

# F. ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

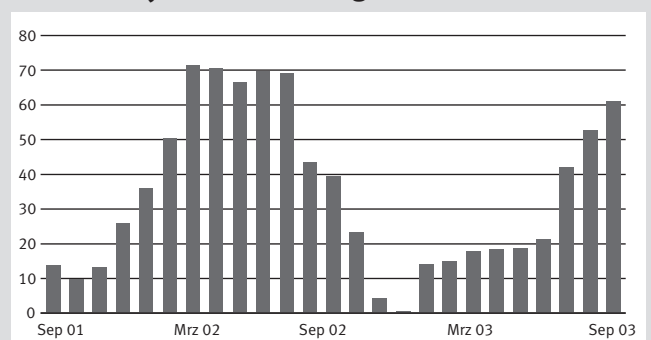
Jahrgang 12 · Nr. 10 · Oktober 2003

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 1.9.03 – 15.9.03 (Redaktionsschluss 19.9.03) 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.

## Euroland: Konjunkturwende bestätigt?

Die Experten werden immer zuversichtlicher, dass sich die Konjunktur im Euroland, aber auch in Deutschland, in den nächsten sechs Monaten beleben wird. Die konjunkturelle Trendwende zu Beginn des neuen Jahres wird somit immer wahrscheinlicher. Der Saldo der Optimisten und Pessimisten bezüglich der Konjunkturerwartungen für Deutschland auf Sicht der nächsten sechs Monate steigt im September weiter von 52,5 auf 60,9 Punkte, für Euroland von 58,1 auf 69,6 Punkte. In den vergangenen Monaten hat zu dem Optimismus der Experten vor allem die Entwicklung der Aktienkurse beigetragen. Inzwischen scheinen aber auch erste „harte“ Fakten auf eine konjunkturelle Belebung in Deutschland hinzudeuten. Die jüngst veröffentlichten Zahlen zur Industrieproduktion beispielsweise, die im Juli um 2,4 Prozentpunkte gegenüber dem Vormonat gestiegen sind, könnten der Verbote einer konjunkturellen Erholung sein. Ermutigend ist ebenfalls, dass die inländischen Auftragseingänge im Juli weiter zulegten, obwohl die Auftragseingänge insgesamt bereits im Vormonat deutlich gestiegen waren. Es ist aber wohl vor allem der Anstieg des deutschen Exportüberschusses im Juli, der den Optimismus beflügelt. Der florierende Export könnte die Folge der weltweiten Konjunkturbelebung sein, die von den USA ausgeht. Bemerkenswert ist der Anstieg des Exportüberschusses besonders vor dem Hintergrund eines nach

### Konjunkturerwartungen Deutschland



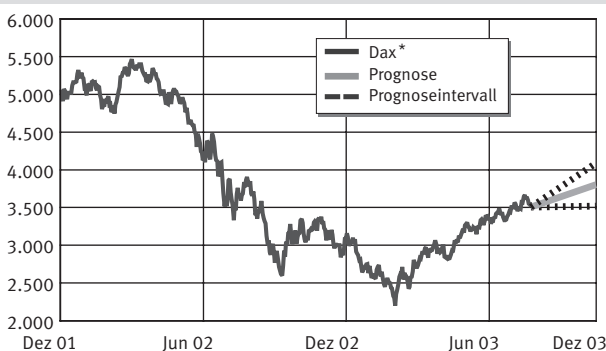
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Deutschland in sechs Monaten.  
Quelle: ZEW

wie vor recht starken Euros, der nach Ansicht der Experten wohl auch weiterhin stark bleiben wird. Die positive Entwicklung der genannten Faktoren stützt die weiterhin optimistischen Konjunkturerwartungen der befragten Experten.

Gegenüber dem Aktienmarkt werden die befragten Finanzmarktanalysten in diesem Monat trotz des Konjunkturoptimismus etwas skeptischer. Der Konjunkturaufschwung ist ihrer Einschätzung nach wohl schon zum größten Teil in den Kursen eingepreist. Jetzt hängt der weitere Verlauf der Aktienkurse wieder stärker von anderen Faktoren wie etwa dem Zeitpunkt der Zinswende im Euroland oder den Fortschritten bei der deutschen Reformdiskussion ab. Dennoch kann der Dax nach Ansicht der Experten in diesem Jahr noch durchaus auf 3.800 Punkte steigen. Für den Eurostoxx-50 haben die Experten ein Ziel von 2.800 Punkten bis zum Jahresende vor Augen. Besonders die zyklischen Branchen, wie etwa der Maschinen- und Fahrzeugbau sollten nach Ansicht der Analysten zu den Gewinnern der anziehenden Konjunktur zählen. Profitieren dürfte die Fahrzeugbranche zudem von der Internationalen Automobil-Ausstellung (IAA) in Frankfurt. Vorsicht gilt allerdings für die Aktienanleger. In den Aktienkursen von Unternehmen dieser Branchen dürften die besseren Ertragsaussichten bereits zu einem großen Teil eskomptiert sein. ◀

Volker Kleff

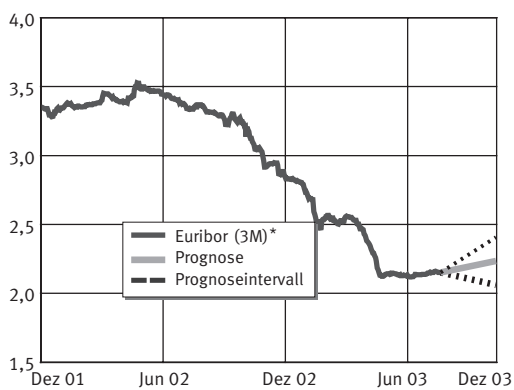
### Dax: Entwicklung und Prognose



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

## ECB-Watch: Trichet startet mit ruhiger Hand

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



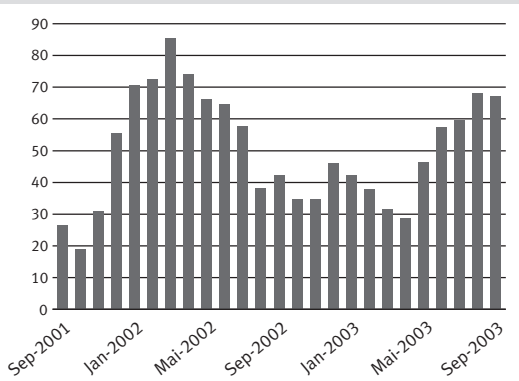
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Jean-Claude Trichet wird nach seiner voraussichtlichen Amtsübernahme als EZB-Präsident am 1. November eine ruhige Hand beweisen und mit seinen Kollegen im EZB-Rat die Leitzinsen zumindest bis zum Jahresende unverändert lassen. 74,2 Prozent (August: 61,4) der Befragten sind dieser Meinung. Auf eine Zinsanhebung setzen nun 17,0 Prozent (Vormonat: 13,9) und auf eine Zinssenkung nur noch 8,8 Prozent (24,7). Damit überwiegt jetzt zum ersten Mal seit August letzten Jahres wieder die Zahl derer, die eher eine Zinserhöhung als eine Zinssenkung

erwarten. Dies belegt: Die gegenwärtige Phase der geldpolitischen Neutralität scheint den Wendepunkt im Zinszyklus zu markieren. Die aber zunächst zu erwartende Passivität der EZB steht in logischer Übereinstimmung mit dem geldpolitischen Umfeld. Die Euro-Inflation liegt mit derzeit 2,1 Prozent (August) praktisch genau da, wo sie nach Auffassung der EZB hingehört. Zwar ist in den kommenden Monaten mit einer leichten Abwärtsbewegung zu rechnen, die Sicherheitsmarge zum Deflationsgebiet ist aber ausreichend. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## USA: Schlechteres Konsumklima gefährdet Aufschwung

### Konjunkturerwartungen USA



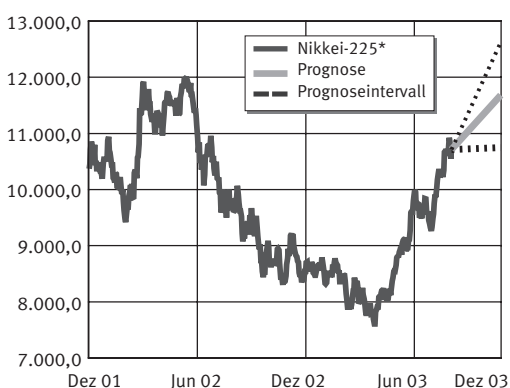
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in den USA in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Die amerikanische Wirtschaft präsentiert sich zwei Jahre nach den Anschlägen in New York wieder in guter Verfassung. Das Bruttoinlandsprodukt stieg im zweiten Quartal 2003 deutlich und von Beobachtern wird auch im dritten Quartal ein kräftiges Wirtschaftswachstum erwartet. Dennoch nehmen die Arbeitslosenzahlen weiter zu, während das Konsumentenvertrauen sinkt. Beide Entwicklungen könnten mittelfristig Gefahren für die US-Konjunktur bedeuten, da die Konsumgüternachfrage eine der wichtigsten Stützen des Wirtschaftsaufschwungs in den

USA darstellt. Infolgedessen verschlechterten sich die Erwartungen der befragten Finanzmarktexperten für die amerikanische Wirtschaft im September leicht. Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturerwartung nahm um 0,9 Punkte ab und liegt nun bei 67,2 Punkten. Trotz dieser Korrektur bleiben aber die Analysten insgesamt weiterhin optimistisch. Im neuen Jahr könnten weitere Steuererleichterungen helfen, das verlorengegangene Vertrauen der Konsumenten wieder zurück zu gewinnen. ◀ *David Lahl*

## Japan: Aufwärtstrend setzt sich fort

### Aktienmarkt: Entwicklung und Prognose



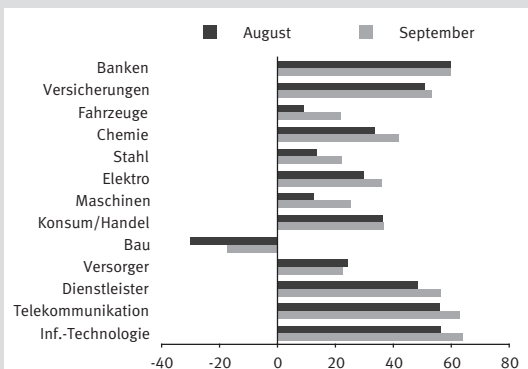
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Japan, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, sorgt derzeit für positive Überraschungen. Mittlerweile gilt die japanische Wirtschaft als die wachstumsstärkste unter den Industrienationen. Nach revidierten Zahlen betrug der reale Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal drei Prozent im Jahresvergleich. Die befragten Finanzanalysten beurteilen die Konjunkturaussichten auch für die nächsten sechs Monate sehr optimistisch. Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Entwicklung des Wirtschaftswach-

tums stieg um 20,1 Prozent auf 69 Prozentpunkte. Offenbar zahlt sich die lange Zeit der Einsparungen und der Rationalisierung für die Industrieunternehmen nun aus, die nach langer Rezessionsphase wieder ordentliche Gewinne erzielen. An der Börse steigen die Aktienkurse seit dem Tiefpunkt im April stetig. Inzwischen hat der Nikkei-Index die 10.000-Punkte-Marke überwunden. Nach Ansicht der Finanzmarktexperten sollte das japanische Aktienbarometer bis Ende des Jahres auch die 11.000-Punkte-Marke erreichen können. ◀ *David Lahl*

## Branchen: Bessere Aussichten für die konjunkturabhängigen Unternehmen

### Deutschland: Brancheneinschätzungen



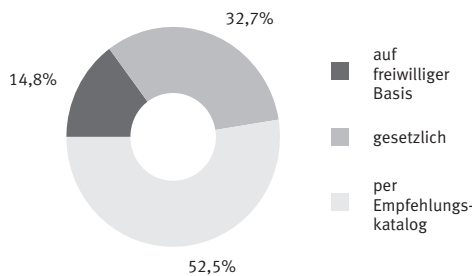
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Ertragslage der jeweiligen Branche in sechs Monaten.  
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Vor allem die Ertragslage in den konjunkturabhängigen Branchen wird im September wieder positiver beurteilt. So haben sich die Erwartungen der Finanzmarktexperten für die Sektoren Chemie, Fahrzeugbau, Bauwirtschaft und Maschinenbau deutlich verbessert. Für den Automobilssektor stieg der Optimismus besonders stark. Der Saldo aus Optimisten und Pessimisten bezüglich der Entwicklung der Ertragslage in der Automobilindustrie hat sich im September um 12,7 Punkte auf 21,7 Punkte erhöht. Offensichtlich werten die

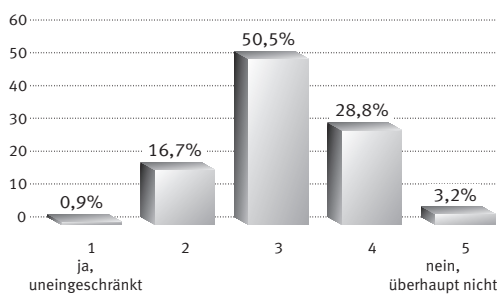
Analysten die internationale Automobilmesse in Frankfurt als Erfolg und rechnen mit erhöhten Absatzzahlen der neuen Fahrzeugmodelle. Auch die Aussichten für die exportabhängige Industrie werden besser beurteilt. Für den Maschinenbausektor stieg der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen um 12,8 Prozentpunkte an und steht nun bei 25,5 Punkten. Darin drückt sich unter anderem die Hoffnung aus, dass die Hersteller von Maschinen von einer internationalen Konjunkturbelebung profitieren. ◀ *David Lahl*

## Sonderfrage: Corporate Governance Kodex verbesserungswürdig

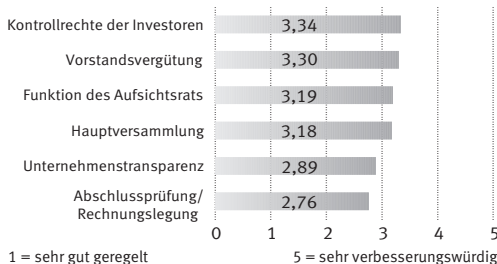
### Auf welcher Basis sollte die Corporate Governance (CG) geregelt werden?



### Hat die Einführung des CG-Kodex zu einer Verbesserung der CG in Deutschland geführt?



### Wie gut sind die folgenden Aspekte im CG-Kodex geregelt?



Gesamtzahl der Antworten: 226  
Quelle: ZEW

Ziel des im Jahr 2002 eingeführten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) ist es, Richtlinien für eine investorenorientierte Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen festzulegen und damit das Anlegervertrauen zu stärken. Die mit der Erstellung des DCGK beauftragte Regierungskommission besteht allerdings zu einem Großteil aus Vertretern der Unternehmen. Kapitalmarktteilnehmer, deren Interessen der Kodex wahren soll, sind dagegen kaum am Entscheidungsprozess beteiligt. Knapp ein Jahr nach der offiziellen Einführung des DCGK wurden deshalb 226 Finanzanalysten und institutionelle Investoren in der Sonderfrage gebeten, eine Zwischenbilanz zu ziehen.

Positiv wird der gewählte Verbindlichkeitsgrad des Kodex beurteilt. Mehr als die Hälfte der Befragten hält das Vorgehen für sinnvoll, die Corporate Governance auf Basis eines Empfehlungskatalogs zu regeln. Knapp ein Drittel spricht sich für eine gesetzliche Verankerung der Regelungen aus und nur 15 Prozent befürworten, den Unternehmen die Ausgestaltung frei zu überlassen. Die Frage, ob die Einführung des DCGK zu einer Verbesserung der Corporate Governance in Deutschland geführt hat, zeigt demgegen-

über ein ernüchterndes Bild. Auf einer Notenskala von 1 bis 5 vergaben die Finanzexperten im Durchschnitt eine 3,17. Dies zeigt zum einen, dass der Kodex seinen Zweck nur ansatzweise erfüllen kann. Zum anderen lässt diese Einschätzung vermuten, dass die Analysten und Investoren bei deutschen Unternehmen noch vielfach Defizite bei der Corporate Governance-Ausgestaltung erkennen.

Ursächlich dafür ist die nach Ansicht der Befragten schlechte Regelungsqualität zahlreicher Einzelaspekte. Insbesondere die Bereiche „Kontrollrechte der Investoren“ und „Vorstandsvergütung“ werden derzeit nur ungenügend berücksichtigt. Letzteres zeigt, dass die Nachbesserungen der Regierungskommission im Frühjahr 2003 nicht weit genug gegangen sind. Aber auch die Bereiche „Aufsichtsrat“ und „Hauptversammlung“ müssen im DCGK kapitalmarktorientierter dargestellt werden, so die befragten Analysten. Einigermäßen zufrieden zeigten sich die Kapitalmarktpromis nur mit den Aspekten „Unternehmenstransparenz“ und „Abschlussprüfung/Rechnungslegung“. Auffallend ist dennoch, dass keiner der Teilregelungsbereiche eine gute oder gar sehr gute Beurteilung erhielt. ◀ *Matthias Meitner*

**ZEW - Finanzmarkttest September 2003: Belegung der Antwortkategorien**

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>	<b>normal</b>	<b>schlecht</b>	<b>Saldo</b>
Euroraum	0.3 (+/-0.0)	18.2 (-1.0)	81.5 (+1.0)	-81.2 (-1.0)
Deutschland	0.0 (-0.3)	8.3 (+1.5)	91.7 (-1.2)	-91.7 (+0.9)
USA	4.7 (+2.4)	58.3 (+8.8)	37.0 (-11.2)	-32.3 (+13.6)
Japan	1.4 (+1.4)	22.9 (+11.2)	75.7 (-12.6)	-74.3 (+14.0)
Großbritannien	1.4 (-0.3)	64.0 (+3.9)	34.6 (-3.6)	-33.2 (+3.3)
Frankreich	0.0 (-0.4)	14.3 (-2.6)	85.7 (+3.0)	-85.7 (-3.4)
Italien	0.3 (-0.4)	13.0 (-1.3)	86.7 (+1.7)	-86.4 (-2.1)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>verschlechtern</b>	<b>Saldo</b>
Euroraum	72.2 (+11.5)	25.2 (-11.5)	2.6 (+/-0.0)	69.6 (+11.5)
Deutschland (=ZEW Indikator)	64.2 (+8.1)	32.5 (-7.8)	3.3 (-0.3)	60.9 (+8.4)
USA	71.5 (+0.8)	24.2 (-2.5)	4.3 (+1.7)	67.2 (-0.9)
Japan	70.0 (+19.1)	29.0 (-18.1)	1.0 (-1.0)	69.0 (+20.1)
Großbritannien	45.0 (+6.1)	49.8 (-3.8)	5.2 (-2.3)	39.8 (+8.4)
Frankreich	64.9 (+7.7)	31.7 (-9.4)	3.4 (+1.7)	61.5 (+6.0)
Italien	64.4 (+11.3)	31.1 (-13.7)	4.5 (+2.4)	59.9 (+8.9)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>
Euroraum	21.9 (+11.2)	58.4 (-6.1)	19.7 (-5.1)	2.2 (+16.3)
Deutschland	23.6 (+11.2)	58.4 (-5.2)	18.0 (-6.0)	5.6 (+17.2)
USA	36.0 (+12.4)	54.3 (-8.7)	9.7 (-3.7)	26.3 (+16.1)
Japan	35.6 (+17.5)	62.0 (-17.5)	2.4 (+/-0.0)	33.2 (+17.5)
Großbritannien	22.8 (+10.4)	65.3 (-7.9)	11.9 (-2.5)	10.9 (+12.9)
Frankreich	22.9 (+11.5)	59.6 (-8.0)	17.5 (-3.5)	5.4 (+15.0)
Italien	23.5 (+11.2)	58.6 (-8.5)	17.9 (-2.7)	5.6 (+13.9)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>
Euroraum	17.0 (+3.1)	74.2 (+12.8)	8.8 (-15.9)	8.2 (+19.0)
USA	26.5 (+8.8)	70.9 (-4.9)	2.6 (-3.9)	23.9 (+12.7)
Japan	20.1 (+9.1)	78.5 (-10.2)	1.4 (+1.1)	18.7 (+8.0)
Großbritannien	19.7 (+8.3)	74.0 (+2.6)	6.3 (-10.9)	13.4 (+19.2)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>
Deutschland	57.8 (+3.9)	33.0 (-3.4)	9.2 (-0.5)	48.6 (+4.4)
USA	63.3 (+3.5)	29.4 (-1.6)	7.3 (-1.9)	56.0 (+5.4)
Japan	45.8 (+8.4)	49.3 (-9.9)	4.9 (+1.5)	40.9 (+6.9)
Großbritannien	53.8 (+11.6)	40.2 (-8.3)	6.0 (-3.3)	47.8 (+14.9)
Frankreich	57.8 (+6.6)	34.6 (-6.2)	7.6 (-0.4)	50.2 (+7.0)
Italien	56.1 (+4.7)	36.3 (-4.3)	7.6 (-0.4)	48.5 (+5.1)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>
STOXX 50 (Euroraum)	68.3 (-1.2)	21.7 (+0.9)	10.0 (+0.3)	58.3 (-1.5)
DAX (Deutschland)	66.5 (-0.1)	22.8 (-0.6)	10.7 (+0.7)	55.8 (+0.8)
TecDax (Deutschland)	64.2 (+0.9)	23.3 (-2.6)	12.5 (+1.7)	51.7 (-0.8)
Dow Jones Industrial (USA)	64.0 (-0.1)	24.2 (+0.4)	11.8 (-0.3)	52.2 (+0.2)
Nikkei 225 (Japan)	74.0 (+13.3)	17.7 (-16.0)	8.3 (+2.7)	65.7 (+10.6)
FT-SE-100 (Großbritannien)	60.3 (+1.9)	29.4 (-2.0)	10.3 (+0.1)	50.0 (+1.8)
CAC-40 (Frankreich)	64.4 (+0.8)	25.2 (-1.2)	10.4 (+0.4)	54.0 (+0.4)
MIStel (Italien)	65.4 (+3.2)	24.5 (-2.5)	10.1 (-0.7)	55.3 (+3.9)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>abwerten</b>	<b>Saldo</b>
Dollar	26.8 (+4.0)	34.1 (-5.5)	39.1 (+1.5)	-12.3 (+2.5)
Yen	24.5 (+11.2)	47.0 (-4.2)	28.5 (-7.0)	-4.0 (+18.2)
Brit. Pfund	10.1 (+3.8)	50.9 (+2.8)	39.0 (-6.6)	-28.9 (+10.4)
Schw. Franken	8.3 (+0.3)	69.5 (-0.8)	22.2 (+0.5)	-13.9 (-0.2)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>reduzieren</b>	<b>Saldo</b>
Öl (Nordsee Brent)	6.9 (+2.1)	46.7 (-3.8)	46.4 (+1.7)	-39.5 (+0.4)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>	<b>nicht verändern</b>	<b>verschlechtern</b>	<b>Saldo</b>
Banken	66.7 (+0.8)	26.4 (-1.6)	6.9 (+0.8)	59.8 (+/-0.0)
Versicherungen	59.2 (+1.1)	35.0 (+0.3)	5.8 (-1.4)	53.4 (+2.5)
Fahrzeuge	37.3 (+13.1)	47.1 (-13.5)	15.6 (+0.4)	21.7 (+12.7)
Chemie/Pharma	48.3 (+8.2)	45.4 (-8.0)	6.3 (-0.2)	42.0 (+8.4)
Stahl/NE-Metalle	33.2 (+5.9)	56.0 (-3.0)	10.8 (-2.9)	22.4 (+8.8)
Elektro	42.7 (+6.0)	50.6 (-5.8)	6.7 (-0.2)	36.0 (+6.2)
Maschinen	38.4 (+10.8)	48.7 (-8.8)	12.9 (-2.0)	25.5 (+12.8)
Konsum/Handel	47.3 (+0.4)	42.2 (-0.5)	10.5 (+0.1)	36.8 (+0.3)
Bau	10.6 (+2.6)	61.2 (+7.4)	28.2 (-10.0)	-17.6 (+12.6)
Versorger	28.5 (-0.4)	65.6 (-0.8)	5.9 (+1.2)	22.6 (-1.6)
Dienstleister	60.0 (+8.5)	36.3 (-9.3)	3.7 (+0.8)	56.3 (+7.7)
Telekommunikation	67.1 (+7.8)	28.9 (-8.6)	4.0 (+0.8)	63.1 (+7.0)
Inform.-Technologien	69.5 (+9.1)	25.0 (-10.6)	5.5 (+1.5)	64.0 (+7.6)

Bemerkung: An der September-Umfrage des Finanzmarkttests vom 01.09.-15.09.03 beteiligten sich 307 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, Finanzmanagement und Makroökonomik

Dipl.-Volkswirt Volker Kleff, Telefon 0621/1235-141, Telefax -223, E-Mail kleff@zew.de

Dipl.-Volkswirt, David Lahl 0621/1235-143, Telefax -223, E-Mail lahl@zew.de

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2001

Druck: Offset-Friedrich, Ubstadt-Weiher