

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 14 · August 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 04.07.05 – 18.07.05 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 22.07.05) wiedergegeben.

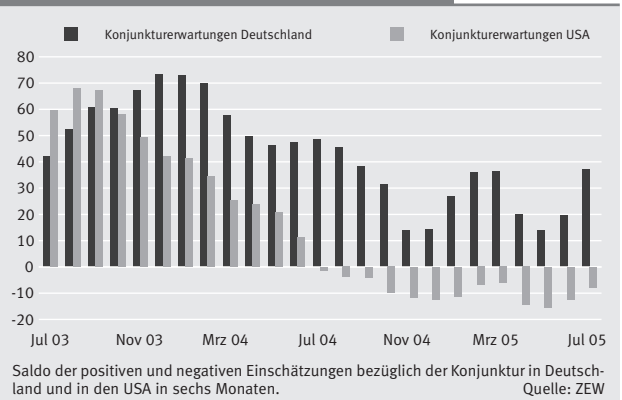
Kursdynamik bleibt bestehen

Der Dax schraubt sich in immer neue Höhen empor, die man dem deutschen Aktienindex noch am Anfang des Jahres nicht zutrauen wollte. Selbst die Terroranschläge von London konnten den Dax nicht davon abhalten, jüngst die Marke von 4.700 Punkten zu überwinden. Eine getrennte Auswertung der Ergebnisse vor und nach den Anschlägen zeigt, dass sich die Einschätzungen der Experten für den Aktienmarkt nach den Anschlägen insgesamt nicht verschlechtert haben. Verantwortlich für die sehr erfreuliche Börsenentwicklung sind neben den Kursfantasien aufgrund der erwarteten Neuwahlen unter anderem die Erwartung guter Unternehmensergebnisse, die eine solide Grundlage für den Kursanstieg darstellen könnten. Angesichts der weiter günstigen Bewertung der europäischen Aktien gehen die Experten davon aus, dass sich der positive Börsentrend in den nächsten sechs Monaten weiter fortsetzen wird.

Gestützt werden die positiven Aktienmarktaussichten auch von besseren Konjunkturerwartungen für Deutschland und den Euroraum. Der Indikator für Deutschland stieg im Juli deutlich an und überschritt sogar den historischen Mittelwert von +34,2 Punkten. Damit signalisiert der Konjunkturindikator vorsichtigen Optimismus und eine Belebung der deutschen Konjunktur auf Sicht der nächsten sechs Monate.

Belastungsfaktoren wie der hohe Ölpreis, der in Verbindung mit einem schwächeren Euro die Energiekosten der europäischen

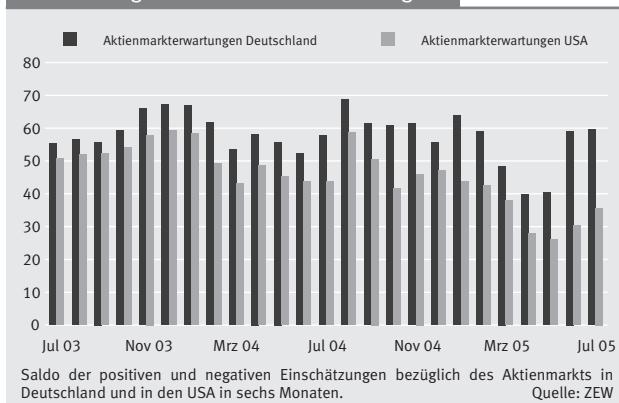
Entwicklung der Konjunkturerwartungen



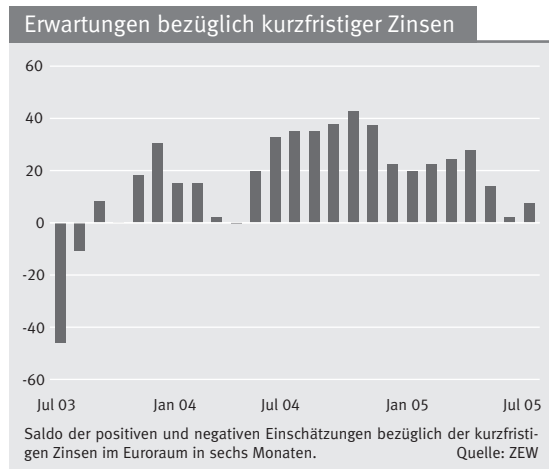
Unternehmen deutlich verteuert, fallen hingegen weniger ins Gewicht. Tatsächlich sind die westlichen Volkswirtschaften deutlich weniger vom Rohöl abhängig als noch in den 70er Jahren, in denen ein starker Ölpreisanstieg regelmäßig eine Rezession zur Folge hatte. Vielmehr scheint aktuell die Erleichterung zu dominieren, dass die exportlastigen Unternehmen angesichts des schwächeren Euros wieder Wettbewerbsvorteile gegenüber ihren Wettbewerbern im Dollar-Raum genießen. Mittelfristig sollte sich nach Ansicht der befragten Experten sowohl an dem gegenwärtigen Ölpreisniveau als auch am Eurokurs wenig ändern.

Interessanterweise gibt es in diesem Monat nicht unerhebliche Unterschiede in der Einschätzung der weiteren Aktienmarktentwicklung. Während die Aussichten für den Dax nahezu unverändert bleiben, verbessern sie sich für den Tec-Dax deutlich. Bisher bewegten sich die Erwartungen für beide Indizes mehr oder weniger im Gleichschritt. Der Grund für die unterschiedlichen Einschätzungen dürfte einerseits darin liegen, dass neben den anglo-amerikanischen nun auch die deutschen Investoren wieder verstärkt am Markt agieren, die an deutschen Technologieunternehmen ein besonderes Interesse haben. Zudem scheint auch generell die Risikobereitschaft der Anleger in jüngster Zeit wieder zugenommen zu haben und demnach die Kaufbereitschaft bei Tec-Dax-Titeln gestiegen zu sein. Volker Kleff

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



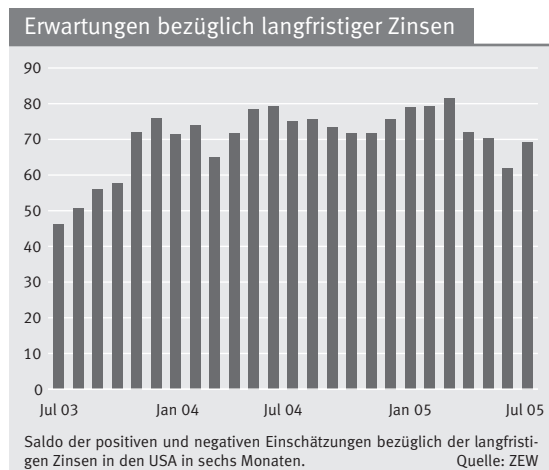
Euroraum: Hoher Ölpreis nährt Inflations Sorgen



Angesichts der jüngsten Ölpreisentwicklung erscheint es den Analysten im Juli wieder zunehmend unwahrscheinlicher, dass die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen auf Sicht der nächsten sechs Monate senken wird. Da auch in Zukunft kaum eine deutliche Ölpreissenkung erwartet wird, dürfte der hohe Ölpreis die Inflation im Euroraum weiter antreiben und somit die EZB mittelfristig unter Druck setzen, die Zinsen zu erhöhen. Entsprechend erwartet jeder vierte Experte, dass sich die Inflation mittelfristig beschleunigen wird. Die Minderheitsmeinung einer bald bevorstehenden Zinssenkung wird daher nur noch von 6 Prozent der Experten geteilt, während die große Mehrheit von 82 Prozent davon ausgeht, dass die EZB den Zinssatz von 2,0 Prozent in den nächsten sechs Monaten nicht verändern wird. Wegen der sehr bescheidenen Konjunkturerholung im Euroraum dürfte es im Interesse der weiteren Konjunkturerholung sein, wenn die Zinsen bis auf Weiteres nicht erhöht werden.

Volker Kleff

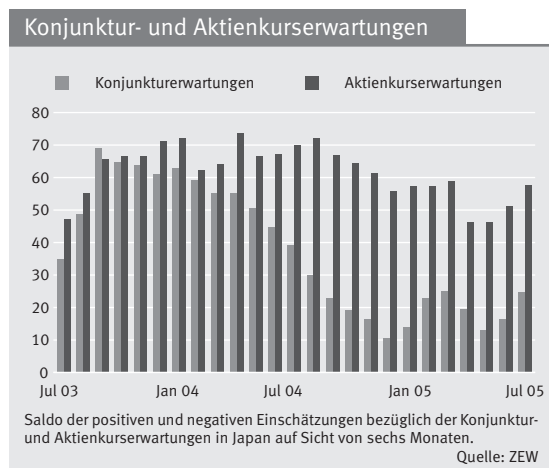
USA: Hoffnung auf anziehende Anleiherenditen



Die überraschend günstigen Vorgaben zu wichtigen Komponenten des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts haben für eine deutliche Stimmungsaufhellung der Finanzmarktexperten gesorgt. Am stärksten steigt der Indikator zur konjunkturellen Situation, der nun bei 47, 1 Punkten im Vergleich zu 32,3 Zählern im Vormonat liegt. Hervorzuheben ist außerdem, dass sich in diesem Monat unter den Finanzmarktexperten die Hoffnung auf wieder anziehende Anleiherenditen verbreitet. Die Erwartungen für die langfristigen Zinsen zeigen mit einer Zunahme von 7,4 Punkten erstmals in diesem Jahr wieder eine klare Aufwärtsbewegung. Die Anleiherenditen pendelten sich in den letzten Monaten auf einem historischen Tiefstand ein, ungeachtet der Tatsache, dass die Zinsen am kurzen Ende erhöht wurden. Diese Verflachung der Zinsstrukturkurve wirkt sich negativ auf die Geschäfte der Banken mit Zinsmargen aus, spiegelt andererseits jedoch auch den nur als sehr begrenzt wahrgenommenen Inflationsdruck wider.

Sandra Schmidt

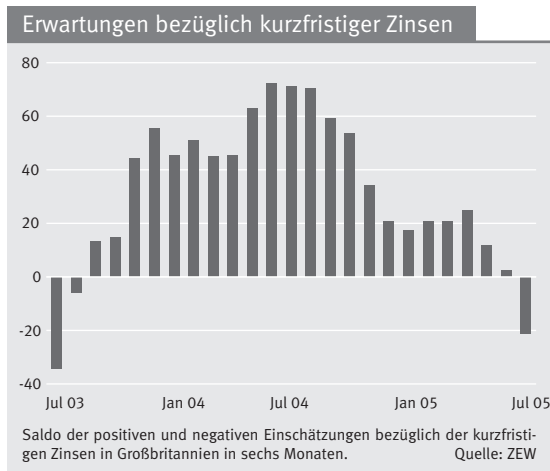
Japan: Robuster Arbeitsmarkt



Die bedeutendste Veränderung bei den Indikatoren für Japan betrifft in diesem Monat die Konjunkturerwartungen. Der deutliche Anstieg um 8,5 auf 24,8 Punkte dürfte vor allem auf die weiterhin erfreuliche Entwicklung am japanischen Arbeitsmarkt zurückzuführen sein. Letztere ist sowohl durch steigende Löhne und Gehälter als auch durch eine beständig wachsende Anzahl an Festangestellten gekennzeichnet. Diese Kombination schafft die Voraussetzung für einen stabilen privaten Konsum, der heute bereits mehr als die Hälfte zum Bruttoinlandsprodukt beiträgt. Im vergangenen Jahr hingegen stützte sich das Wachstum noch im Wesentlichen auf den Export. Auch die Erwartungskomponente für den Nikkei-Index entwickelt sich positiv – der entsprechende Indikator setzt den Anstieg der Vormonate fort und liegt nun bei 57,6 Punkten. Damit blicken die Analysten mit moderatem Optimismus auf die bevorstehenden Veröffentlichungen der Quartalergebnisse japanischer Unternehmen.

Sandra Schmidt

Großbritannien: Zinserwartungen im freien Fall



In diesem Monat brechen die Erwartungen bezüglich der kurzfristigen Zinsen kräftig ein. Ihr Saldo deutet mit -21,2 Punkten erstmals seit knapp zwei Jahren darauf hin, dass eine Lockerung der Geldpolitik bevorstehen könnte. Die Bank of England hatte die noch im Januar 2004 bei 3,75 Prozent liegenden Leitzinsen schrittweise auf 4,75 Prozent im August 2004 erhöht und seitdem auf dem Niveau belassen. Die letzten beiden Sitzungen des Zentralbankkomitees nährten Spekulationen um eine bevorstehende Zinssenkung, da sich erstmals in diesem Jahr eine Minderheit des Entscheidungsgremiums für eine Zinssenkung um 25 Basispunkte aussprach. Der Beweggrund hierfür ist eine spürbar nachlassende konjunkturelle Dynamik der britischen Volkswirtschaft. Diese Größe wird in der Entscheidungsfindung der Bank of England zwar berücksichtigt, Vorrang hat jedoch das Ziel der Preisstabilität. Letztere ist definiert mit einer Zielinflationsrate von 2 Prozent, was exakt der derzeitigen Inflationsrate entspricht.

Sandra Schmidt

Sonderfrage: Der Realloptionsansatz in der Unternehmensbewertung



Ende der 90er Jahre wurden Stimmen laut, die behaupteten, dass insbesondere junge, wachstumsstarke Unternehmen mit Hilfe von Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren systematisch zu niedrig bewertet würden. Begründet wurde dieser Umstand damit, dass diese Verfahren grundsätzlich nicht in der Lage seien, Handlungsspielräume des Managements zu erfassen. Geschlossen werden sollte diese Wertlücke unter Verwendung des so genannten Realloptionsansatzes. Dieser Ansatz versucht Erkenntnisse aus der Finanzoptionspreistheorie für die Bewertung realer Investitionsprojekte nutzbar zu machen. Hinsichtlich seines Potenzials waren einige Anhänger schnell sehr euphorisch und riefen den Realloptionsansatz zum neuen Standard-Investitionsrechenverfahren aus. Diese Aussagen riefen Unternehmensbewerter auf den Plan: Was für die Bewertung einzelner Investitionsprojekte eine Verbesserung darstellte, sollte doch auch für die Unternehmensbewertung brauchbar sein. In der Sonderfrage wurden die Analysten nach ihren Einschätzungen bezüglich dieser Methodik der Unternehmensbewertung befragt. Ziel war es, eventuelle neue Tendenzen bezüglich des Praxiseinsatzes erkennen zu können. Vor dem Hintergrund des zeitlichen Zusammentreffens der Spekulationsblase am Aktienmarkt und der aufkeimenden Diskussion um die Anwendung des Realloptionsansatzes in der Unternehmensbewertung, wurde zunächst nach dem Einfluss dieser Diskussion auf das Entstehen der Bewertungsblase gefragt. Es zeigt sich, dass dieser Zusammenhang im Nachhinein als eher gering eingestuft wird. Lediglich 15 Prozent der Analysten sehen einen überdurchschnittlichen Einfluss.

Bei der zweiten Frage interessierte, ob es sinnvoll ist, das DCF-Kalkül um den Realloptionsansatz zu erweitern. Hierbei zeigt sich ein geteiltes Bild. Während gut ein Drittel eine Erweiterung generell für unnötig erachtet, hält mehr als die Hälfte dies in Einzelfällen für sinnvoll. Auf die abschließende Frage nach dem künftigen Potenzial des Realloptionsansatzes gab es dagegen eine klare Antwort: mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmer meint, dass kein oder nur ein geringes Potenzial vorhanden ist. Insgesamt kann festgehalten werden, dass der Realloptionsansatz bis heute kein Standard-Verfahren für die Unternehmensbewertung darstellt und in Zukunft auch nicht darstellen wird.

Christoph Beckmann (Universität Erlangen-Nürnberg), Matthias Meitner

ZEW - Finanzmarkttest Juli 2005: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	2.7	(+1.1)	62.0	(+3.5)	35.3	(-4.6)	-32.6	(+5.7)
Deutschland	1.0	(+0.7)	31.3	(+1.9)	67.7	(-2.6)	-66.7	(+3.3)
USA	50.2	(+13.7)	46.7	(-12.6)	3.1	(-1.1)	47.1	(+14.8)
Japan	6.1	(+0.8)	69.2	(+0.7)	24.7	(-1.5)	-18.6	(+2.3)
Großbritannien	25.2	(+0.5)	70.8	(-0.4)	4.0	(-0.1)	21.2	(+0.6)
Frankreich	1.8	(-0.9)	55.2	(+3.1)	43.0	(-2.2)	-41.2	(+1.3)
Italien	1.4	(+0.4)	24.3	(-1.6)	74.3	(+1.2)	-72.9	(-0.8)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	33.1	(+8.7)	62.8	(-5.1)	4.1	(-3.6)	29.0	(+12.3)
Deutschland (=ZEW Indikator)	41.8	(+13.3)	53.4	(-9.1)	4.8	(-4.2)	37.0	(+17.5)
USA	10.6	(+/-0.0)	70.9	(+4.6)	18.5	(-4.6)	-7.9	(+4.6)
Japan	28.7	(+5.6)	67.4	(-2.7)	3.9	(-2.9)	24.8	(+8.5)
Großbritannien	10.2	(+4.3)	66.5	(-7.3)	23.3	(+3.0)	-13.1	(+1.3)
Frankreich	29.2	(+9.8)	63.0	(-6.2)	7.8	(-3.6)	21.4	(+13.4)
Italien	20.6	(+6.1)	68.0	(-0.8)	11.4	(-5.3)	9.2	(+11.4)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	24.7	(+6.2)	65.4	(-0.2)	9.9	(-6.0)	14.8	(+12.2)
Deutschland	26.8	(+7.6)	61.9	(-2.6)	11.3	(-5.0)	15.5	(+12.6)
USA	50.0	(+3.7)	43.1	(-0.4)	6.9	(-3.3)	43.1	(+7.0)
Japan	29.3	(+3.7)	69.2	(-2.8)	1.5	(-0.9)	27.8	(+4.6)
Großbritannien	26.1	(+3.7)	63.6	(-3.3)	10.3	(-0.4)	15.8	(+4.1)
Frankreich	24.3	(+6.2)	66.4	(-3.3)	9.3	(-2.9)	15.0	(+9.1)
Italien	25.6	(+3.8)	63.2	(-2.8)	11.2	(-1.0)	14.4	(+4.8)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	12.9	(+2.4)	81.6	(+0.4)	5.5	(-2.8)	7.4	(+5.2)
USA	80.9	(+2.4)	17.7	(-2.8)	1.4	(+0.4)	79.5	(+2.0)
Japan	12.5	(-1.5)	87.1	(+1.8)	0.4	(-0.3)	12.1	(-1.2)
Großbritannien	10.2	(-5.2)	58.4	(-13.2)	31.4	(+18.4)	-21.2	(-23.6)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	61.8	(+3.3)	32.1	(-2.4)	6.1	(-0.9)	55.7	(+4.2)
USA	72.0	(+5.6)	25.3	(-3.8)	2.7	(-1.8)	69.3	(+7.4)
Japan	47.0	(-2.3)	51.5	(+1.5)	1.5	(+0.8)	45.5	(-3.1)
Großbritannien	37.1	(-3.3)	49.3	(-2.3)	13.6	(+5.6)	23.5	(-8.9)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	63.9	(+0.8)	28.7	(+0.3)	7.4	(-1.1)	56.5	(+1.9)
DAX (Deutschland)	67.7	(+0.1)	24.1	(+0.2)	8.2	(-0.3)	59.5	(+0.4)
TecDax (Deutschland)	62.7	(+5.4)	27.5	(-6.5)	9.8	(+1.1)	52.9	(+4.3)
Dow Jones Industrial (USA)	48.9	(+6.7)	37.9	(-8.0)	13.2	(+1.3)	35.7	(+5.4)
Nikkei 225 (Japan)	64.0	(+7.9)	29.6	(-9.5)	6.4	(+1.6)	57.6	(+6.3)
FT-SE-100 (Großbritannien)	48.5	(+5.8)	41.5	(-5.8)	10.0	(+/-0.0)	38.5	(+5.8)
CAC-40 (Frankreich)	56.2	(-0.1)	34.5	(+2.7)	9.3	(-2.6)	46.9	(+2.5)
MIBtel (Italien)	49.2	(+3.9)	38.6	(-1.9)	12.2	(-2.0)	37.0	(+5.9)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	32.6	(-1.2)	31.1	(+1.6)	36.3	(-0.4)	-3.7	(-0.8)
Yen	23.2	(-4.6)	67.4	(+7.5)	9.4	(-2.9)	13.8	(-1.7)
Brit. Pfund	12.2	(-5.7)	60.5	(+2.0)	27.3	(+3.7)	-15.1	(-9.4)
Schw. Franken	12.6	(-5.3)	80.0	(+6.7)	7.4	(-1.4)	5.2	(-3.9)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	25.0	(+3.4)	36.4	(-3.3)	38.6	(-0.1)	-13.6	(+3.5)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	56.9	(+1.6)	35.3	(-2.5)	7.8	(+0.9)	49.1	(+0.7)
Versicherungen	43.8	(-1.3)	45.7	(-0.5)	10.5	(+1.8)	33.3	(-3.1)
Fahrzeuge	25.5	(+4.1)	54.5	(+2.1)	20.0	(-6.2)	5.5	(+10.3)
Chemie/Pharma	43.0	(-2.8)	52.6	(+1.3)	4.4	(+1.5)	38.6	(-4.3)
Stahl/NE-Metalle	29.5	(-1.9)	46.1	(-1.7)	24.4	(+3.6)	5.1	(-5.5)
Elektro	32.8	(+4.3)	60.9	(-4.3)	6.3	(+/-0.0)	26.5	(+4.3)
Maschinen	45.1	(+0.5)	45.9	(-1.5)	9.0	(+1.0)	36.1	(-0.5)
Konsum/Handel	20.1	(+2.7)	60.2	(+2.2)	19.7	(-4.9)	0.4	(+7.6)
Bau	12.2	(+3.1)	61.7	(+3.9)	26.1	(-7.0)	-13.9	(+10.1)
Versorger	58.9	(+8.0)	36.7	(-7.6)	4.4	(-0.4)	54.5	(+8.4)
Dienstleister	57.0	(+2.7)	39.4	(-1.9)	3.6	(-0.8)	53.4	(+3.5)
Telekommunikation	55.4	(+0.1)	39.1	(+1.0)	5.5	(-1.1)	49.9	(+1.2)
Inform.-Technologien	62.5	(+4.5)	33.9	(-2.9)	3.6	(-1.6)	58.9	(+6.1)

Bemerkung: An der Juli-Umfrage des Finanzmarkttests vom 04.07.-18.07.05 beteiligten sich 294 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.