

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Jahrgang 12 · Nr. 11 · November 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 29.9.03 – 13.10.03 (Redaktionsschluss 17.10.03) 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: Konsolidierung auf hohem Niveau

Die mittelfristigen Konjunkturerwartungen für Deutschland setzen im Oktober ihren positiven Aufwärtstrend der letzten Monate nicht fort, sondern gehen in eine Seitwärtsbewegung über. Die Abnahme des Indikators von 60,9 auf 60,3 Punkte zeigt, dass der Konjunkturoptimismus der Experten zwar weiterhin anhält, aber die Unsicherheit bezüglich der Konjunkturerholung zu Beginn des nächsten Jahres nicht vollständig beseitigt ist. Es gibt im Wesentlichen zwei Gründe für den Seitwärtstrend. Zum einen ist die starke Euro-Aufwertung der letzten Wochen zu nennen. Der Euro wertete binnen Monatsfrist gegenüber dem Greenback von 1,12 US-Dollar auf 1,18 US-Dollar pro Euro auf. Auch künftig dürfte der Dollar schwach tendieren. 60 Prozent der befragten Experten erwarten eine weitere Abwertung gegenüber dem Euro. Damit sind insbesondere die Erträge und Umsätze der exportlastigen Branchen wie Fahrzeug- und Maschinenbau, Stahl und Chemie in Gefahr. Neben dem Euro-Wechselkurs sind die uneinheitlichen Konjunkturzahlen aus Deutschland und den USA ein weiterer Grund für den Seitwärtstrend des ZEW-Konjunkturindikators. In Deutschland stiegen im August die Auftragseingänge für das verarbeitende Gewerbe zwar überraschend an, die deutsche Industrieproduktion und die deutschen Einzelhandelsumsätze gingen jedoch im gleichen Monat unerwartet stark zurück. Ähnlich uneinheitlich ist

Dax: Entwicklung und Prognose



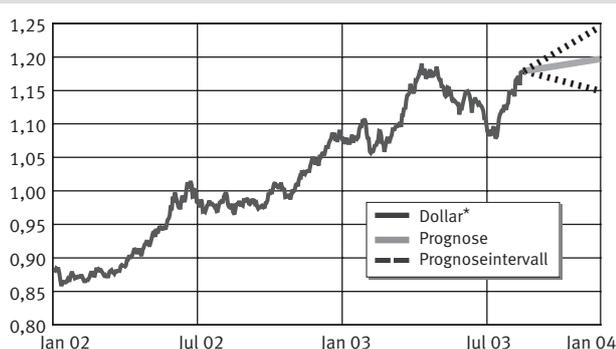
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

das Bild für die USA, die für die deutsche Konjunktur nach wie vor die Richtung vorgeben. Zwar gab es in den USA positive Arbeitsmarktdaten zu verzeichnen, das US-Konsumentenvertrauen und der ISM-Einkaufsmanagerindex fielen jedoch deutlich. Dies nährt Zweifel an der Dynamik des US-Konjunkturaufschwungs. Schließlich könnte auch vom Ölpreis Gefahr für die Konjunktur ausgehen. Nach der Ankündigung der OPEC, die Fördermengen ab November deutlich zu reduzieren, ist der Ölpreis auf über 30 Dollar pro Barrel gestiegen. Angesichts verhältnismäßig geringer Ölreserven der westlichen Industrienationen haben die Experten ihre mittelfristige Prognose für den Ölpreis auf 28 Dollar je Barrel heraufgesetzt.

Die Aktienmärkte hatten auf diese Meldungen mit deutlichen Kursabschlägen reagiert. Der Dax fiel Anfang Oktober auf gut 3.200 Punkte, der Eurostoxx-50 auf 2.400 Punkte. Die Experten halten diese Kurse jedoch für unangemessen. Etwa 70 Prozent der befragten Finanzexperten erwarten weiter steigende Aktienindizes. Aus ihren Einschätzungen errechnet sich ein Dax-Stand von 3.700 Punkten und ein Eurostoxx-50-Stand von 2.700 Punkten zu Beginn des nächsten Jahres. Gestützt werden diese optimistischen Prognosen von der Erwartung gleichbleibender Kurzfristzinsen im Euroraum auf Sicht der nächsten sechs Monate. ◀

Volker Kleff

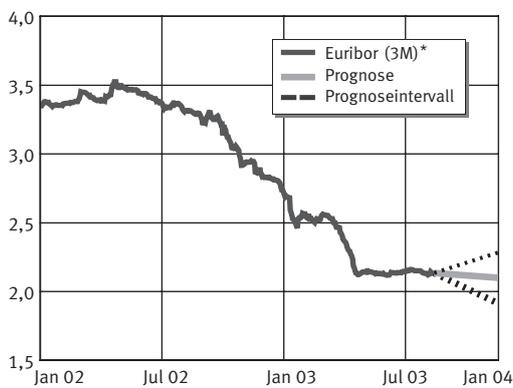
Dollar: Entwicklung und Prognose



Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

ECB-Watch: EZB bleibt bei der Politik des billigen Geldes

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



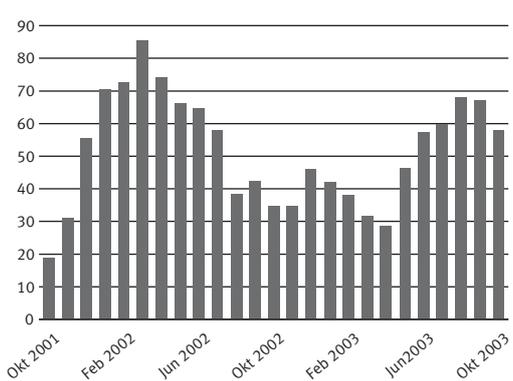
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

In der derzeit konjunkturell unsicheren Situation sind keine Änderungen des geldpolitischen Kurses zu erwarten. Die Geldmarktzinsen werden auf Sicht von drei Monaten auf dem gegenwärtigen niedrigen Niveau verharren. Im Einklang mit der leicht rückläufigen Entwicklung der Konjunkturerwartungen schwingt das Pendel auch bei den Zinserwartungen im Oktober leicht zurück. Während in der Septemberbefragung mit einem Saldo von 8,2 Punkten ein leichter Überhang zugunsten von Zinserhöhungen bestand, sind die Lager der Optimis-

ten und Pessimisten nun beinahe völlig ausgeglichen. Eine Minderheit von jeweils rund einem Prozent der Finanzexperten erwartet nun einen höheren oder einen niedrigeren Euribor in sechs Monaten, während die breite Mitte (72,1 Prozent) der Meinung ist, dass sich die Dreimonatszinsen vorerst nicht ändern werden. Am langen Ende des Kapitalmarktes stehen die Zeichen indes unverändert auf Aufschwung: Eine deutliche Mehrheit der Finanzexperten erwartet steigende Langfristzinsen in den USA und in Deutschland. ◀ *Dr. Peter Westerheide*

USA: Leichte Zweifel an der Dynamik des Aufschwungs

Konjunkturerwartungen USA



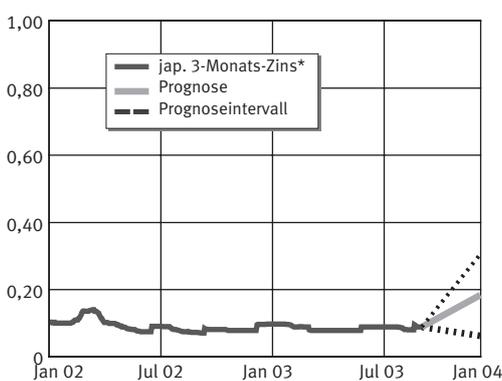
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in den USA in sechs Monaten
Quelle: ZEW

Positive Impulse für die Weltkonjunktur erhoffen sich viele Analysten in den nächsten Monaten von den USA. Denn für die zweite Jahreshälfte 2003 wird ein starkes Wirtschaftswachstum in Amerika erwartet. Vor allem die deutsche Exportindustrie könnte von einer Neubelebung des Handels mit amerikanischen Unternehmen profitieren. Allerdings fielen die Indikatoren bezüglich der Konjunktursituation in letzter Zeit uneinheitlich aus. Während vom Arbeitsmarkt überraschend positive Nachrichten kamen, fiel das Konsumentenver-

trauen im September auf den niedrigsten Stand seit März. Da die Konsumausgaben in den USA rund zwei Drittel zum Bruttoinlandsprodukt beitragen, befürchten einige Experten negative Konsequenzen für das Wirtschaftswachstum durch eine neue Konsumzurückhaltung. Die Analysten beurteilen aus diesem Grund die zukünftigen Konjunkturaussichten der USA zurückhaltender. Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Wirtschaftslage in sechs Monaten fiel um 9,2 jetzt auf 58,0 Punkte. ◀ *David Lahl*

Japan: Yen-Aufwertung könnte wirtschaftliche Erholung gefährden

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



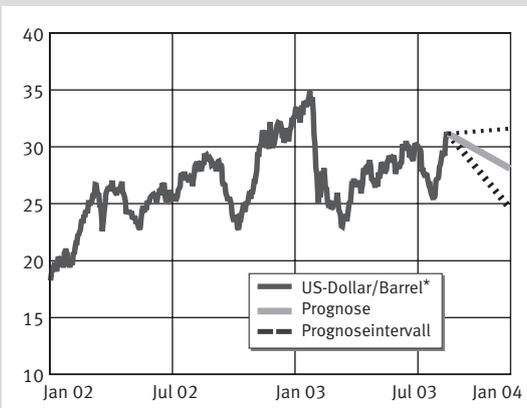
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Nach Einschätzung der Finanzmarktexperten bleiben die Aussichten für eine wirtschaftliche Erholung in Japan gut. Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunktursituation in sechs Monaten verschlechterte sich zwar um 4,2 Punkte verbleibt aber mit 64,8 Punkten weiterhin auf einem hohen Niveau. Befürchtungen betreffen vor allem eine Yen-Aufwertung zum Dollar, wodurch der gerade begonnene Aufschwung wieder in Gefahr geraten könnte. Allerdings scheint die japanische Zentralbank eine Abwertung des

Dollars nicht ohne Gegenmaßnahmen hinnehmen zu wollen. Am 10. Oktober lockerte sie ein weiteres Mal die Geldpolitik. Die Folgen waren allerdings gering und der Spielraum für die Zentralbank verkleinert sich stetig. Fraglich bleibt, wie lange es der Bank von Japan noch gelingt, eine stärkere Aufwertung des Yen zu verhindern. Eine Zinserhöhung wird aber noch auf sich warten lassen, im Oktober halten 82,3 Prozent der befragten Finanzmarktexperten ein solches Szenario auf Sicht von sechs Monaten für unwahrscheinlich. ◀ *David Lahl*

Ölpreis: Gefahr für Erholung der Weltwirtschaft

Ölpreis



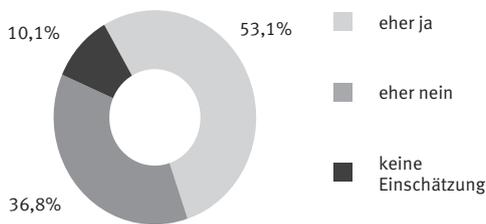
Quelle: Thomson Financial Datastream, ZEW

Der hohe Ölpreis stellt eine Gefahrenquelle für die wirtschaftliche Erholung in Deutschland im nächsten Jahr dar. Der Preis pro Barrel Rohöl hat im Oktober die 30-Dollar-Marke überschritten und so den höchsten Stand seit dem Irak-Krieg erreicht. Damit liegt der Ölpreis weit über den Prognosen, die nach dem Ende des Kriegs vorausgesagt wurden. Vor allem die OPEC-Entscheidung im September, die Ölfördermenge reduzieren zu wollen, hat zu dem Preisanstieg beigetragen. Hinzu kamen Befürchtungen, im Nahen Osten könnten neue Konflikte entstehen.

Die geringen Ölvorräte in den OECD-Ländern haben zusätzlich den Ölpreis gestützt. Inzwischen wächst wieder die Sorge, dass der Ölpreis das gerade aufkeimende Wachstum der Weltwirtschaft schon im Keim ersticken könnte. Obwohl sich aus den Befragungsergebnissen eine Prognose des Ölpreises von 28,10 Dollar pro Barrel herleiten lässt, der unterhalb des jetzigen Preisniveaus liegt, hat insgesamt der Anteil derjenigen deutlich zugenommen, der mit einer Ölpreiserhöhung auf Sicht von sechs Monaten rechnet. ◀ *David Lahl*

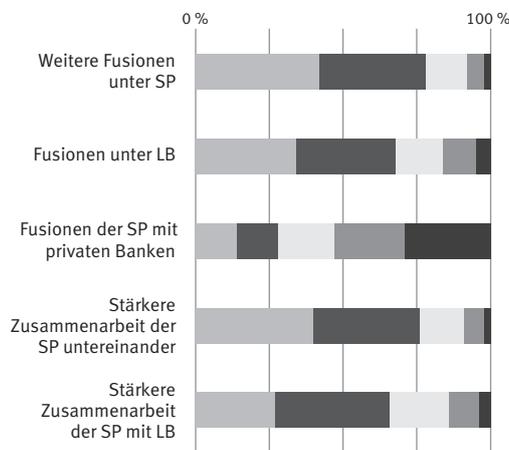
Sonderfrage: Reform der deutschen Bankenlandschaft

Halten Sie das 3-Säulen-System aus Sparkassen, Kreditgenossenschaften und privaten Banken für volkswirtschaftlich vorteilhaft?



Wie bewerten Sie folgende Reformvorschläge für die Sparkassen (SP) und Landesbanken (LB)?

(1 = sehr sinnvoll; 5 = nicht sinnvoll)



Gesamtzahl der Antworten: 273
Quelle: ZEW

Die deutschen Banken kommen nicht zur Ruhe. Nach den Änderungen aufgrund der Basel II-Reform und dem Wegfall der Gewährträgerhaftung für die deutschen Sparkassen wird nun – nicht zuletzt wegen der Ertragskrise der deutschen Banken – diskutiert, ob nicht auch die deutsche Bankenlandschaft mit ihren drei Säulen der öffentlich-rechtlichen, der genossenschaftlichen und der privaten Banken reformiert werden müsse. Zu dieser Fragestellung wurden im Oktober 273 Finanzexperten befragt.

Die Experten sprechen sich zwar mehrheitlich für einen Erhalt des bestehenden 3-Säulen-Systems aus, doch ist das Ergebnis nicht sehr deutlich. 147 Befürwortern des Systems stehen 102 Skeptiker gegenüber. Für eine differenzierte Betrachtung der Antworten wurde nach den Bankengruppen unterschieden. Die 37 befragten Experten aus den Sparkassen betonen nahezu einstimmig die volkswirtschaftliche Vorteilhaftigkeit des bestehenden Systems. Die größten Kritiker des Systems sind hingegen die 17 Befragten aus den Auslandsbanken und den Hypothekenbanken. Überraschenderweise neutral sind die 39 Befragten aus Universalbanken und kleinen Privatbanken, die das 3-Säulen-Konzept

häufig für ihre schlechte Ertragslage mitverantwortlich machen. Durch die flächendeckende Präsenz vor Ort sorgen die Sparkassen für einen starken Wettbewerb und somit schmale Margen im traditionellen Bankgeschäft.

Die Experten aller Bankgruppen sind sich einig, dass weitere Fusionen und eine stärkere Zusammenarbeit unter den Sparkassen dazu beitragen könnten, die Ertragssituation der Sparkassen nachhaltig zu verbessern und sie für die Zeit ohne Gewährträgerhaftung ab 2005 zu wappnen. Bedingt sinnvoll seien Fusionen unter den deutschen Landesbanken sowie eine stärkere Zusammenarbeit zwischen den Sparkassen und den Landesbanken. Somit stimmen die Experten zumindest teilweise mit der Forderung des IWF-Direktors und ehemaligen Präsidenten des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes (DSGV), Horst Köhler, überein, die Anzahl der Landesbanken drastisch zu reduzieren. Für wenig sinnvoll erachten die befragten Finanzexperten mögliche Fusionen mit privaten Banken. Dies würde die Privatisierung der deutschen Sparkassen bedeuten und somit die Abschaffung der öffentlich-rechtlichen Sparkassen zur Folge haben. ◀ *Volker Kleff*

ZEW - Finanzmarkttest Oktober 2003: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	0.7 (+0.4)	21.4 (+3.2)	77.9 (-3.6)	-77.2 (+4.0)
Deutschland	0.6 (+0.6)	11.4 (+3.1)	88.0 (-3.7)	-87.4 (+4.3)
USA	5.5 (+0.8)	60.4 (+2.1)	34.1 (-2.9)	-28.6 (+3.7)
Japan	2.6 (+1.2)	30.7 (+7.8)	66.7 (-9.0)	-64.1 (+10.2)
Großbritannien	5.5 (+4.1)	64.0 (+/-0.0)	30.5 (-4.1)	-25.0 (+8.2)
Frankreich	0.4 (+0.4)	16.3 (+2.0)	83.3 (-2.4)	-82.9 (+2.8)
Italien	0.4 (+0.1)	17.1 (+4.1)	82.5 (-4.2)	-82.1 (+4.3)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	68.4 (-3.8)	30.0 (+4.8)	1.6 (-1.0)	66.8 (-2.8)
Deutschland (=ZEW Indikator)	63.2 (-1.0)	33.9 (+1.4)	2.9 (-0.4)	60.3 (-0.6)
USA	61.9 (-9.6)	34.2 (+10.0)	3.9 (-0.4)	58.0 (-9.2)
Japan	65.8 (-4.2)	33.2 (+4.2)	1.0 (+/-0.0)	64.8 (-4.2)
Großbritannien	44.1 (-0.9)	52.4 (+2.6)	3.5 (-1.7)	40.6 (+0.8)
Frankreich	65.5 (+0.6)	31.7 (+/-0.0)	2.8 (-0.6)	62.7 (+1.2)
Italien	64.7 (+0.3)	33.5 (+2.4)	1.8 (-2.7)	62.9 (+3.0)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	18.3 (-3.6)	63.8 (+5.4)	17.9 (-1.8)	0.4 (-1.8)
Deutschland	20.9 (-2.7)	62.4 (+4.0)	16.7 (-1.3)	4.2 (-1.4)
USA	35.2 (-0.8)	55.6 (+1.3)	9.2 (-0.5)	26.0 (-0.3)
Japan	30.8 (-4.8)	66.8 (+4.8)	2.4 (+/-0.0)	28.4 (-4.8)
Großbritannien	19.0 (-3.8)	69.7 (+4.4)	11.3 (-0.6)	7.7 (-3.2)
Frankreich	16.8 (-6.1)	66.1 (+6.5)	17.1 (-0.4)	-0.3 (-5.7)
Italien	17.8 (-5.7)	64.7 (+6.1)	17.5 (-0.4)	0.3 (-5.3)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	13.9 (-3.1)	72.1 (-2.1)	14.0 (+5.2)	-0.1 (-8.3)
USA	20.9 (-5.6)	77.8 (+6.9)	1.3 (-1.3)	19.6 (-4.3)
Japan	17.0 (-3.1)	82.3 (+3.8)	0.7 (-0.7)	16.3 (-2.4)
Großbritannien	20.1 (+0.4)	74.4 (+0.4)	5.5 (-0.8)	14.6 (+1.2)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	57.5 (-0.3)	32.7 (-0.3)	9.8 (+0.6)	47.7 (-0.9)
USA	64.6 (+1.3)	28.5 (-0.9)	6.9 (-0.4)	57.7 (+1.7)
Japan	45.6 (-0.2)	52.3 (+3.0)	2.1 (-2.8)	43.5 (+2.6)
Großbritannien	51.9 (-1.9)	41.3 (+1.1)	6.8 (+0.8)	45.1 (-2.7)
Frankreich	56.1 (-1.7)	34.6 (+/-0.0)	9.3 (+1.7)	46.8 (-3.4)
Italien	56.6 (+0.5)	34.0 (-2.3)	9.4 (+1.8)	47.2 (-1.3)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	70.5 (+2.2)	19.9 (-1.8)	9.6 (-0.4)	60.9 (+2.6)
DAX (Deutschland)	69.8 (+3.3)	19.6 (-3.2)	10.6 (-0.1)	59.2 (+3.4)
TecDax (Deutschland)	64.5 (+0.3)	21.7 (-1.6)	13.8 (+1.3)	50.7 (-1.0)
Dow Jones Industrial (USA)	66.1 (+2.1)	21.8 (-2.4)	12.1 (+0.3)	54.0 (+1.8)
Nikkei 225 (Japan)	72.7 (-1.3)	21.1 (+3.4)	6.2 (-2.1)	66.5 (+0.8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	60.4 (+0.1)	30.7 (+1.3)	8.9 (-1.4)	51.5 (+1.5)
CAC-40 (Frankreich)	66.5 (+2.1)	23.8 (-1.4)	9.7 (-0.7)	56.8 (+2.8)
MIBtel (Italien)	64.8 (-0.6)	25.4 (+0.9)	9.8 (-0.3)	55.0 (-0.3)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	17.6 (-9.2)	24.5 (-9.6)	57.9 (+18.8)	-40.3 (-28.0)
Yen	23.5 (-1.0)	55.1 (+8.1)	21.4 (-7.1)	2.1 (+6.1)
Brit. Pfund	7.2 (-2.9)	54.0 (+3.1)	38.8 (-0.2)	-31.6 (-2.7)
Schw. Franken	6.7 (-1.6)	72.9 (+3.4)	20.4 (-1.8)	-13.7 (+0.2)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	15.2 (+8.3)	47.1 (+0.4)	37.7 (-8.7)	-22.5 (+17.0)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	69.4 (+2.7)	24.5 (-1.9)	6.1 (-0.8)	63.3 (+3.5)
Versicherungen	60.5 (+1.3)	32.6 (-2.4)	6.9 (+1.1)	53.6 (+0.2)
Fahrzeuge	32.5 (-4.8)	48.2 (+1.1)	19.3 (+3.7)	13.2 (-8.5)
Chemie/Pharma	41.6 (-6.7)	50.7 (+5.3)	7.7 (+1.4)	33.9 (-8.1)
Stahl/NE-Metalle	26.7 (-6.5)	62.6 (+6.6)	10.7 (-0.1)	16.0 (-6.4)
Elektro	41.1 (-1.6)	52.6 (+2.0)	6.3 (-0.4)	34.8 (-1.2)
Maschinen	34.1 (-4.3)	49.8 (+1.1)	16.1 (+3.2)	18.0 (-7.5)
Konsum/Handel	42.3 (-5.0)	48.6 (+6.4)	9.1 (-1.4)	33.2 (-3.6)
Bau	10.2 (-0.4)	57.8 (-3.4)	32.0 (+3.8)	-21.8 (-4.2)
Versorger	26.3 (-2.2)	69.3 (+3.7)	4.4 (-1.5)	21.9 (-0.7)
Dienstleister	58.9 (-1.1)	37.8 (+1.5)	3.3 (-0.4)	55.6 (-0.7)
Telekommunikation	65.3 (-1.8)	30.7 (+1.8)	4.0 (+/-0.0)	61.3 (-1.8)
Inform.-Technologien	67.5 (-2.0)	27.4 (+2.4)	5.1 (-0.4)	62.4 (-1.6)

Bemerkung: An der Oktober-Umfrage des Finanzmarkttests vom 29.09.-13.10.03 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 Oktober 2003

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom Oktober 2003 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 29.09.-13.10.03 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	2.1	2.1	(0.2)
Deutschland	1.1	1.1	(0.2)
USA	2.2	2.3	(0.2)
Japan	-0.3	-0.2	(0.2)
Großbritannien	3.0	3.0	(0.2)
Frankreich	2.2	2.2	(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	1.0	(0.1)
Japan	0.1	0.2	(0.1)
Großbritannien	3.7	3.8	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.2	4.5	(0.4)
USA	4.2	4.5	(0.4)
Japan	1.4	1.6	(0.2)
Großbritannien	4.7	4.9	(0.3)
Frankreich	4.2	4.5	(0.3)
Italien	4.3	4.6	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	2480	2680	(210)
DAX (Deutschland)	3400	3680	(300)
TecDax (Deutschland)	540	580	(50)
Dow Jones Industrial (USA)	9570	10250	(820)
Nikkei 225 (Japan)	10590	11410	(740)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4250	4470	(260)
CAC-40 (Frankreich)	3260	3480	(240)
MIBtel (Italien)	18860	20030	(1340)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	1.17	1.20	(0.05)
Yen	128.50	128.40	(2.50)
Brit. Pfund	0.70	0.71	(0.01)
Schw. Franken	1.55	1.56	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	29.30	28.10	(3.50)