

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 14 · November 2005

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

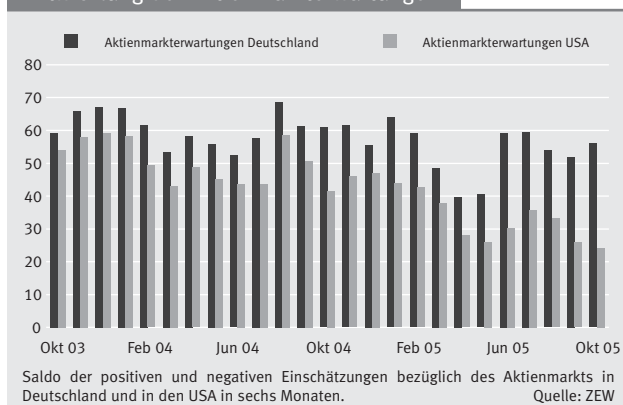
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 04.10.05 – 17.10.05 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 21.10.05) wiedergegeben.

Der Dax im Bann des hohen Ölpreises

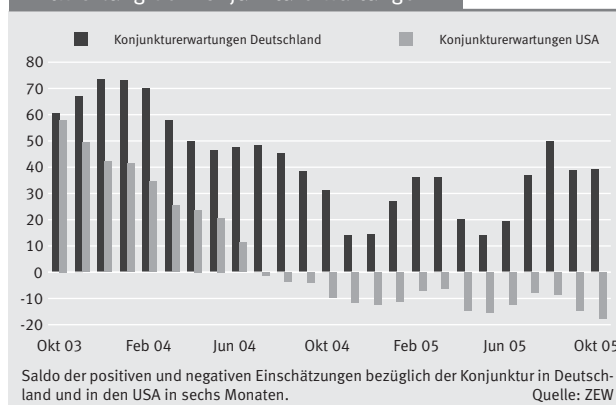
Die mittelfristigen Aussichten für die Aktienmärkte im Euro-Raum hellen sich nach Ansicht der Experten im Oktober wieder auf. Ein wichtiger Grund hierfür dürfte neben der weiterhin robusten Weltkonjunktur der jüngste Rückgang des Ölpreises sein. Tatsächlich dürfte die Gefahr für die Unternehmensgewinne etwas gesunken sein, seit der Ölpreis seine Höchststände verlassen hat. Dies gilt umso mehr, als rund 40 Prozent der Experten von weiter sinkenden Ölpreisen auf Sicht der nächsten sechs Monate ausgehen. Dennoch bleibt der Ölpreis nicht ohne Risiken für den Aktienmarkt. Sorge bereitet der Umstand, dass der weiterhin hohe Ölpreis zu Zweitrundeneffekten und somit zu höheren Löhnen führen könnte. Es könnte eine Lohn-Preis-Spirale entstehen, die die Inflation exponentiell ansteigen lassen könnte.

Tatsächlich ist der hohe Ölpreis bereits maßgeblich für einen unerwartet deutlichen Anstieg der Verbraucherpreise in den USA um 4,7 Prozent im Jahresvergleich verantwortlich und dürfte die US-Zentralbank veranlassen, die Zinsen deutlicher zu erhöhen als bisher angenommen. Zinserhöhungen verteuern jedoch die Finanzierung der Unternehmen und gefährden somit ihre Gewinne. Wie sensibel die Aktienmärkte auf Inflationszahlen reagieren können, zeigt die jüngste Korrektur des Dax um mehr als hundert Punkte, die ihn fast bis auf 4.800 Punkte einbrechen ließ. Generell dürfte der hohe Ölpreis die europäische Konjunktur jedoch in

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



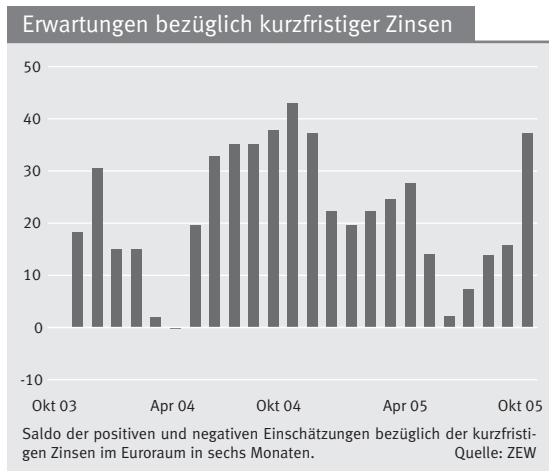
Entwicklung der Konjunkturerwartungen



geringerem Ausmaß treffen als die der USA, da die ölfördernden Länder die eingenommenen Petro-Dollars gerne für Produkte aus dem Euroraum ausgeben und somit mögliche Nachfrageausfälle im Euroraum aufgrund des hohen Ölpreises zumindest teilweise kompensieren. Die geringere Ölabhängigkeit europäischer Unternehmen führt zudem zu einem vergleichsweise geringeren Preisdruck. Tatsächlich liegt die Inflationsrate im Euroraum mit 2,6 Prozent im September deutlich unter dem Niveau der USA. Die Tatsache, dass sich die Inflation insbesondere in den USA beschleunigt, dürfte ein wichtiger Grund dafür sein, dass die Aktienmarktentwicklung in den USA vergleichsweise pessimistischer beurteilt wird als im Euroraum. Doch auch die günstigere Bewertung der europäischen Aktienmärkte spricht eher für weitere Kurssteigerungen an den europäischen Aktienmärkten als in den USA. Schließlich lassen auch die positiveren Konjunkturerwartungen für den Euroraum ein vergleichsweise höheres Kurspotenzial von europäischen Aktien erwarten. Auf die Frage, ob in Zukunft wieder Aktien von Wachstumsunternehmen eine bessere Kursentwicklung als Substanzwerte zeigen werden, geben die Ergebnisse noch keine eindeutige Antwort. Im Oktober wächst zwar die Zuversicht der Experten insbesondere hinsichtlich der TecDax-Unternehmen, doch ist diese Entwicklung eher als eine Korrektur des vormonatlichen Vertrauensverlustes in den TecDax zu interpretieren.

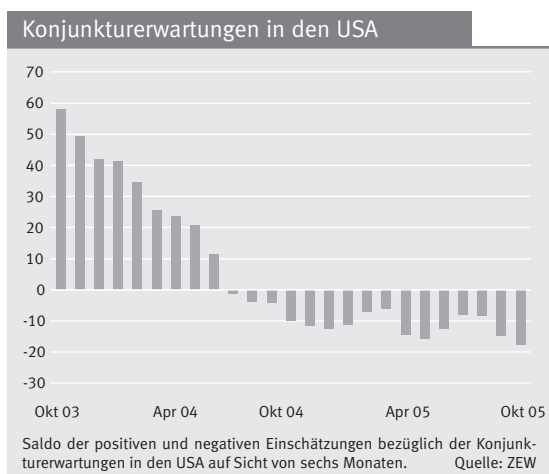
Volker Kleff

ECB: Zinserhöhung zunehmend wahrscheinlicher



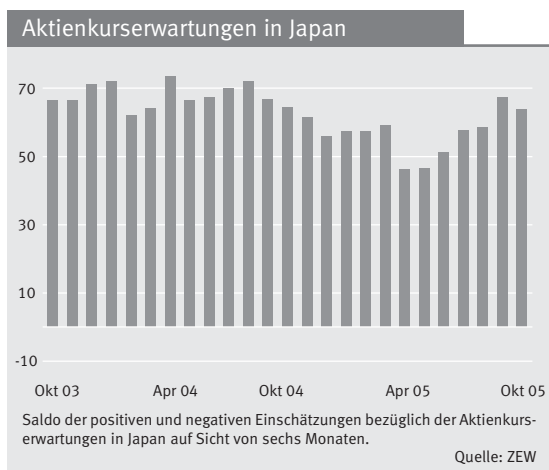
Der Ölpreis war die maßgebliche Ursache dafür, dass die Inflationsrate im Euroraum jüngst die Marke von 2,6 Prozent genommen hat. Vor diesem Hintergrund warnt EZB-Präsident Trichet vor einer weiteren Inflationsbeschleunigung aufgrund von Zweitrundeneffekten, wenn die Konsumenten höhere Löhne zum Inflationsausgleich fordern sollten. Um die Märkte bereits auf eine mögliche Leitzinserhöhung einzustimmen, spricht Trichet auch nicht mehr davon, dass das aktuelle Zinsniveau dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld angemessen sei. Die Experten sehen in diese Warnungen ein Indiz dafür, dass die EZB schon bald die Leitzinsen anheben wird. Der Anteil derjenigen, die auf Sicht der nächsten sechs Monate von einer Zinserhöhung ausgehen, hat sich im Vergleich zum Vormonat mehr als verdoppelt. Nach 17 Prozent im September erwarten im Oktober 38 Prozent von ihnen einen solchen Schritt bis April nächsten Jahres. Die übrigen Experten gehen davon aus, dass sich die EZB mit ihrer Zinserhöhung noch mehr als sechs Monate Zeit lassen wird. *Volker Kleff*

USA: Mögliche Sparmaßnahmen belasten



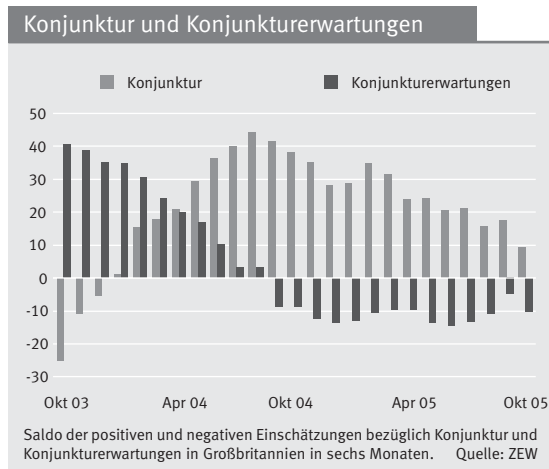
Die Sorgen im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung in den USA lassen auch in diesem Monat nicht nach. Die Risiken, denen die Volkswirtschaft ausgesetzt ist, haben sich nach wie vor nicht vermindert. Auf der makroökonomischen Ebene bleibt das Staatsdefizit hoch. Schätzungen zufolge werden zwar die Steuereinnahmen im laufenden Jahr höher ausfallen, diese Mehreinnahmen werden jedoch durch die Belastungen des Staatshaushalts durch die beiden Wirbelstürme zunichte gemacht. Daneben wächst der Schuldenberg des Landes am Ausland weiter an. Auf der mikroökonomischen Ebene ist die Sparquote seit Juli negativ, denn die privaten Haushalte fühlen sich durch hohe Immobilienpreise reich. Sollte die Regierung nun einen Sparkurs einschlagen, wie er derzeit diskutiert wird, oder die privaten Verbraucher vorsichtiger und damit weniger ausgabenfreudig werden, dürfte die weitere konjunkturelle Entwicklung beeinträchtigt werden. Der entsprechende Indikator in der aktuellen Umfrage sinkt von -14,7 auf -17,7 Punkte. *Sandra Schmidt*

Japan: Börse vor Korrekturphase



Nachdem der Nikkei von Juli bis September um mehr als 15 Prozent zulegen konnte, signalisiert der Rückgang des Indikators für die Entwicklung des Tokioter Parketts um 3,7 Punkte, dass mit leichten Korrekturen innerhalb der nächsten sechs Monate gerechnet werden muss. Für die jüngsten Kursgewinne sind vornehmlich ausländische Anleger verantwortlich, die ihr Interesse an Japan wieder entdeckt haben. Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis sind japanische Aktien derzeit wesentlich teurer als europäische oder US-amerikanische Titel, was sie anfälliger für externe Schocks wie eine Erhöhung der Leitzinsen oder neue Höhenflüge des Ölpreises macht. Den Experten zufolge sind Gefahren durch weitere Ölpreiserhöhungen derzeit weniger relevant, allerdings könnten alternative Anlagemöglichkeiten wie etwa Anleihen durch steigende Zinsen für die Anleger attraktiver werden. Daneben sind die Inflationserwartungen in diesem Monat erneut kräftig angestiegen, so dass damit gerechnet werden kann, dass die Notenbank ihr Liquiditätsziel einschränken wird. *Sandra Schmidt*

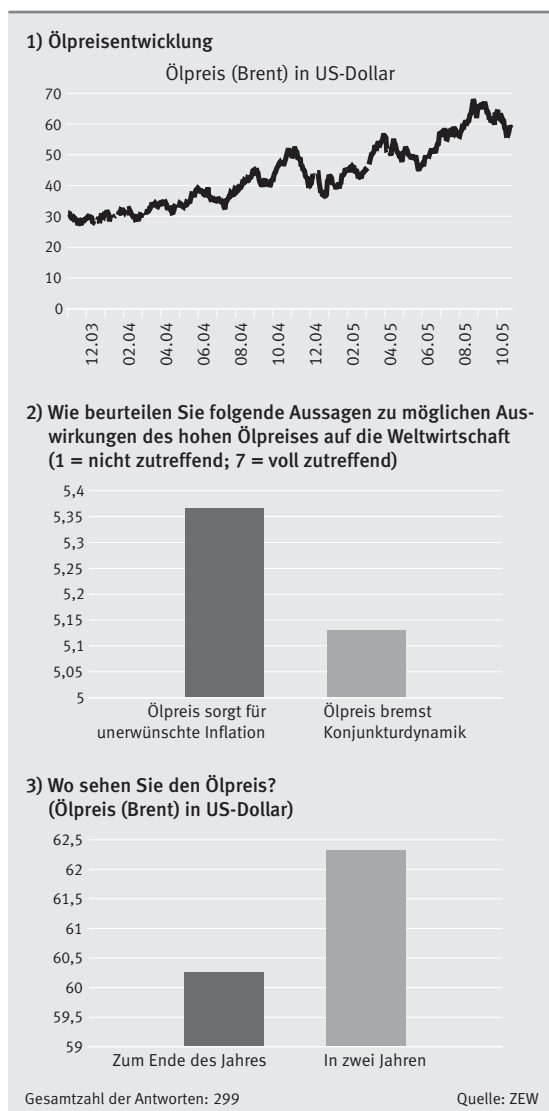
Großbritannien: Kein Anziehen der Konjunktur



In der aktuellen Umfrage fällt der Indikator zur konjunkturellen Lage um 8,2 auf nunmehr 9,4 Punkte. Die Einschätzungen für Großbritannien leiden in diesem Monat unter negativen Vorgaben. So ist die Industrieproduktion ein drittes Mal in Folge gesunken, was eine Verschlechterung des Arbeitsmarktes nach sich ziehen dürfte. Dieser reagiert im Allgemeinen verzögert, da die Unternehmen ihre Kapazitäten erst nach und nach anpassen. Als Folge davon dürfte sich der Zuwachs der Einkommen der britischen Haushalte verlangsamen, so dass von der Einkommensentwicklung keine positiven Impulse für das Verbrauchervertrauen zu erwarten sind. Auf Drei-Monats-Basis hat sich der private Konsum zwar von seiner Flaute zu Beginn des Jahres erholt, wächst jedoch nur verhalten. Auch die Ausgaben des Staates, die derzeit einen wesentlichen Teil der Nachfrage darstellen, dürften in Zukunft gedrosselt werden, wenn die Regierung ihre „Goldene Regel“ der Fiskalpolitik einhalten will. Insgesamt sinkt daher der Indikator der Konjunkturerwartungen um 5,4 auf -10,3 Punkte.

Sandra Schmidt

Sonderfrage: Die weitere Ölpreisentwicklung und ihre Auswirkungen



Die Entwicklung des Ölpreises wird von den Marktteilnehmern in letzter Zeit besonders genau beobachtet. Ein dauerhaft hoher Ölpreis kann nicht nur für eine unerwünschte Belebung der Inflation sorgen, sondern direkt und indirekt die Konjunktorentwicklung bremsen. Unmittelbar senkt etwa der hohe Ölpreis die Kaufkraft der Konsumenten und verringert somit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die konjunkturelle Entwicklung. Indirekt könnte die durch den höheren Ölpreis gestiegene Inflation die Notenbanken dazu verleiten, die Zinsen zu erhöhen und somit die Konjunkturdynamik zu verringern. In diesem Monat wurden 299 Experten zu dieser Thematik befragt.

Nach Einschätzung der Experten ist die Ölpreisentwicklung sowohl als Inflationstreiber als auch als Konjunkturbremse sehr bedeutsam. Auch wenn der Ölpreis nicht mehr die hohe Bedeutung für die Weltkonjunktur hat wie in den 1970er Jahren, so darf das aus einem dauerhaft hohen Ölpreis resultierende Risiko auch heute nicht unterschätzt werden. Bisher wurde der hohe Ölpreis vorwiegend als Konjunkturbremse interpretiert. Die Tatsache, dass die Inflationsgefahr von den Experten größer eingeschätzt wird als das Konjunkturrisiko, könnte indessen Beleg für ein Umdenken sein. Die Märkte, die nun die Inflationsrisiken in den Vordergrund schieben, könnten sich bereits auf eine deutlichere Zinserhöhungsrunde eingestellt haben.

Ein hoher Ölpreis ist nach Ansicht der Experten jedoch nicht zwangsläufig schädlich für eine Volkswirtschaft. So bestätigen die befragten Finanzanalysten beispielsweise, dass die durch den Ölpreis hervorgerufene Inflation zu einem bedeutsamen Teil dafür verantwortlich war, die Deflation in Japan zu überwinden. Wurden bisher Käufe langfristiger Konsumgüter wegen fallender Preise zurückgestellt, so fragen die Japaner sie inzwischen wieder bereitwilliger nach.

Zum Ende des Jahres rechnen die Experten mit einem Ölpreis von rund 60 US-Dollar pro Barrel Nordseeöl. Dies entspricht in etwa dem aktuellen Niveau. Zumindest kurzfristig sollte sich daher die Lage am Ölmarkt nicht weiter verschärfen. Doch auch längerfristig, auf Sicht der nächsten zwei Jahre, wird sich der hohe Ölpreis nach Einschätzung der Experten nicht deutlich verringern, sondern wird sogar leicht steigen. Die Unternehmen sollten sich daher auf langfristig hohe Ölpreise einstellen.

Volker Kleff

ZEW - Finanzmarkttest Oktober 2005: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	3.8	(+1.5)	65.5	(-3.8)	30.7	(+2.3)	-26.9	(-0.8)
Deutschland	1.9	(-0.1)	38.2	(+0.3)	59.9	(-0.2)	-58.0	(+0.1)
USA	41.9	(-0.2)	54.7	(+0.4)	3.4	(-0.2)	38.5	(+/-0.0)
Japan	19.4	(+3.3)	68.7	(-0.1)	11.9	(-3.2)	7.5	(+6.5)
Großbritannien	18.3	(-4.5)	72.8	(+0.8)	8.9	(+3.7)	9.4	(-8.2)
Frankreich	2.6	(-0.3)	59.9	(+1.0)	37.5	(-0.7)	-34.9	(+0.4)
Italien	2.3	(+0.9)	29.2	(+2.4)	68.5	(-3.3)	-66.2	(+4.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	39.4	(+2.0)	55.9	(-1.1)	4.7	(-0.9)	34.7	(+2.9)
Deutschland (=ZEW Indikator)	44.4	(-2.0)	50.6	(+4.8)	5.0	(-2.8)	39.4	(+0.8)
USA	10.3	(-2.1)	61.7	(+1.2)	28.0	(+0.9)	-17.7	(-3.0)
Japan	49.1	(+4.7)	49.0	(-4.6)	1.9	(-0.1)	47.2	(+4.8)
Großbritannien	8.4	(-3.8)	72.9	(+2.2)	18.7	(+1.6)	-10.3	(-5.4)
Frankreich	27.7	(+0.8)	62.9	(-2.5)	9.4	(+1.7)	18.3	(-0.9)
Italien	19.7	(-1.5)	68.4	(-0.5)	11.9	(+2.0)	7.8	(-3.5)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	52.3	(+10.2)	32.1	(-20.5)	15.6	(+10.3)	36.7	(-0.1)
Deutschland	52.5	(+7.9)	30.9	(-19.3)	16.6	(+11.4)	35.9	(-3.5)
USA	65.4	(+0.8)	23.9	(-5.9)	10.7	(+5.1)	54.7	(-4.3)
Japan	62.9	(+14.0)	34.1	(-15.6)	3.0	(+1.6)	59.9	(+12.4)
Großbritannien	41.1	(+3.5)	48.1	(-6.9)	10.8	(+3.4)	30.3	(+0.1)
Frankreich	47.7	(+7.3)	37.8	(-16.8)	14.5	(+9.5)	33.2	(-2.2)
Italien	49.5	(+8.6)	38.0	(-15.4)	12.5	(+6.8)	37.0	(+1.8)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	37.8	(+20.4)	61.6	(-19.4)	0.6	(-1.0)	37.2	(+21.4)
USA	89.1	(+12.6)	10.9	(-11.3)	0.0	(-1.3)	89.1	(+13.9)
Japan	39.0	(+13.8)	60.3	(-14.2)	0.7	(+0.4)	38.3	(+13.4)
Großbritannien	18.0	(+4.1)	62.7	(-1.4)	19.3	(-2.7)	-1.3	(+6.8)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	64.6	(+8.0)	31.1	(-7.1)	4.3	(-0.9)	60.3	(+8.9)
USA	74.5	(+6.6)	22.4	(-5.1)	3.1	(-1.5)	71.4	(+8.1)
Japan	69.9	(+14.1)	29.8	(-12.6)	0.3	(-1.5)	69.6	(+15.6)
Großbritannien	37.9	(+2.5)	53.7	(-2.0)	8.4	(-0.5)	29.5	(+3.0)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	63.7	(+3.2)	25.9	(-2.8)	10.4	(-0.4)	53.3	(+3.6)
DAX (Deutschland)	66.6	(+2.2)	22.8	(-0.3)	10.6	(-1.9)	56.0	(+4.1)
TecDax (Deutschland)	59.6	(+3.5)	28.2	(-0.6)	12.2	(-2.9)	47.4	(+6.4)
Dow Jones Industrial (USA)	40.7	(-1.8)	42.7	(+1.8)	16.6	(+/-0.0)	24.1	(-1.8)
Nikkei 225 (Japan)	70.0	(-2.7)	23.7	(+1.7)	6.3	(+1.0)	63.7	(-3.7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	46.3	(-0.8)	42.9	(+1.4)	10.8	(-0.6)	35.5	(-0.2)
CAC-40 (Frankreich)	57.9	(+2.2)	30.4	(-1.9)	11.7	(-0.3)	46.2	(+2.5)
MIBtel (Italien)	48.4	(+0.4)	36.2	(-1.4)	15.4	(+1.0)	33.0	(-0.6)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	25.4	(+5.8)	33.8	(+2.0)	40.8	(-7.8)	-15.4	(+13.6)
Yen	32.1	(+4.6)	57.1	(-6.1)	10.8	(+1.5)	21.3	(+3.1)
Brit. Pfund	11.2	(+1.7)	62.6	(+0.3)	26.2	(-2.0)	-15.0	(+3.7)
Schw. Franken	14.7	(+2.4)	79.5	(-1.5)	5.8	(-0.9)	8.9	(+3.3)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	16.4	(-6.4)	43.9	(+9.9)	39.7	(-3.5)	-23.3	(-2.9)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	59.1	(+0.6)	32.6	(-0.7)	8.3	(+0.1)	50.8	(+0.5)
Versicherungen	43.9	(-3.1)	39.9	(+0.3)	16.2	(+2.8)	27.7	(-5.9)
Fahrzeuge	30.3	(+3.0)	51.6	(-1.6)	18.1	(-1.4)	12.2	(+4.4)
Chemie/Pharma	47.9	(+3.1)	47.8	(-1.4)	4.3	(-1.7)	43.6	(+4.8)
Stahl/NE-Metalle	29.9	(+2.4)	55.0	(-1.0)	15.1	(-1.4)	14.8	(+3.8)
Elektro	31.6	(+2.0)	63.3	(+1.2)	5.1	(-3.2)	26.5	(+5.2)
Maschinen	60.4	(+5.5)	34.2	(-3.8)	5.4	(-1.7)	55.0	(+7.2)
Konsum/Handel	22.8	(+0.4)	58.0	(+4.3)	19.2	(-4.7)	3.6	(+5.1)
Bau	14.5	(+2.2)	60.1	(-2.1)	25.4	(-0.1)	-10.9	(+2.3)
Versorger	52.6	(-8.2)	37.5	(+3.2)	9.9	(+5.0)	42.7	(-13.2)
Dienstleister	54.6	(-0.9)	42.8	(+2.8)	2.6	(-1.9)	52.0	(+1.0)
Telekommunikation	48.1	(-1.7)	41.2	(-0.4)	10.7	(+2.1)	37.4	(-3.8)
Inform.-Technologien	55.9	(-2.2)	39.3	(+1.5)	4.8	(+0.7)	51.1	(-2.9)

Bemerkung: An der Oktober-Umfrage des Finanzmarkttests vom 04.10.-17.10.05 beteiligten sich 324 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.