euroraum	8.1 (+2.2)	40.2 (-3.2)	51.7 (+1.0)	-43.6	(+1.2)
Deutschland (=ZEW Indikator)	7.1 (+0.8)	44.4 (-2.3)	48.5 (+1.5)	-41.4	(-0.7)
USA	23.3 (+6.3)	39.2 (+6.0)	37.5 (-12.3)	-14.2	(+18.6)
Japan	12.5 (+4.3)	55.4 (+1.6)	32.1 (-5.9)	-19.6	(+10.2)
Großbritannien	5.5 (+2.3)	42.2 (+1.6)	52.3 (-3.9)	-46.8	(+6.2)
Frankreich	5.4 (-0.6)	42.1 (-1.0)	52.5 (+1.6)	-47.1	(-2.2)
Italien	5.8 (-0.4)	46.2 (+2.9)	48.0 (-2.5)	-42.2	(+2.1)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>	
Euroraum	33.8 (+1.5)	35.8 (-2.2)	30.4 (+0.7)	3.4	(+0.8)
Deutschland	34.4 (+1.7)	34.5 (-2.1)	31.1 (+0.4)	3.3	(+1.3)
USA	44.6 (+1.3)	28.6 (-4.1)	26.8 (+2.8)	17.8	(-1.5)
Japan	35.4 (+1.7)	53.8 (-2.1)	10.8 (+0.4)	24.6	(+1.3)
Großbritannien	34.8 (+0.9)	44.7 (-3.1)	20.5 (+2.2)	14.3	(-1.3)
Frankreich	31.8 (-0.6)	40.4 (-1.2)	27.8 (+1.8)	4.0	(-2.4)
Italien	32.9 (+0.2)	40.2 (-0.8)	26.9 (+0.6)	6.0	(-0.4)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>	
Euroraum	8.9 (+3.0)	50.3 (+6.7)	40.8 (-9.7)	-31.9	(+12.7)
USA	5.9 (+2.9)	49.1 (+28.6)	45.0 (-31.5)	-39.1	(+34.4)
Japan	9.1 (+4.7)	82.3 (-2.8)	8.6 (-1.9)	0.5	(+6.6)
Großbritannien	4.0 (+0.4)	35.2 (+13.6)	60.8 (-14.0)	-56.8	(+14.4)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>	
Deutschland	40.8 (+1.9)	45.1 (-1.7)	14.1 (-0.2)	26.7	(+2.1)
USA	37.4 (+4.6)	50.2 (+2.7)	12.4 (-7.3)	25.0	(+11.9)
Japan	32.5 (+2.8)	62.6 (-1.1)	4.9 (-1.7)	27.6	(+4.5)
Großbritannien	30.9 (+6.2)	49.6 (-3.5)	19.5 (-2.7)	11.4	(+8.9)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	52.6 (+0.4)	27.6 (+2.7)	19.8 (-3.1)	32.8	(+3.5)
DAX (Deutschland)	54.2 (-0.1)	27.1 (+3.6)	18.7 (-3.5)	35.5	(+3.4)
TecDax (Deutschland)	49.8 (+1.2)	29.4 (+1.9)	20.8 (-3.1)	29.0	(+4.3)
Dow Jones Industrial (USA)	46.8 (+3.9)	27.3 (+2.2)	25.9 (-6.1)	20.9	(+10.0)
Nikkei 225 (Japan)	45.2 (+4.1)	34.6 (+3.5)	20.2 (-7.6)	25.0	(+11.7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	39.9 (+1.0)	35.6 (+3.0)	24.5 (-4.0)	15.4	(+5.0)
CAC-40 (Frankreich)	50.0 (+3.2)	29.3 (+1.8)	20.7 (-5.0)	29.3	(+8.2)
MIBtel (Italien)	42.7 (+0.1)	32.0 (+3.5)	25.3 (-3.6)	17.4	(+3.7)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>abwerten</b>	<b>Saldo</b>	
Dollar	55.2 (+5.4)	24.3 (-1.8)	20.5 (-3.6)	34.7	(+9.0)
Yen	31.1 (+0.7)	52.7 (-2.1)	16.2 (+1.4)	14.9	(-0.7)
Brit. Pfund	20.2 (+5.0)	47.7 (-3.2)	32.1 (-1.8)	-11.9	(+6.8)
Schw. Franken	25.1 (+3.0)	63.2 (+2.3)	11.7 (-5.3)	13.4	(+8.3)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	22.9 (+6.1)	20.1 (-7.5)	57.0 (+1.4)	-34.1	(+4.7)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>verschlechtern</b>	<b>Saldo</b>	
Banken	15.7 (+6.1)	22.6 (+5.1)	61.7 (-11.2)	-46.0	(+17.3)
Versicherungen	15.1 (+3.6)	34.9 (-2.3)	50.0 (-1.3)	-34.9	(+4.9)
Fahrzeuge	12.4 (+3.7)	45.0 (-4.4)	42.6 (+0.7)	-30.2	(+3.0)
Chemie/Pharma	20.8 (-2.1)	62.7 (+/-0.0)	16.5 (+2.1)	4.3	(-4.2)
Stahl/NE-Metalle	29.4 (+3.3)	49.0 (+3.0)	21.6 (-6.3)	7.8	(+9.6)
Elektro	19.8 (+2.6)	64.5 (-2.0)	15.7 (-0.6)	4.1	(+3.2)
Maschinen	31.1 (+0.4)	50.6 (+0.4)	18.3 (-0.8)	12.8	(+1.2)
Konsum/Handel	17.9 (+0.9)	48.4 (-2.9)	33.7 (+2.0)	-15.8	(-1.1)
Bau	15.1 (+4.1)	51.0 (-2.0)	33.9 (-2.1)	-18.8	(+6.2)
Versorger	24.3 (+4.2)	59.6 (-2.1)	16.1 (-2.1)	8.2	(+6.3)
Dienstleister	22.0 (-3.6)	68.2 (+6.4)	9.8 (-2.8)	12.2	(-0.8)
Telekommunikation	11.4 (+0.3)	62.5 (-0.1)	26.1 (-0.2)	-14.7	(+0.5)
Inform.-Technologien	23.3 (-2.6)	61.8 (+0.4)	14.9 (+2.2)	8.4	(-4.8)

Bemerkung: An der May-Umfrage des Finanzmarkttests vom 28.4.-19.5. beteiligten sich 300 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.

# ZEW

Zentrum für Europäische  
Wirtschaftsforschung GmbH

IMPRESSUM

ZEW Finanzmarktreport, ISSN 0941-3200, erscheint monatlich.

Herausgeber: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim,  
L 7, 1 · 68161 Mannheim · Postanschrift: Postfach 10 34 43 · 68034 Mannheim · Internet: www.zew.de

Redaktion: Forschungsbereich Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement  
Dipl.-Volkswirt Matthias Köhler, Telefon 0621/1235-148, Telefax -223, E-Mail koehler@zew.de  
Dipl.-Volkswirtin Sandra Schmidt, Telefon 0621/1235-218, Telefax -223, E-Mail s.schmidt@zew.de

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2008

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars