

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 14 · Mai 2005

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 29.03.05 – 18.04.05 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 22.04.05) wiedergegeben.

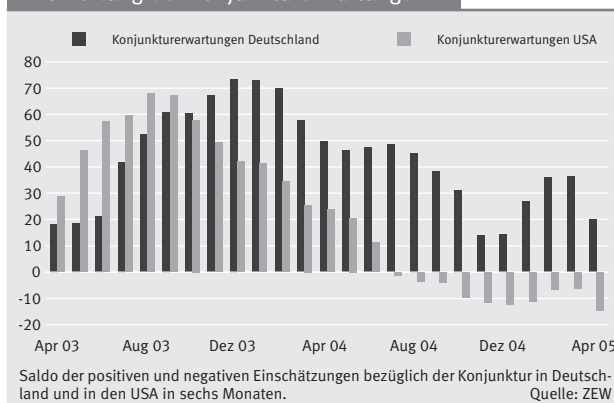
## Nachlassende Konjunkturdynamik

Man kann es den Marktteilnehmern anscheinend nicht recht machen. Vor kurzer Zeit hatten sie noch Angst, dass wegen der boomenden Weltwirtschaft die Inflation stärker als erwartet anziehen könnte. Nun befürchten sie eine nachlassende Dynamik der Weltwirtschaft. Der Ölpreis, dessen Anstieg bisher die Angst vor einer weltweiten Inflationsbelebung schürte, wird jetzt, nach seinem Rückgang auf gut 50 US-Dollar pro Barrel, als Zeichen für eine nachlassende weltwirtschaftliche Dynamik gewertet. Tatsächlich könnte ein hoher Ölpreis sowohl das Wirtschaftswachstum verringern als auch die Inflation anheizen. Im Extremfall könnte der hohe Ölpreis sogar zu einer Stagflation führen.

Nach wie vor sorgen vor allem die USA und China für Dynamik in der Weltwirtschaft. Besonderes Augenmerk gilt daher gerade diesen beiden Volkswirtschaften. Die jüngsten schwachen US-Einzelhandelszahlen, die Zeichen einer abflauenden US-Konsumnachfrage sein könnten, wurden daher vom Markt sehr negativ aufgenommen. Die Experten nahmen sie zum Anlass, ihre Konjunkturerwartungen für die USA und somit für die Weltkonjunktur weiter herunterzuschrauben. Zudem schwelt die Angst weiter, dass Chinas Versuche, die überhitzte chinesische Konjunktur ein wenig abzukühlen, in ihrer Wirkung deutlich über das Ziel hinausschießen könnten.

Wegen der pessimistischeren Konjunkturaussichten, die das Ertragswachstum der Unternehmen und somit das Wachstum

Entwicklung der Konjunkturerwartungen



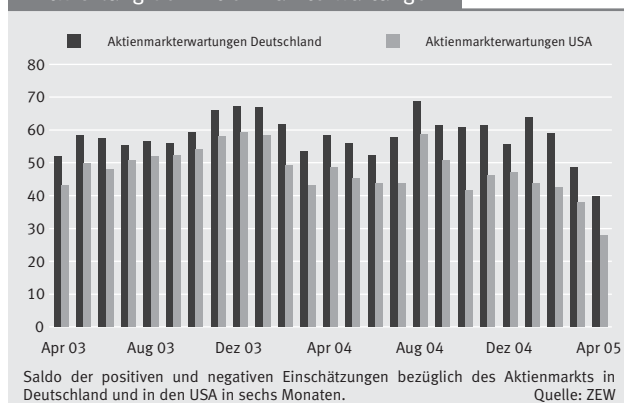
der Aktienkurse beeinträchtigen dürften, haben die befragten Analysten ihre Erwartungen für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte auch im April deutlich zurückgenommen. Nur noch rund jeder zweite erwartet mittelfristig weiter steigende Aktienkurse. Der neue Pessimismus betrifft dabei alle wichtigen Aktienindizes vom Dax über den Eurostoxx-50 bis zum Dow Jones und Nikkei.

Auch ohne eine sich abschwächende Weltkonjunktur könnte jedoch das Ertragswachstum der Unternehmen an Dynamik verlieren. Zu dieser Erwartung haben die jüngst gemeldeten Geschäftszahlen von IBM und Samsung beigetragen, die vom Markt mit Enttäuschung aufgenommen wurden und positive Zahlen von Citigroup und General Electric in den Hintergrund treten ließen. Immerhin konnten die Zahlen von Intel eine allgemeine abwärts gerichtete Gewinndynamik im Technologie-sektor nicht bestätigen und beruhigten insofern die Marktteilnehmer.

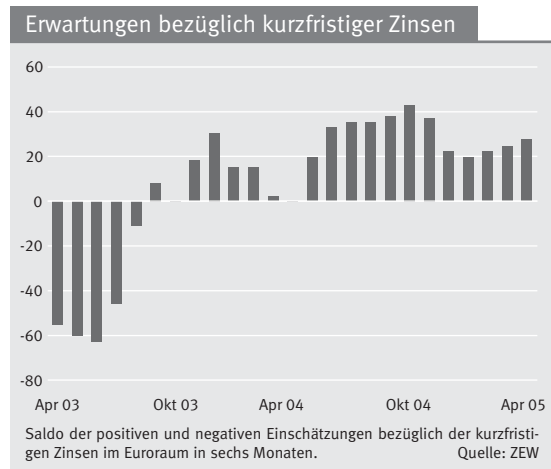
Indessen kann man die nachlassende weltwirtschaftliche Dynamik auch positiv interpretieren. Sie verringert den Druck auf die US-Zentralbank, die Zinsen zu erhöhen. Der Zins könnte daher im aktuellen Zinserhöhungszyklus weniger stark steigen als bisher angenommen. Auch weiterhin rechnen jedoch fast alle Experten mit einem weiteren Zinsschritt in den nächsten sechs Monaten.

Volker Kleff

Entwicklung der Aktienmarkerwartungen



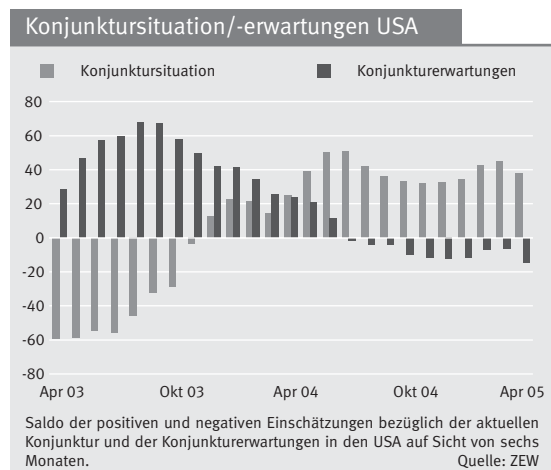
## Euroraum: Inflations Sorgen trotz Konjunkturpessimismus



Wegen des weiterhin hohen Ölpreises nehmen die Inflations Sorgen im April trotz der pessimistischeren Konjunkturaussichten zu. Jeder vierte der befragten Finanzexperten erwartet bereits eine auf Sicht der nächsten sechs Monate weiter steigende Inflationsrate im Euroraum. Da die Europäische Zentralbank (EZB) anders als die US-Zentralbank primär der Preisniveaustabilität verpflichtet ist, erhöht sich somit der Druck auf die EZB, die Zinsen anzuheben. Dies gilt umso mehr, als die Inflationsrate im Euroraum mit 2,1 Prozent im März bereits über der von der EZB gesetzten Zielmarke von null bis zwei Prozent liegt. Daher gewinnt das Lager derjenigen Experten weiteren Zulauf, die auf Sicht der nächsten sechs Monate von einer Zinserhöhung ausgehen. Ihr Anteil ist im April auf über 30 Prozent angewachsen. Angesichts der schlechteren Konjunkturaussichten im Euroraum und insbesondere in Deutschland, dürfte eine solche Zinsentscheidung die weitere Konjunkturperspektive tendenziell belasten.

*Volker Kleff*

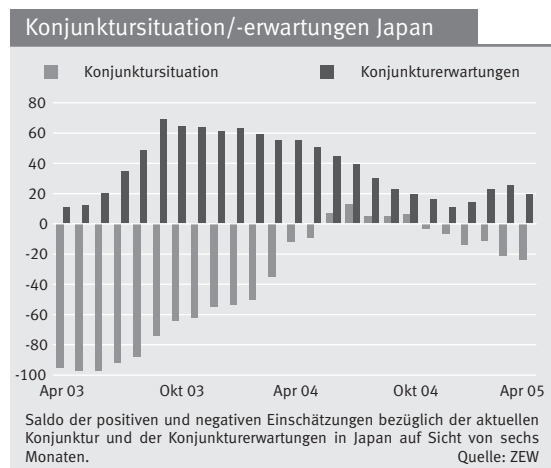
## USA: Wiederaufkommen der Konjunktursorgen



Nachdem im März die Hauptsorge der Finanzmarktexperten noch der Inflationsgefahr galt, konzentrieren sich die Befürchtungen in diesem Monat auf die Konjunktur. Jüngst veröffentlichte Daten zur Arbeitsmarktsituation, den Einzelhandelsumsätzen, dem Handelsbilanzdefizit sowie schlechte Quartalsergebnisse einer Reihe von Unternehmen sind für ein deutliches Abfallen sowohl der Konjunktursituation als auch der Konjunkturerwartungen verantwortlich. Dementsprechend sinkt der Saldo der Einschätzung zur konjunkturellen Situation erstmals seit vier Monaten und liegt nun bei 38,1 Punkten (Vormonat: 44,7 Punkte). Der Indikator der Konjunkturerwartungen fällt im Vergleich zum Vormonat um 8,4 auf nunmehr -14,5 Punkte. Viele Anleger teilen diese Wachstumssorgen und reduzieren daher den Aktienanteil ihrer Portfolios zugunsten sicherer Staatsanleihen. Die Antwort der Experten auf diese Rahmenbedingungen ist ein weiterer Rückgang der Erwartungen bezüglich des US-amerikanischen Aktienmarkts um 10 auf 28,0 Punkte.

*Sandra Schmidt*

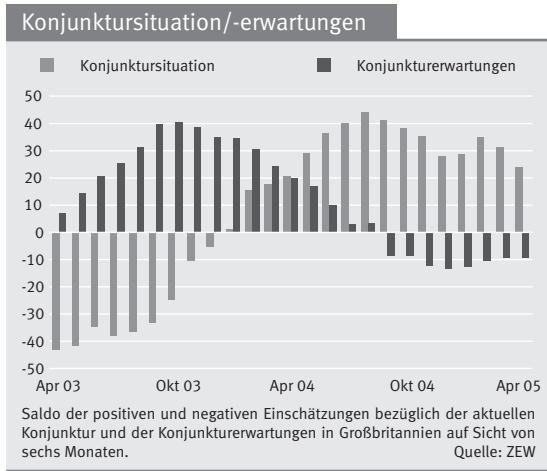
## Japan: Politische Spannungen als Belastungsfaktor



Die Einschätzung der japanischen Konjunktursituation verschlechtert sich in diesem Monat ein weiteres Mal. Der entsprechende Saldo sinkt im April auf -23,4 Punkte. Dies ist zum einen auf die erneut enttäuschenden Daten zur japanischen Industrieproduktion zurückzuführen, die den Eindruck einer nur sehr schleppenden Entwicklung der Wirtschaft vermitteln. Zum anderen wurde angesichts der anti-japanischen Proteste in China deutlich, dass die politischen Konflikte der beiden Handelspartner bei Weitem nicht beigelegt sind. Da das japanische Wachstum immer noch stark exportabhängig ist und China neben den USA der bedeutendste Handelspartner Japans ist, wird die Verwundbarkeit der japanischen Volkswirtschaft an diesem Beispiel nur allzu deutlich. Dementsprechend reduzieren die Finanzmarktexperten ihre Konjunkturerwartungen um 5,7 auf 19,5 Punkte. Ein ähnlich ungünstiges Bild vermitteln die Aktienmarkteinschätzungen der Analysten. Hier sinkt der Indikator auf 46,3 Punkte nach 59,0 Punkten im Vormonat.

*Sandra Schmidt*

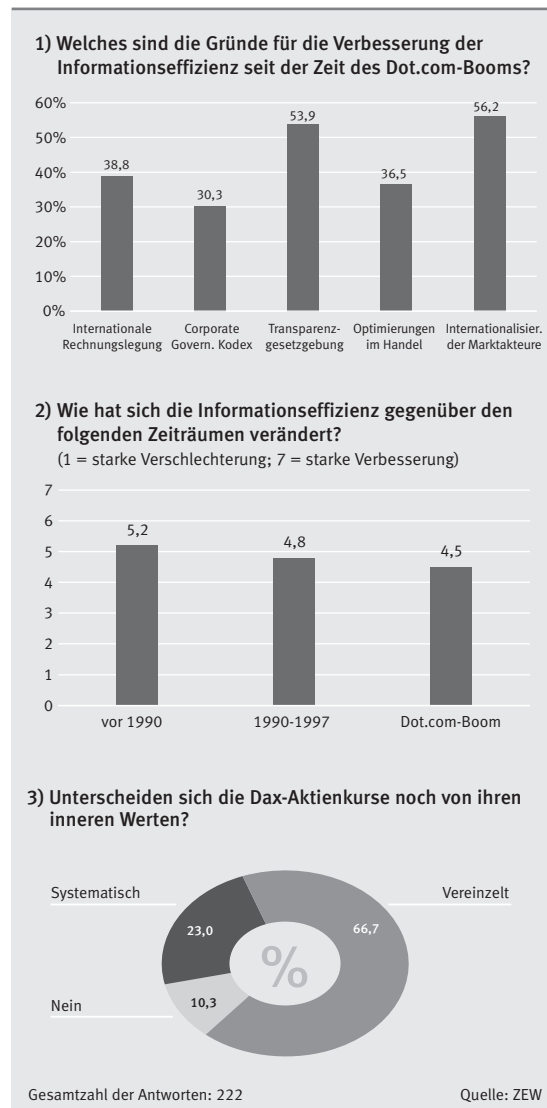
## Großbritannien: Nur geringer Rückgang der Konjunkturerwartungen



Großbritannien kann sich als einziges der betrachteten Länder einer deutlichen Verschlechterung der Konjunkturerwartungen entziehen. Der entsprechende Indikator sinkt um nur 0,1 auf -9,5 Punkte. Ein herausragendes Merkmal der britischen Volkswirtschaft ist die Tatsache, dass sich das Wachstum auf die heimische Nachfrage stützen kann und daher weniger am Tropf der globalen Wirtschaft hängt. Ein anhaltendes Lohnwachstum dürfte den privaten Konsum in Zukunft günstig beeinflussen. Risiken könnten jedoch von der relativ hohen Verschuldung der Haushalte sowie einem weiteren Rückgang der Häuserpreise ausgehen. Diese beiden Faktoren sowie Spekulationen bezüglich einer Zinserhöhung der Bank of England waren möglicherweise bereits für den jüngsten Rückgang der Einzelhandelszahlen ausschlaggebend. Vor diesem Hintergrund ist auch der deutliche Rückgang der Komponente der konjunkturellen Situation nur zu verständlich. Der Saldo vermindert sich um 7,5 auf 24,0 Punkte.

*Sandra Schmidt*

## Sonderfrage: Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarkts 2005



Ein Aktienmarkt ist informationseffizient, wenn sich sämtliche Informationen in den Kursen widerspiegeln. Je nach Umfang der zugrunde liegenden Informationsmenge, unterscheidet man grundsätzlich drei Formen der Effizienzhypothese. Die schwache Form umfasst Informationen über vergangene Kursentwicklungen, die mittelstrenge Form öffentlich verfügbare Informationen und die strenge Form alle – also auch nichtöffentliche – Informationen.

Mit der Informationseffizienz des deutschen Aktienmarkts beschäftigen sich eine ganze Reihe von empirischen Studien. Die Aussagekraft von vielen dieser Untersuchungen leidet jedoch unter der Problematik der verbundenen Hypothesen. Diese Problematik beschreibt das Phänomen, dass mit der Überprüfung der Effizienzhypothese auch immer ein Test des zugrunde liegenden Bewertungsmodells verbunden ist. Im Klartext bedeutet dies, dass die Ergebnisse von empirischen Studien möglicherweise keine Rückschlüsse auf die tatsächliche Informationseffizienz zulassen, da sie schlicht auf ein ungenügendes Testmodell zurückzuführen sind. Von Finanzinvestoren und institutionellen Investoren kann dagegen erwartet werden, dass sie einen guten Überblick über die Bewertungssituation am Aktienmarkt haben. Deshalb wurden in der Sonderfrage 222 Analysten und institutionelle Investoren zu ihrer Einschätzung bezüglich der Informationseffizienz befragt.

Die Befragten gaben zunächst an, dass sich die Markteffizienz in den letzten Jahren deutlich verbessert hat. Am größten ist der Fortschritt gegenüber der Zeit vor 1990, aber auch im Vergleich zu den frühen Neunzigerjahren und dem Dot.com-Boom erweist sich der deutsche Aktienmarkt heute als deutlich effizienter. Hauptursachen hierfür, so die Finanzexperten, sind die zunehmende Internationalisierung der Marktakteure sowie die Gesetze zur Förderung der Transparenz am Kapitalmarkt. Die verstärkte Anwendung von internationaler Rechnungslegung und Optimierungen im Handelsbereich trugen ebenfalls zur Effizienzsteigerung bei. Zwei Drittel der Analysten meinen zudem, dass sich die Aktienkurse im Dax nur noch vereinzelt von ihren inneren Werten unterscheiden. Dies spricht ebenfalls für ein hohes Maß an Informationseffizienz, da nur systematische Abweichungen mit der Effizienzhypothese unvereinbar sind.

*Matthias Meitner*

## ZEW - Finanzmarkttest April 2005: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	2.6	(+0.3)	62.0	(-5.6)	35.4	(+5.3)	-32.8	(-5.0)
Deutschland	1.0	(+/-0.0)	25.0	(-7.0)	74.0	(+7.0)	-73.0	(-7.0)
USA	42.0	(-5.6)	54.1	(+4.6)	3.9	(+1.0)	38.1	(-6.6)
Japan	5.0	(-0.6)	66.6	(-1.2)	28.4	(+1.8)	-23.4	(-2.4)
Großbritannien	27.7	(-7.9)	68.6	(+8.3)	3.7	(-0.4)	24.0	(-7.5)
Frankreich	5.2	(-3.2)	64.1	(-3.4)	30.7	(+6.6)	-25.5	(-9.8)
Italien	2.4	(+1.0)	42.0	(-10.4)	55.6	(+9.4)	-53.2	(-8.4)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	29.5	(-10.1)	65.6	(+7.5)	4.9	(+2.6)	24.6	(-12.7)
Deutschland (=ZEW Indikator)	27.9	(-12.9)	64.3	(+9.6)	7.8	(+3.3)	20.1	(-16.2)
USA	9.4	(-2.6)	66.7	(-3.2)	23.9	(+5.8)	-14.5	(-8.4)
Japan	24.9	(-5.3)	69.7	(+4.9)	5.4	(+0.4)	19.5	(-5.7)
Großbritannien	7.3	(-0.2)	75.9	(+0.3)	16.8	(-0.1)	-9.5	(-0.1)
Frankreich	21.5	(-3.8)	69.8	(-1.1)	8.7	(+4.9)	12.8	(-8.7)
Italien	20.6	(-5.8)	72.4	(+2.6)	7.0	(+3.2)	13.6	(-9.0)
<b>Inflationsrate</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	24.8	(+4.7)	59.8	(-2.0)	15.4	(-2.7)	9.4	(+7.4)
Deutschland	23.9	(+3.1)	58.7	(-0.7)	17.4	(-2.4)	6.5	(+5.5)
USA	60.5	(+1.6)	32.9	(-1.6)	6.6	(+/-0.0)	53.9	(+1.6)
Japan	31.3	(+2.3)	66.2	(-0.7)	2.5	(-1.6)	28.8	(+3.9)
Großbritannien	30.5	(-3.8)	62.1	(+3.3)	7.4	(+0.5)	23.1	(-4.3)
Frankreich	22.8	(+2.4)	63.9	(-1.6)	13.3	(-0.8)	9.5	(+3.2)
Italien	24.0	(+2.6)	62.9	(-2.3)	13.1	(-0.3)	10.9	(+2.9)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	29.2	(+1.8)	69.2	(-0.5)	1.6	(-1.3)	27.6	(+3.1)
USA	86.6	(-3.3)	12.7	(+3.6)	0.7	(-0.3)	85.9	(-3.0)
Japan	19.9	(-0.3)	79.8	(+/-0.0)	0.3	(+0.3)	19.6	(-0.6)
Großbritannien	30.5	(+4.4)	64.0	(-4.5)	5.5	(+0.1)	25.0	(+4.3)
<b>Langfristige Zinsen</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	63.8	(-6.9)	30.3	(+4.2)	5.9	(+2.7)	57.9	(-9.6)
USA	76.2	(-7.8)	19.6	(+6.2)	4.2	(+1.6)	72.0	(-9.4)
Japan	58.4	(-1.1)	40.6	(+0.8)	1.0	(+0.3)	57.4	(-1.4)
Großbritannien	54.6	(-1.3)	40.2	(-1.2)	5.2	(+2.5)	49.4	(-3.8)
<b>Aktienkurse</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	54.6	(-8.3)	32.5	(+7.2)	12.9	(+1.1)	41.7	(-9.4)
DAX (Deutschland)	54.3	(-7.3)	31.1	(+5.8)	14.6	(+1.5)	39.7	(-8.8)
TecDax (Deutschland)	47.4	(-10.1)	34.5	(+7.8)	18.1	(+2.3)	29.3	(-12.4)
Dow Jones Industrial (USA)	43.2	(-8.1)	41.6	(+6.2)	15.2	(+1.9)	28.0	(-10.0)
Nikkei 225 (Japan)	54.3	(-12.0)	37.7	(+11.3)	8.0	(+0.7)	46.3	(-12.7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	43.1	(-6.5)	43.4	(+7.4)	13.5	(-0.9)	29.6	(-5.6)
CAC-40 (Frankreich)	50.3	(-9.4)	35.3	(+8.6)	14.4	(+0.8)	35.9	(-10.2)
MIBtel (Italien)	47.5	(-6.8)	36.6	(+6.0)	15.9	(+0.8)	31.6	(-7.6)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	23.7	(+2.3)	34.0	(+3.4)	42.3	(-5.7)	-18.6	(+8.0)
Yen	21.5	(+1.0)	66.4	(+1.9)	12.1	(-2.9)	9.4	(+3.9)
Brit. Pfund	11.8	(+1.2)	68.4	(+/-0.0)	19.8	(-1.2)	-8.0	(+2.4)
Schw. Franken	13.8	(+1.6)	78.4	(+0.7)	7.8	(-2.3)	6.0	(+3.9)
<b>Rohstoffpreis</b>	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	12.9	(-1.8)	33.8	(+1.0)	53.3	(+0.8)	-40.4	(-2.6)
<b>Branchen</b>	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	57.5	(-5.6)	37.4	(+8.1)	5.1	(-2.5)	52.4	(-3.1)
Versicherungen	50.5	(-1.3)	38.2	(-1.3)	11.3	(+2.6)	39.2	(-3.9)
Fahrzeuge	16.8	(-4.6)	47.4	(-6.9)	35.8	(+11.5)	-19.0	(-16.1)
Chemie/Pharma	49.5	(-6.5)	43.5	(+5.0)	7.0	(+1.5)	42.5	(-8.0)
Stahl/NE-Metalle	46.1	(-8.5)	38.4	(+2.6)	15.5	(+5.9)	30.6	(-14.4)
Elektro	33.0	(-1.3)	59.7	(-0.5)	7.3	(+1.8)	25.7	(-3.1)
Maschinen	48.7	(-5.3)	39.9	(+2.3)	11.4	(+3.0)	37.3	(-8.3)
Konsum/Handel	15.3	(-4.3)	62.4	(+2.0)	22.3	(+2.3)	-7.0	(-6.6)
Bau	8.5	(+2.2)	56.1	(-8.7)	35.4	(+6.5)	-26.9	(-4.3)
Versorger	45.4	(-3.1)	48.0	(+2.4)	6.6	(+0.7)	38.8	(-3.8)
Dienstleister	52.0	(-2.8)	44.0	(+1.4)	4.0	(+1.4)	48.0	(-4.2)
Telekommunikation	55.5	(-5.0)	40.1	(+4.6)	4.4	(+0.4)	51.1	(-5.4)
Inform.-Technologien	58.4	(-5.0)	35.7	(+3.1)	5.9	(+1.9)	52.5	(-6.9)

Bemerkung: An der April-Umfrage des Finanzmarkttests vom 29.03.-18.04.05 beteiligten sich 311 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.