

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · Dezember 2004

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

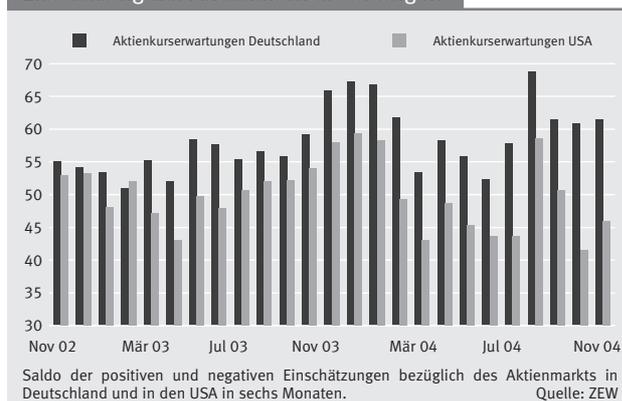
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 25.10.04 – 08.11.04 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 12.11.04) wiedergegeben.

US-Wahl beeindruckt Aktienmärkte nicht

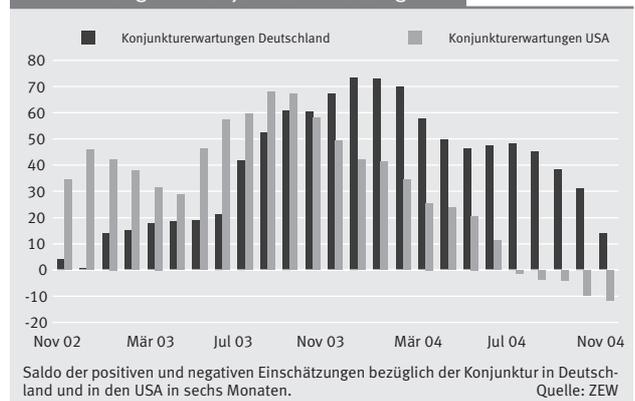
Obwohl der Dax bereits seit Ende Oktober deutlich von knapp 3.900 auf über 4.000 Punkte zulegen konnte, verringert sich in diesem Monat der Optimismus der Experten bezüglich der weiteren Entwicklung des deutschen Aktienindex nicht. Die Experten erwarten somit, dass der Aktienmarkt seinen Aufwärtstrend mittelfristig weiter fortsetzen wird.

Vor dem Hintergrund der deutlich schlechteren Konjunkturerwartungen für Deutschland ist dieser Optimismus keine Selbstverständlichkeit. Nach Meinung der Finanzmarktexperten wird die mittelfristige Wachstumsmotiv in Deutschland aufgrund der schlechteren weltweiten Wachstumsaussichten, dem weiter hohen Ölpreis und dem jüngst deutlich aufgewerteten Euro an Kraft verlieren. Die Aktienmarkterwartungen indes werden nicht allein von den Konjunktur-, sondern auch von den Zinserwartungen getrieben. So könnten die schlechteren Konjunkturaussichten den Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB) senken, die Leitzinsen anheben zu müssen, und auf diese Weise in Verbindung mit dem derzeit niedrigen Bewertungsniveau der europäischen Aktien neue Spielräume für Kurserhöhungen eröffnen. Tatsächlich erwarten die Experten wegen der schwachen Konjunktur – trotz des hohen Ölpreises – künftig einen nur moderaten Inflationsdruck, der die EZB in absehbarer Zeit noch nicht in Zugzwang setzen wird, die Zinsen zu erhöhen. Etwa 60 Prozent der befragten Experten erwarten,

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



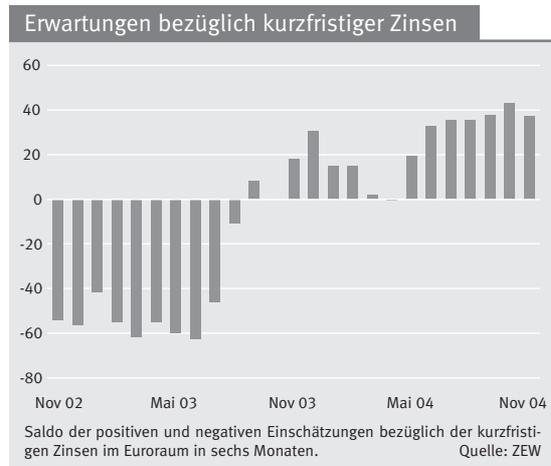
Entwicklung der Konjunkturerwartungen



dass die EZB in den nächsten sechs Monaten die Zinsen nicht verändern wird. Während der Optimismus hinsichtlich der europäischen Aktienmärkte ungefähr auf dem Niveau des letzten Monats verharret, verbessern sich in diesem Monat die Chancen für den US-Aktienmarkt. Dies dürfte nicht zuletzt mit den jüngst gemeldeten sehr positiven US-Arbeitsmarktdaten zu tun haben, die das Bild einer soliden US-Konjunktur unterstreichen. Trotz des kräftigen US-Wachstums bleibt auch in den USA der Inflationsdruck moderat, sodass die nächste Zinserhöhung in den USA nur ein kleiner Schritt auf der Zinsleiter sein dürfte. Die US-Präsidentenwahlen haben getrennten Auswertungen zufolge die Aktienmarkterwartungen kaum beeinflusst. Getreu dem Motto „Politische Börsen haben kurze Beine“ messen die Experten dem Wahlausgang mittelfristig keine Bedeutung bei. Nach der klaren Bestätigung Bushs im Amt des Präsidenten richten sich die Augen vielmehr wieder auf die fundamentalen Faktoren, insbesondere das Zwillingdefizit aus Haushaltsdefizit und immensum Handelsbilanzdefizit. Ein Abbau der Defizite wäre nach Ansicht der Experten wohl eher Kerry als Bush zuzutrauen gewesen. Anders ist wohl nicht zu erklären, dass das Lager derjenigen, die als Konsequenz der Defizite von einer weiteren merklichen Abwertung des US-Dollars ausgehen, insbesondere nach der Präsidentschaftswahl am 2. November merklichen Zulauf erhält.

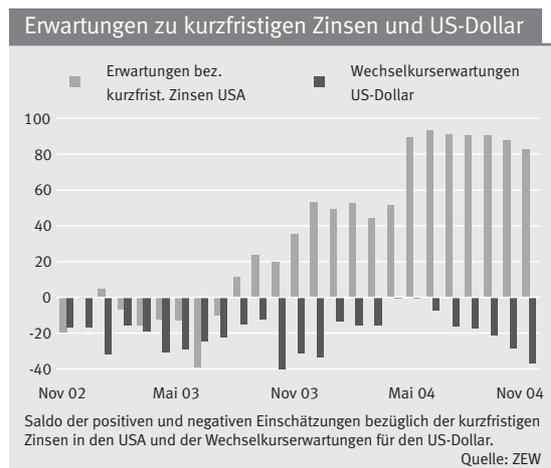
Volker Kleff

EZB: Vorerst wenig Handlungsbedarf



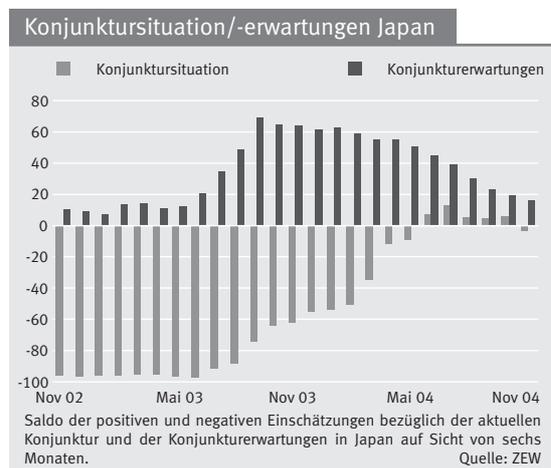
Die in diesem Monat eingetretene Verschlechterung der Konjunkturperspektive hat bei den Zinserwartungen Spuren hinterlassen. Im Vergleich zum Vormonat hat das Lager derjenigen, die weiterhin mit einer „wait and see“-Politik der EZB rechnen, Zulauf erhalten: 59,4 Prozent aller Befragten rechnen jetzt mit weiterhin konstanten kurzfristigen Zinsen im Euroraum (Vormonat: 55,1 Prozent). Umgekehrt bröckelt die Fraktion der EZB-Beobachter, die mit einer Leitzinserhöhung rechnen: In dieser Gruppe befinden sich jetzt noch 38,9 Prozent der Befragten (Vormonat: 43,9). Nach wie vor rechnet – abgesehen von einer kleinen Minderheit von 1,7 Prozent – niemand ernsthaft mit der Möglichkeit einer Zinssenkung im nächsten Halbjahr. Die Erklärung für die erwartete Passivität der EZB trotz ölpreisbedingt deutlich gestiegener Inflationserwartungen ist auf der Währungsseite zu finden: Die Euro-Aufwertung wirkt konjunktur- und preisdämpfend und verringert von daher für die EZB den Handlungsdruck.
Dr. Friedrich Heinemann

USA: Vertrauen in die Währung nimmt ab



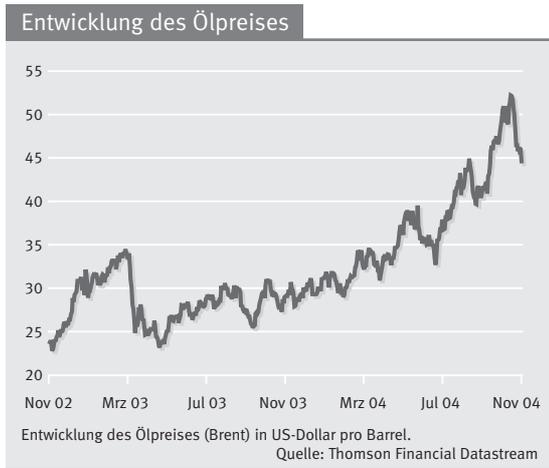
In den diesmaligen Umfragezeitraum fiel ein wichtiges Ereignis, das sich auf die Einschätzungen der Experten ausgewirkt hat. So wird nach der Wiederwahl Bushs mit einer Fortsetzung der kreditfinanzierten expansiven Fiskalpolitik gerechnet. Mit einer fiskalpolitisch bedingten Schwächung des privaten Konsums in naher Zukunft ist also nicht zu rechnen. Jedoch wächst bei den Marktteilnehmern die Befürchtung, dass das Vertrauen in den Dollar durch die Verschuldungspolitik sinken könnte. Dementsprechend erfährt das Lager der Analysten, die eine Abwertung des Dollars gegenüber dem Euro erwarten, deutlichen Zulauf: Mit -36,5 Punkten geht der Saldo der Wechselkursewartungen um 8,2 Punkte gegenüber dem Vormonat zurück. Bei dieser Einschätzung haben die Experten bereits berücksichtigt, dass die US-amerikanische Geldpolitik restriktiver werden könnte. So erwarten über 83 Prozent der Finanzmarktexperten, dass die US-amerikanische Zentralbank auch innerhalb der nächsten sechs Monate die kurzfristigen Zinsen erhöhen wird.
Sandra Schmidt

Japan: Anhaltender Abwärtstrend der Einschätzungen



Nachdem die Einschätzungen zur aktuellen konjunkturellen Situation Japans bis Juli dieses Jahres auf 13 Punkte gestiegen waren, zeigt sich seitdem eine Abwärtstendenz, die zu einem Saldo von -3,1 Punkten in diesem Monat führt. Auch die Konjunkturerwartungen sind weiter gefallen. Der Indikator beträgt nun 16,4 Punkte (Vormonat: 19,3). Dies dürfte auf die Tatsache zurückzuführen sein, dass geringer als erwartet ausfallende Handelsbilanzüberschüsse eine Revision des prognostizierten Wirtschaftswachstums für das dritte Quartal erfordern und dass auch für das kommende Jahr mit einer Verlangsamung des Wachstums gerechnet wird. Aktuelle Ankündigungen der Regierung, durch eine restriktivere Fiskalpolitik gegen den überschuldeten Staatshaushalt vorzugehen, könnten den privaten Konsum belasten. Positiv dürfte sich dagegen ausgewirkt haben, dass die Zentralbank entschlossen scheint zu intervenieren, wenn der Yen zu sehr gegenüber dem Dollar aufwerten sollte. Damit würde der Export als tragende Säule der Wirtschaft gestützt werden.
Sandra Schmidt

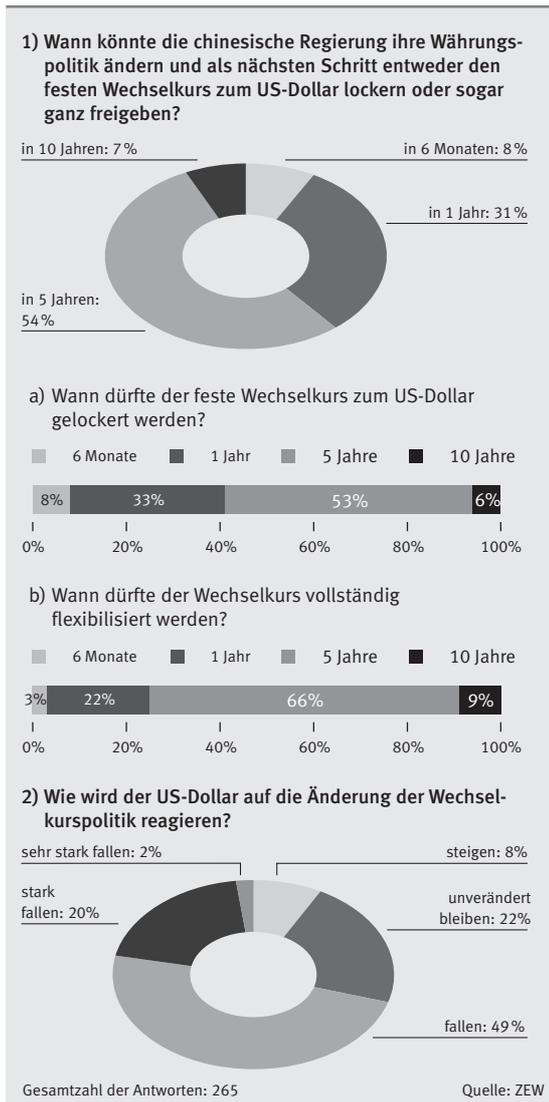
Ölpreis: Fortsetzung der Entspannungsphase erwartet



Die Experten betrachten die seit einigen Tagen entspanntere Lage an den Ölmärkten nicht als vorübergehende Schwankung, sondern sehen in ihr eine Korrektur des rasanten Ölpreisanstiegs der letzten Monate. Nachdem der Großteil der Analysten bereits in den letzten Monaten von einem mittelfristigen Rückgang der Ölpreise ausgegangen ist, sind die optimistischen Stimmen nun noch zahlreicher geworden: 65,6 Prozent erwarten eine Preisreduktion. Gleichzeitig geht der entsprechende Saldo um 7,5 Punkte auf -54,7 Punkte zurück. Dabei dürften die Experten von einer Abschwächung der Ölnachfrage auf Sicht von sechs Monaten durch eine weltweite Abkühlung der Konjunktur ausgehen sowie auf einen bewussteren und effizienteren Einsatz von Energien vertrauen. In die Verbesserung der Erwartungen ist sicherlich eine Prognose der Internationalen Energiebehörde eingeflossen, die eine Beruhigung des Ölmarktes im Winter voraussagt und davon ausgeht, dass langfristig mit einem Ölpreisniveau von 25 bis 35 Dollar pro Barrel zu rechnen ist.

Sandra Schmidt

Sonderfrage: Chinas Währungspolitik



Schon seit Jahren wird spekuliert, ob China eventuell in absehbarer Zeit das Festkurssystem zum US-Dollar lockern beziehungsweise ganz aufgeben könnte, um nicht weiter das immense Außenhandelsdefizit der USA durch den Ankauf von US-Anleihen finanzieren zu müssen. Wegen der derzeit sehr dynamischen Wirtschaftsentwicklung und den damit verbundenen Inflationsgefahren könnte die Lockerung des Festkurssystems zudem gerade aktuell zur Dämpfung des Wachstums sinnvoll sein, da sie eine Aufwertung der chinesischen Währung und somit eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Produkte am Weltmarkt zur Folge haben dürfte. 265 Finanzexperten wurden in diesem Monat zu der künftigen Währungspolitik Chinas befragt.

Die Experten können sich sehr gut vorstellen, dass China in den nächsten zehn Jahren seine Währungspolitik ändern wird. Kein einziger von ihnen erwartet, dass China auch in zehn Jahren noch an dem aktuellen Festkurssystem festhalten wird. Eine Mehrheit von 54 Prozent der Experten erwartet diesen Schritt innerhalb der nächsten fünf Jahre. Fast 40 Prozent gehen sogar davon aus, dass China diesen Schritt bereits innerhalb der nächsten zwölf Monate vollziehen wird. Eine vollständige Flexibilisierung des Festkurssystems sollte aber eher später erfolgen als eine Lockerung der Wechselkurs-Bandbreiten.

Eine völlige Flexibilisierung des Wechselkurses in den nächsten zehn Jahren ist nach Einschätzung der Experten indessen eher unwahrscheinlich. Vielmehr erwartet die große Mehrheit (85 Prozent), dass China das Festkurssystem durch eine Ausdehnung des Wechselkurskorridors lediglich lockern wird. Nur 15 Prozent sind der Ansicht, dass bereits in einem ersten Schritt das Festkurssystem in Gänze abgeschafft wird. Zu groß und unkalkulierbar könnten die Auswirkungen auf die Devisenmärkte sein. Fast 50 Prozent der Experten rechnen mit einer moderaten Abwertung des US-Dollars als Folge einer solchen währungspolitischen Änderung, immerhin 22 Prozent gehen von einer starken oder sehr starken Abwertung des US-Dollars aus. Hingegen erwarten ebenfalls 22 Prozent überhaupt keine Änderung des US-Dollar-Wechselkurses. Interessanterweise werden die Auswirkungen auf den US-Dollar im Falle einer vollständigen Wechselkurs-Freigabe als kaum stärker erachtet als im Falle einer Erweiterung der Wechselkursbandbreiten.

Volker Kleff

ZEW - Finanzmarkttest November 2004: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	2.6	(+0.5)	69.0	(-0.8)	28.4	(+0.3)	-25.8	(+0.2)
Deutschland	1.0	(+0.6)	40.2	(-0.1)	58.8	(-0.5)	-57.8	(+1.1)
USA	36.5	(-1.1)	58.9	(+0.9)	4.6	(+0.2)	31.9	(-1.3)
Japan	12.0	(-8.1)	72.9	(+6.8)	15.1	(+1.3)	-3.1	(-9.4)
Großbritannien	39.1	(-4.9)	57.0	(+6.8)	3.9	(-1.9)	35.2	(-3.0)
Frankreich	6.7	(-4.1)	67.6	(+6.0)	25.7	(-1.9)	-19.0	(-2.2)
Italien	1.4	(+1.0)	51.4	(+3.8)	47.2	(-4.8)	-45.8	(+5.8)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	31.7	(-12.0)	58.7	(+8.5)	9.6	(+3.5)	22.1	(-15.5)
Deutschland (=ZEW Indikator)	26.9	(-12.9)	60.1	(+8.4)	13.0	(+4.5)	13.9	(-17.4)
USA	15.3	(+3.0)	57.8	(-7.7)	26.9	(+4.7)	-11.6	(-1.7)
Japan	27.1	(-3.1)	62.2	(+3.3)	10.7	(-0.2)	16.4	(-2.9)
Großbritannien	8.5	(-3.4)	70.6	(+3.0)	20.9	(+0.4)	-12.4	(-3.8)
Frankreich	27.6	(-6.8)	62.5	(+4.1)	9.9	(+2.7)	17.7	(-9.5)
Italien	27.7	(-7.7)	62.6	(+6.0)	9.7	(+1.7)	18.0	(-9.4)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	37.3	(-3.3)	47.5	(+2.1)	15.2	(+1.2)	22.1	(-4.5)
Deutschland	37.1	(-2.0)	47.0	(+0.7)	15.9	(+1.3)	21.2	(-3.3)
USA	57.5	(-3.1)	36.8	(+2.9)	5.7	(+0.2)	51.8	(-3.3)
Japan	43.7	(-6.7)	53.5	(+5.7)	2.8	(+1.0)	40.9	(-7.7)
Großbritannien	43.3	(-4.9)	48.2	(+1.5)	8.5	(+3.4)	34.8	(-8.3)
Frankreich	33.5	(-7.0)	52.8	(+5.3)	13.7	(+1.7)	19.8	(-8.7)
Italien	36.3	(-5.0)	51.2	(+2.7)	12.5	(+2.3)	23.8	(-7.3)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	38.9	(-5.0)	59.4	(+4.3)	1.7	(+0.7)	37.2	(-5.7)
USA	83.7	(-4.7)	15.6	(+4.7)	0.7	(+/-0.0)	83.0	(-4.7)
Japan	22.4	(-8.7)	77.3	(+8.8)	0.3	(-0.1)	22.1	(-8.6)
Großbritannien	39.1	(-17.0)	56.1	(+14.7)	4.8	(+2.3)	34.3	(-19.3)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	68.7	(-0.6)	26.6	(-1.0)	4.7	(+1.6)	64.0	(-2.2)
USA	75.3	(+0.1)	21.0	(-0.4)	3.7	(+0.3)	71.6	(-0.2)
Japan	59.7	(-7.8)	38.9	(+8.2)	1.4	(-0.4)	58.3	(-7.4)
Großbritannien	57.4	(-3.5)	37.4	(+1.9)	5.2	(+1.6)	52.2	(-5.1)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	70.2	(+1.5)	22.3	(-3.1)	7.5	(+1.6)	62.7	(-0.1)
DAX (Deutschland)	69.0	(+1.2)	23.5	(-1.8)	7.5	(+0.6)	61.5	(+0.6)
TecDax (Deutschland)	62.2	(-0.2)	27.2	(-1.3)	10.6	(+1.5)	51.6	(-1.7)
Dow Jones Industrial (USA)	57.0	(+2.9)	32.0	(-1.3)	11.0	(-1.6)	46.0	(+4.5)
Nikkei 225 (Japan)	66.7	(-2.8)	28.0	(+2.6)	5.3	(+0.2)	61.4	(-3.0)
FT-SE-100 (Großbritannien)	53.5	(-3.9)	35.5	(+3.6)	11.0	(+0.3)	42.5	(-4.2)
CAC-40 (Frankreich)	64.7	(+0.7)	26.5	(-2.4)	8.8	(+1.7)	55.9	(-1.0)
MIBtel (Italien)	59.8	(-2.4)	30.5	(+0.7)	9.7	(+1.7)	50.1	(-4.1)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	19.5	(-0.3)	24.5	(-7.6)	56.0	(+7.9)	-36.5	(-8.2)
Yen	17.2	(-4.7)	68.8	(+7.7)	14.0	(-3.0)	3.2	(-1.7)
Brit. Pfund	8.7	(-2.8)	59.8	(+0.7)	31.5	(+2.1)	-22.8	(-4.9)
Schw. Franken	13.5	(-2.4)	75.8	(+2.1)	10.7	(+0.3)	2.8	(-2.7)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	10.9	(-2.9)	23.5	(-1.7)	65.6	(+4.6)	-54.7	(-7.5)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	50.3	(-8.4)	42.2	(+8.2)	7.5	(+0.2)	42.8	(-8.6)
Versicherungen	49.1	(-3.4)	40.5	(+1.9)	10.4	(+1.5)	38.7	(-4.9)
Fahrzeuge	18.6	(-0.3)	46.5	(-6.0)	34.9	(+6.3)	-16.3	(-6.6)
Chemie/Pharma	39.9	(-1.3)	51.5	(+0.5)	8.6	(+0.8)	31.3	(-2.1)
Stahl/NE-Metalle	57.1	(-4.3)	32.1	(-0.6)	10.8	(+4.9)	46.3	(-9.2)
Elektro	43.0	(-3.3)	50.6	(+1.6)	6.4	(+1.7)	36.6	(-5.0)
Maschinen	58.0	(-0.7)	30.1	(-3.4)	11.9	(+4.1)	46.1	(-4.8)
Konsum/Handel	17.1	(+0.8)	53.2	(-1.8)	29.7	(+1.0)	-12.6	(-0.2)
Bau	5.2	(-1.8)	58.8	(+1.6)	36.0	(+0.2)	-30.8	(-2.0)
Versorger	56.6	(+3.5)	40.8	(-1.4)	2.6	(-2.1)	54.0	(+5.6)
Dienstleister	58.1	(+5.4)	39.6	(-5.7)	2.3	(+0.3)	55.8	(+5.1)
Telekommunikation	60.4	(+3.6)	36.2	(-2.7)	3.4	(-0.9)	57.0	(+4.5)
Inform.-Technologien	62.1	(+2.6)	35.3	(-0.5)	2.6	(-2.1)	59.5	(+4.7)

Bemerkung: An der November-Umfrage des Finanzmarkttests vom 25.10.-08.11.04 beteiligten sich 304 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.