

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 14 · September 2005

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

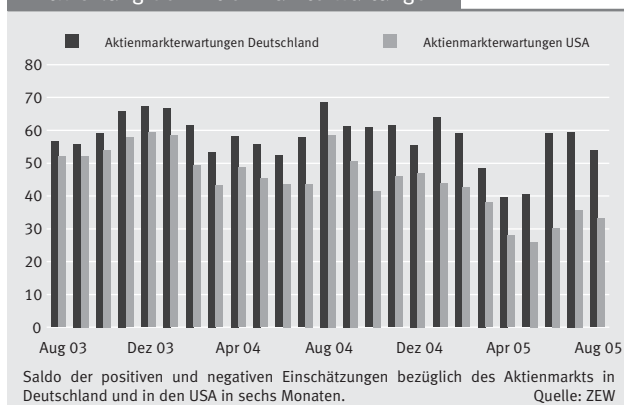
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 01.08.05 bis 22.08.05 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 26.08.05) wiedergegeben.

## Angst vor einer Korrektur am Aktienmarkt

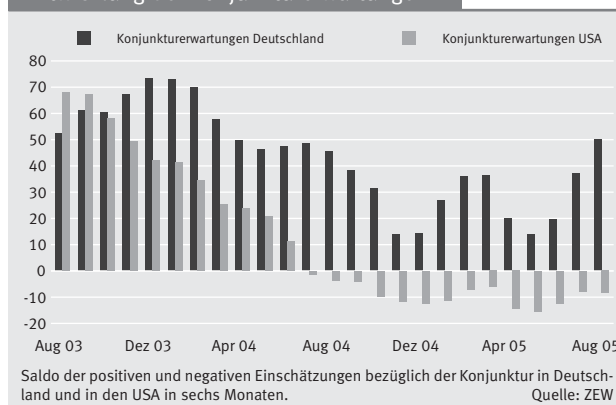
Entgegen den Erwartungen vieler Finanzmarktanalysten ist der Dax seit Anfang des Jahres um rund 16 Prozent von knapp 4.300 auf nunmehr annähernd 5.000 Punkte gestiegen. Trotz dieser fulminanten Performance wird dem Dax weiteres Aufwärtspotenzial bescheinigt. So ist der Dax immer noch relativ günstig bewertet. Verglichen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 15 im langjährigen Durchschnitt, weist der Dax aktuell ein KGV von 12 auf. Auf Basis dieser Kennzahl hätte der Index nach oben also noch 25 Prozent bzw. bis zum Stand von 6.250 Punkten Luft, ohne überteuert zu wirken. Der Grund für das weitere Aufwärtspotenzial liegt in den guten Unternehmensgewinnen der Dax-Unternehmen. Die meisten Unternehmen haben mit ihren Halbjahresergebnissen die Gewinnerwartungen der Analysten übertroffen.

Für die jüngste Rallye am deutschen Aktienmarkt dürfte zu einem bedeutenden Teil das wiedererwachte Interesse angelsächsischer Investoren am deutschen Aktienmarkt verantwortlich sein. Hintergrund dieser Entwicklung sind die Neuwahlen in Deutschland am 18. September, von denen sich die Investoren neue Impulse für die eingeleitete Reformpolitik erhoffen. Sie spekulieren darauf, dass sich nach den Wahlen der Bewertungsabschlag des Dax auflöst. Kurzfristig ist es jedoch gut möglich, dass die Aktienmärkte nach den Wahlen zunächst selbst dann enttäuscht reagieren, wenn, wie von den Investoren erhofft, eine

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



Entwicklung der Konjunkturerwartungen

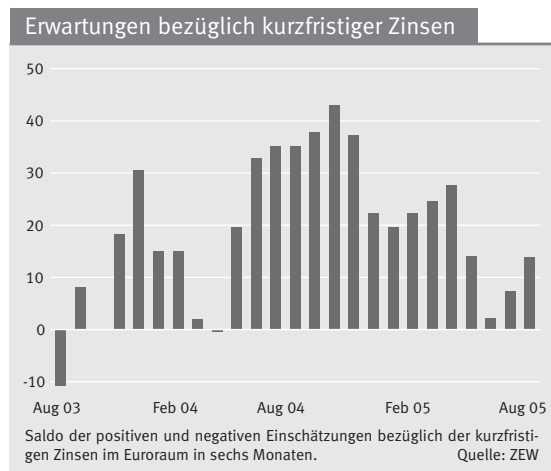


CDU/FDP-Regierung eine klare Mehrheit erhält. Denn auch eine schwarz-gelbe Koalition wird den Standort Deutschland nicht innerhalb kurzer Zeit reformieren können. Wesentliche Reformschritte könnten im Gegenteil sogar kurzfristig einen negativen Effekt auf die Konjunktur und auch die Aktienmärkte haben. Kurzfristig dürften zudem saisonale Effekte den Dax belasten. Gerade die beiden Monate August und September zählen zu den Monaten mit der schwächsten Aktien-Performance und der Oktober hat einen Ruf als Crash-Monat.

Schließlich mahnen auch fundamentale Faktoren vorerst noch zur Vorsicht am Aktienmarkt. Der Ölpreis steht auf einem neuen Rekordniveau und könnte vor dem Hintergrund der unsicheren politischen Lage in vielen Ölförderländern kurzfristig weiter zulegen, auch wenn die Mehrheit der befragten Finanzexperten auf Sicht der nächsten sechs Monate eher von einem fallenden Ölpreis ausgeht. So wird bereits vorgerechnet, dass der Ölpreis leicht über 100 US-Dollar pro Barrel ansteigen könnte, wenn ein größerer Erdölförderstaat wie etwa der Iran seine Öllieferungen einstellen sollte. Bei Ölpreisen in dieser Größenordnung müsste auch die US-Wirtschaft eine erhebliche Dämpfung der Konjunktur hinnehmen. Ohnehin scheinen viele Marktbeobachter von einer mittelfristigen Belebung der US-Konjunktur, wie von Alan Greenspan prognostiziert, nicht ganz überzeugt zu sein.

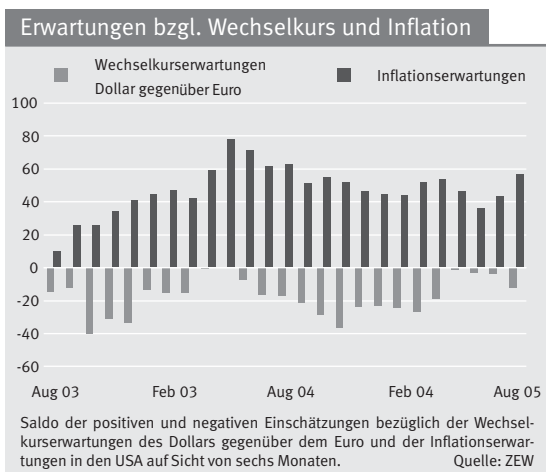
Volker Kleff

## EZB: Vorerst kein Handlungsbedarf



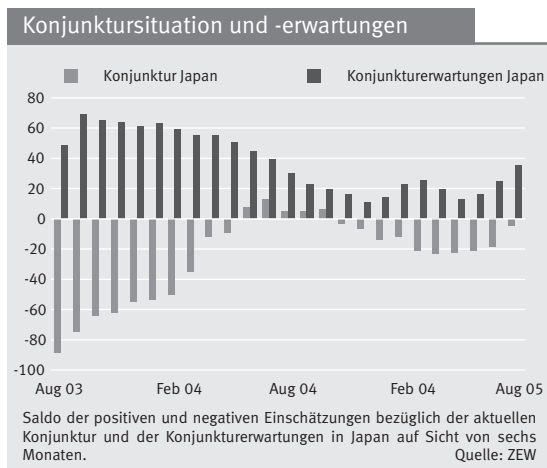
Nach Ansicht der Experten baut sich der Handlungsdruck auf die EZB nur allmählich auf. Auch weiterhin dürfte die EZB daher nicht gezwungen sein, den Leitzins von aktuell 2,0 Prozent zu erhöhen. Lediglich 17 Prozent der Experten nach 13 Prozent im Vormonat erwarten einen solchen Schritt auf Sicht der nächsten sechs Monate. Dieser geringe Handlungsdruck könnte insofern überraschend sein, als die aktuelle Inflationsrate im Euroland den angestrebten Zielkorridor im Juni mit 2,2 Prozent bereits überschritten hat und bereits jeder dritte befragte Experte mit einer weiteren Beschleunigung der Inflation rechnet. Zu beachten ist jedoch, dass die Inflation durch den hohen Ölpreis nach oben verzerrt ist. Es erscheint daher angesichts der wirtschaftlichen Situation im Euroraum wenig wahrscheinlich, dass der hohe Ölpreis über Zweitrundeneffekte zu höheren Lohnforderungen und somit zu einer Lohn-Preis-Spirale führt. In Erwartung steigender Kurzfristzinsen in den USA gehen die Experten daher von einer Ausweitung der transatlantischen Zinsdifferenz aus. *Volker Kleff*

## USA: Weitere Abwertungen erwartet



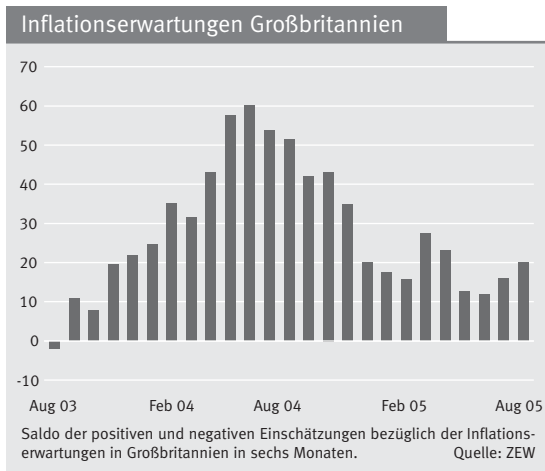
Den befragten Finanzmarktexperten zufolge scheint die vergangene Aufwertungsphase des US-Dollars nicht wiederzukehren. Vielmehr haben die Erwartungen, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro abwertet, im August um 8,2 auf -11,9 Punkte zugenommen. Hier mag das wieder gestiegene Handelsbilanzdefizit eine Rolle spielen, das ein erneutes Rekordhoch für 2005 absehen lässt. Außerdem ist die zurzeit beobachtete Inflationsrate in den USA stark angestiegen, was den Wert der Währung tendenziell verringert. Dieser Trend wird sich den Analysten zufolge fortsetzen: Der Saldo der Inflationserwartungen steigt in diesem Monat von 43,1 auf 56,7 Punkte. Maßgeblich hierfür sind die Ölpreise – vor allem, da hohe Preise die US-amerikanischen Konsumenten auch in der Vergangenheit nicht an einem großzügigen Umgang mit Energie hinderten. Die Kerninflationsrate ist derzeit jedoch moderat geblieben. Dieses Inflationsmaß erfasst die Steigerungen des Ölpreises nur über die Zweitrundeneffekte durch Lohn- und Preissteigerungen der Unternehmen. *Sandra Schmidt*

## Japan: Aufwärtstrend hält an



Sowohl die Einschätzungen der konjunkturellen Situation als auch der Erwartungen zeigen für Japan seit Mai einen klaren Aufwärtstrend. Insbesondere der Saldo der Konjunktursituation steigt in diesem Monat um 14,1 Punkte. Das ist beachtlich, da das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts etwas hinter den Erwartungen zurück blieb. Ein Blick auf die Wachstumskomponenten erklärt jedoch diese positive Sichtweise. Denn es war hauptsächlich der Abbau der Vorratsinvestitionen, der das BIP-Wachstum bremste. Hingegen regen weiterhin gute Unternehmensergebnisse und erfolgreiche Umstrukturierungen die Investitionstätigkeit an. Entsprechend optimistisch fällt auch der Blick in die Zukunft aus: Der Saldo der Konjunkturerwartungen steigt in diesem Monat deutlich um 10,6 auf 35,4 Punkte. Die für Anfang September anberaumten Neuwahlen bremsen den Optimismus der Finanzmarktexperten somit nicht. Der Zuspruch, den Koizumi seitens der Bevölkerung findet, dürfte vielmehr auf eine Fortsetzung der erfolgreichen Reformpolitik hoffen lassen. *Sandra Schmidt*

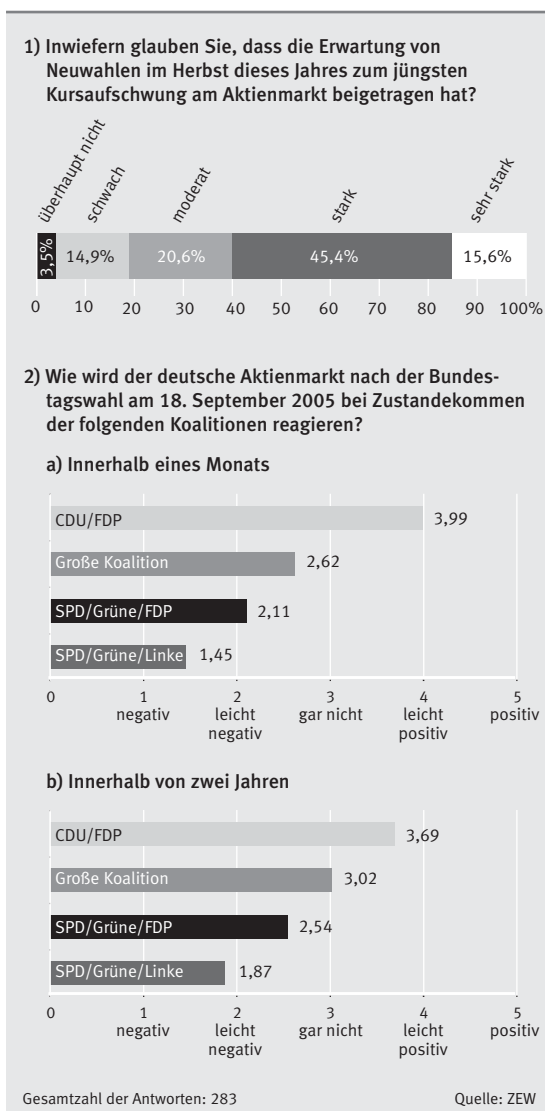
## Großbritannien: Preisdruck nur moderat



Von den betrachteten Ländern stellen die befragten Finanzmarktexperten für Großbritannien die geringsten Preisrisiken fest. Die Inflationserwartungen für die kommenden sechs Monate steigen zwar, jedoch nur um 4,2 auf 20,0 Punkte. Hintergrund dürfte der jüngste Inflationsbericht der Bank of England sein, der die Preisrisiken im Währungsgebiet ebenfalls als moderat einschätzt. Einerseits hat sich der Kostendruck auf die Unternehmen durch steigende Energiepreise erhöht, andererseits dürften ein als nur moderat erwartetes Wachstum der Konsumnachfrage und fallende Häuserpreise den Preisauftrieb hemmen. Die Konjunkturrisiken scheinen jedoch nicht so groß zu sein, dass die Analysten unmittelbare weitere Zinsschritte erwarten. Vielmehr steigt der Saldo der Konjunkturerwartungen um 2,4 Punkte. Dementsprechend hat sich der Anteil derer, die davon ausgehen, dass die Bank of England es bei ihrer kürzlich erfolgten Zinssenkung auf 4,5 Prozent belassen wird, mit 57,2 Punkten leicht unterhalb des Niveaus des Vormonats stabilisiert.

*Sandra Schmidt*

## Neuwahlen und der deutsche Aktienmarkt



Auffallend ist, dass der deutsche Aktienmarkt entgegen der alten Börsenweisheit „Sell in May and go away“ gerade im Mai zu einem neuen Spurt ansetzte, der ihn bis heute um rund 16 Prozent bis auf annähernd 5.000 Punkte nach oben katapultierte. Im Zeitraum Januar bis Mai tendierte der Dax hingegen lustlos zwischen 4.200 und 4.400 Punkten. Es könnte daher der Verdacht aufkommen, dass die jüngste Rallye mit den Landtagswahlen in Nordrhein-Westfalen am 22. Mai zusammenhängt. Damals verlor die SPD nach jahrzehntelanger Regierung ihr Regierungsmandat in diesem Bundesland und zugleich die letzten Sitze im CDU-dominierten Bundesrat. Als Konsequenz dieser Entwicklung sollen Neuwahlen auf Bundesebene am 18. September die Machtverteilung in Deutschland neu ordnen. Zu den Auswirkungen der bevorstehenden Neuwahlen auf den deutschen Aktienmarkt wurden in diesem Monat 283 Finanzmarktexperten befragt.

Die Experten bestätigen, dass zwischen den Aussichten auf Neuwahlen Mitte September und der jüngsten Rallye am deutschen Aktienmarkt ein starker Zusammenhang besteht. Nach der Wahl könnte jedoch je nach Wahlausgang Ermüchterung in unterschiedlichem Ausmaß einkehren. Die Ergebnisse belegen, dass die Finanzexperten eine Koalition aus CDU und FDP vergleichsweise deutlich bevorzugen. Sie scheinen somit dieser Koalition die größte Kompetenz zuzutrauen, um Reformen einzuschlagen, die Deutschland auf einen höheren Wachstumspfad bringen könnten. Interessanterweise schneidet eine große Koalition aus CDU und SPD in der Einschätzung der Experten deutlich schlechter ab. Wahrscheinlich befürchten sie, dass sich die beiden Parteien im Falle einer großen Koalition nur auf den kleinsten gemeinsamen Nenner verständigen und folglich große Reformvorhaben schon im Vorfeld scheitern werden. In den Augen der Experten wäre eine große Koalition jedoch immer noch besser für den Aktienmarkt als die bisherige rot-grüne Regierung, die wahrscheinlich mit der FDP koalieren müsste, um eine Mehrheit zu erhalten. Diese schlechte Beurteilung mag ein wenig überraschen, war es doch die bisherige Regierung, die einige vielversprechende Reformansätze auf den Weg gebracht hat. Einhellig handeln die Finanzexperten jedoch eine mögliche Koalition aus SPD, Grünen und der Linken als „worst case scenario“.

*Volker Kleff*

## ZEW - Finanzmarkttest August 2005: Belegung der Antwortkategorien

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	2.5	(-0.2)	61.7	(-0.3)	35.8	(+0.5)	-33.3	(-0.7)
Deutschland	1.6	(+0.6)	35.7	(+4.4)	62.7	(-5.0)	-61.1	(+5.6)
USA	58.9	(+8.7)	38.6	(-8.1)	2.5	(-0.6)	56.4	(+9.3)
Japan	12.8	(+6.7)	69.9	(+0.7)	17.3	(-7.4)	-4.5	(+14.1)
Großbritannien	25.1	(-0.1)	65.6	(-5.2)	9.3	(+5.3)	15.8	(-5.4)
Frankreich	3.1	(+1.3)	56.2	(+1.0)	40.7	(-2.3)	-37.6	(+3.6)
Italien	1.4	(+/-0.0)	22.3	(-2.0)	76.3	(+2.0)	-74.9	(-2.0)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	44.4	(+11.3)	52.8	(-10.0)	2.8	(-1.3)	41.6	(+12.6)
Deutschland (=ZEW Indikator)	52.5	(+10.7)	45.0	(-8.4)	2.5	(-2.3)	50.0	(+13.0)
USA	7.5	(-3.1)	76.6	(+5.7)	15.9	(-2.6)	-8.4	(-0.5)
Japan	38.4	(+9.7)	58.6	(-8.8)	3.0	(-0.9)	35.4	(+10.6)
Großbritannien	12.0	(+1.8)	65.3	(-1.2)	22.7	(-0.6)	-10.7	(+2.4)
Frankreich	29.2	(+/-0.0)	63.3	(+0.3)	7.5	(-0.3)	21.7	(+0.3)
Italien	24.2	(+3.6)	66.2	(-1.8)	9.6	(-1.8)	14.6	(+5.4)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	32.4	(+7.7)	61.0	(-4.4)	6.6	(-3.3)	25.8	(+11.0)
Deutschland	36.4	(+9.6)	55.7	(-6.2)	7.9	(-3.4)	28.5	(+13.0)
USA	61.1	(+11.1)	34.5	(-8.6)	4.4	(-2.5)	56.7	(+13.6)
Japan	39.9	(+10.6)	59.8	(-9.4)	0.3	(-1.2)	39.6	(+11.8)
Großbritannien	29.5	(+3.4)	61.0	(-2.6)	9.5	(-0.8)	20.0	(+4.2)
Frankreich	30.2	(+5.9)	63.6	(-2.8)	6.2	(-3.1)	24.0	(+9.0)
Italien	32.9	(+7.3)	59.5	(-3.7)	7.6	(-3.6)	25.3	(+10.9)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	16.9	(+4.0)	80.0	(-1.6)	3.1	(-2.4)	13.8	(+6.4)
USA	84.0	(+3.1)	15.7	(-2.0)	0.3	(-1.1)	83.7	(+4.2)
Japan	18.4	(+5.9)	81.6	(-5.5)	0.0	(-0.4)	18.4	(+6.3)
Großbritannien	10.6	(+0.4)	57.2	(-1.2)	32.2	(+0.8)	-21.6	(-0.4)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	61.9	(+0.1)	34.3	(+2.2)	3.8	(-2.3)	58.1	(+2.4)
USA	73.2	(+1.2)	24.9	(-0.4)	1.9	(-0.8)	71.3	(+2.0)
Japan	50.2	(+3.2)	48.8	(-2.7)	1.0	(-0.5)	49.2	(+3.7)
Großbritannien	30.7	(-6.4)	55.9	(+6.6)	13.4	(-0.2)	17.3	(-6.2)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	64.8	(+0.9)	25.0	(-3.7)	10.2	(+2.8)	54.6	(-1.9)
DAX (Deutschland)	65.2	(-2.5)	23.5	(-0.6)	11.3	(+3.1)	53.9	(-5.6)
TecDax (Deutschland)	58.6	(-4.1)	29.5	(+2.0)	11.9	(+2.1)	46.7	(-6.2)
Dow Jones Industrial (USA)	45.7	(-3.2)	41.8	(+3.9)	12.5	(-0.7)	33.2	(-2.5)
Nikkei 225 (Japan)	65.9	(+1.9)	26.6	(-3.0)	7.5	(+1.1)	58.4	(+0.8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	48.6	(+0.1)	39.2	(-2.3)	12.2	(+2.2)	36.4	(-2.1)
CAC-40 (Frankreich)	58.0	(+1.8)	30.4	(-4.1)	11.6	(+2.3)	46.4	(-0.5)
MIbtel (Italien)	49.4	(+0.2)	36.8	(-1.8)	13.8	(+1.6)	35.6	(-1.4)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	28.2	(-4.4)	31.7	(+0.6)	40.1	(+3.8)	-11.9	(-8.2)
Yen	28.3	(+5.1)	62.6	(-4.8)	9.1	(-0.3)	19.2	(+5.4)
Brit. Pfund	8.9	(-3.3)	61.9	(+1.4)	29.2	(+1.9)	-20.3	(-5.2)
Schw. Franken	9.5	(-3.1)	81.0	(+1.0)	9.5	(+2.1)	0.0	(-5.2)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	27.2	(+2.2)	37.7	(+1.3)	35.1	(-3.5)	-7.9	(+5.7)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	61.1	(+4.2)	34.3	(-1.0)	4.6	(-3.2)	56.5	(+7.4)
Versicherungen	52.3	(+8.5)	40.2	(-5.5)	7.5	(-3.0)	44.8	(+11.5)
Fahrzeuge	27.6	(+2.1)	56.3	(+1.8)	16.1	(-3.9)	11.5	(+6.0)
Chemie/Pharma	45.3	(+2.3)	50.7	(-1.9)	4.0	(-0.4)	41.3	(+2.7)
Stahl/NE-Metalle	27.0	(-2.5)	54.2	(+8.1)	18.8	(-5.6)	8.2	(+3.1)
Elektro	31.0	(-1.8)	63.5	(+2.6)	5.5	(-0.8)	25.5	(-1.0)
Maschinen	50.5	(+5.4)	44.4	(-1.5)	5.1	(-3.9)	45.4	(+9.3)
Konsum/Handel	21.1	(+1.0)	58.2	(-2.0)	20.7	(+1.0)	0.4	(+/-0.0)
Bau	13.4	(+1.2)	62.2	(+0.5)	24.4	(-1.7)	-11.0	(+2.9)
Versorger	61.8	(+2.9)	33.5	(-3.2)	4.7	(+0.3)	57.1	(+2.6)
Dienstleister	58.3	(+1.3)	39.1	(-0.3)	2.6	(-1.0)	55.7	(+2.3)
Telekommunikation	52.3	(-3.1)	41.2	(+2.1)	6.5	(+1.0)	45.8	(-4.1)
Inform.-Technologien	59.4	(-3.1)	35.9	(+2.0)	4.7	(+1.1)	54.7	(-4.2)

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 01.08.-22.08.05 beteiligten sich 322 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.