

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 13 · Oktober 2004

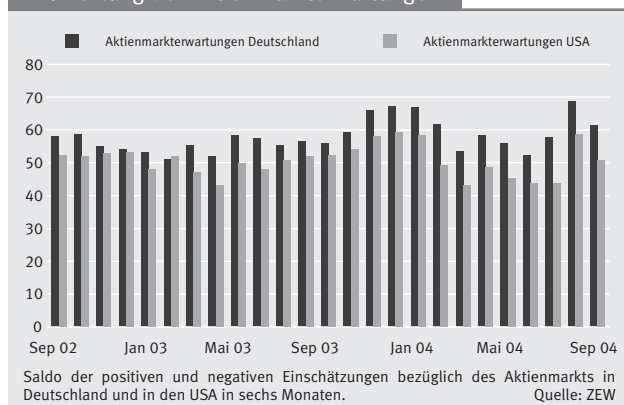
Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

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 30.08.04 – 13.09.04 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 17.09.04) wiedergegeben.

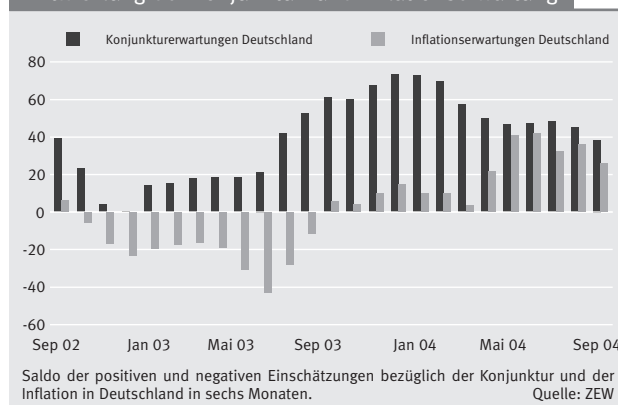
US-Zahlen überzeugen Analysten nicht

Bei der letzten Umfrage im August waren die Experten angesichts eines Dax-Standes von rund 3.700 Punkten sehr optimistisch für den deutschen Aktienmarkt und erwarteten deutliche Aktienkursgewinne auf Sicht der nächsten sechs Monate. Nun hat sich ihr Optimismus bei einem Dax-Stand von aktuell 3.950 Punkten wieder etwas gelegt. Nach 75 Prozent im Vormonat erwarten nur noch 69 Prozent von ihnen weiter steigende Aktienkurse hierzulande. Nicht nur die jüngsten Kursgewinne dürften das Potenzial weiterer Aktienkurssteigerungen verringert haben. Schließlich liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Dax-Aktien immer noch deutlich unter seinem historischen Mittelwert. Auch die Erwartungen hinsichtlich der weiteren Konjunkturerwartung sprechen nicht unbedingt für eine Fortsetzung der kräftigen Aktienkurssteigerungen. Nur noch 45 Prozent der Experten nach 54 im Vormonat rechnen mit einer Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Lage in den nächsten sechs Monaten. Der Grund hierfür dürfte die Erwartung einer Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Dynamik sein. Die jüngsten uneinheitlichen Zahlen etwa vom US-Einzelhandel geben Anlass zu der Besorgnis, dass das Wachstum in den USA nach dem Rückgang im zweiten Quartal auch längerfristig nicht wieder zu der alten Stärke zurückfinden wird. Der Einzelhandel ist für die USA von besonderer Bedeutung, da der US-Konsum traditionell sehr wesentlich zur gesamtwirtschaftlichen Leistung der USA beiträgt. Da die US-Wirt-

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



Entwicklung der Konjunktur- und Inflationserwartung

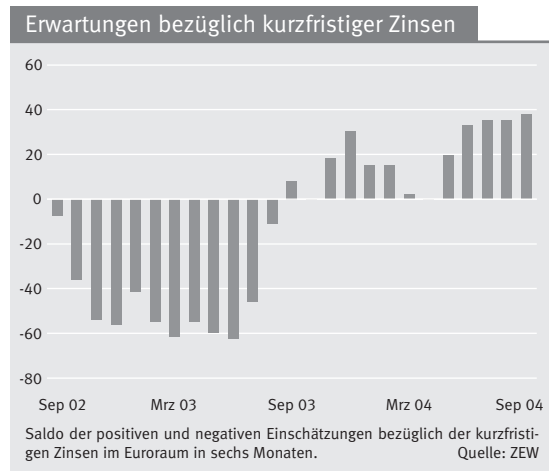


schaft nach wie vor die Weltwirtschaft und somit die Außennachfrage Deutschlands maßgeblich beeinflusst und die deutsche Wirtschaft im Gegensatz zu den USA sehr exportorientiert ist, ist zu befürchten, dass die deutsche Konjunktur in besonderem Maße von der prognostizierten weltweiten Wachstumsverlangsamung betroffen sein wird. Den erwarteten Rückgang der Außennachfrage wird die Binnennachfrage kaum ausgleichen können. Eine deutliche Besserung der aktuell sehr schwachen Konsumnachfrage ist wegen der desolaten Lage am Arbeitsmarkt nicht zu erwarten.

Der leichte Rückgang der Ölpreisnotierungen dürfte immerhin ein wenig Druck von der deutschen Konjunktur genommen haben. Die Experten zeigten sich entsprechend optimistischer hinsichtlich der mittelfristigen Ertragserwartungen für die ölverarbeitende Chemiebranche. Für die nächsten Monate erwarten sie weiter fallende Ölpreise. Auch die Entwicklung der Wechselkurse könnte den Ölimporteuren eine gewisse Entlastung bringen. 42 Prozent der Analysten gehen von einer mittelfristigen Euroaufwertung gegenüber dem US-Dollar aus. Größere Inflationssorgen hat der hohe Ölpreis bislang noch nicht entfacht. Angesichts der verhalteneren Konjunkturaussichten haben sich die Inflationserwartungen der Experten in diesem Monat sogar wieder verringert. Nur noch 41 Prozent rechnen mittelfristig mit einem spürbaren Anstieg der Inflation.

Volker Kleff

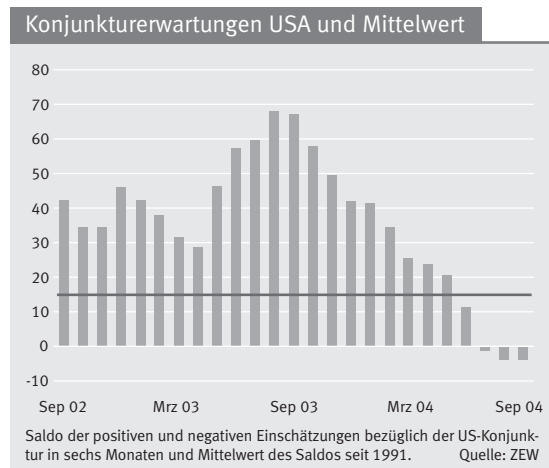
Euroraum: Nur leichter Anstieg der Zinserwartungen



Die Erwartungen zur Zinspolitik der EZB haben sich im September im Vergleich zu den Vormonaten nur wenig geändert. 60,7 Prozent der Experten gehen davon aus, dass die kurzfristigen Zinsen im nächsten halben Jahr unverändert bleiben. 38,6 Prozent der Befragten – nur 2,7 Prozent mehr als im Vormonat – unterstellen dagegen eine Zinserhöhung bereits in diesem Zeitraum. Die Äußerungen von Notenbankpräsident Trichet im Anschluss an die letzte Sitzung des EZB-Rats, die vielfach als Vorbereitung von baldigen Zinserhöhungen interpretiert wurden, haben damit erstaunlich wenig Widerhall bei den professionellen Marktbeobachtern gefunden. Eine Erklärung dafür ist, dass die Inflationserwartungen im Saldo um 8,2 Punkte gegenüber dem Vormonat zurückgegangen sind. Im Hintergrund steht die voraussichtliche Ölpreisentwicklung. Knapp 60 Prozent der befragten Experten erwarten eine Reduzierung, rund 30 Prozent keine deutliche Veränderung und nur 10 Prozent eine weitere Erhöhung des Ölpreises.

Dr. Peter Westerheide

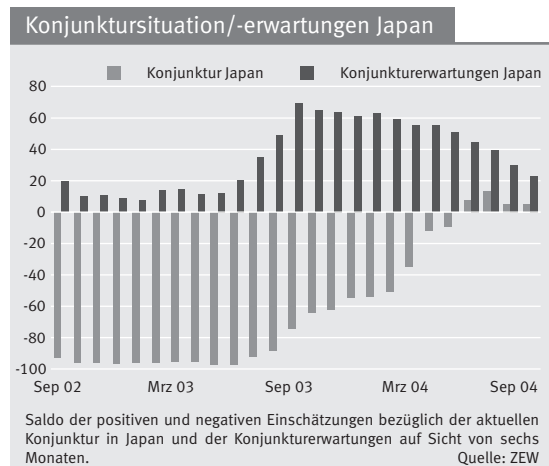
USA: Schwache Binnennachfrage drückt die Stimmung



Das Vertrauen in die Dynamik der US-amerikanischen Konjunktur lässt im September erneut etwas nach. Der Saldo der Konjunkturerwartungen liegt nun bei -4,0 Punkten (Vormonat: -3,8 Punkte). Da die amerikanische Wirtschaftsleistung zu etwa 70 Prozent vom privaten Verbrauch getragen wird, fällt ein schwacher inländischer Konsum, wie er sich derzeit abzeichnet, besonders ins Gewicht. Dass sich der Konsum in den nächsten Monaten erhöhen könnte, erscheint fraglich, da die privaten Haushalte angesichts des hohen staatlichen Haushaltsdefizits nicht mit steuerlichen Entlastungen rechnen können. Die ansonsten bei US-Bürgern beliebte Methode, neue Anschaffungen durch Kredite zu finanzieren, verliert durch eine erwartete Zinserhöhungspolitik der Federal Reserve an Attraktivität. Bezüglich der Preissteigerungsraten bilden sich die mittelfristigen Erwartungen der Analysten für die USA trotz Ölpreiserhöhungen zurück. Der Saldo der Inflationserwartungen sinkt um 11,1 Punkte auf 51,4 Punkte.

Sandra Schmidt

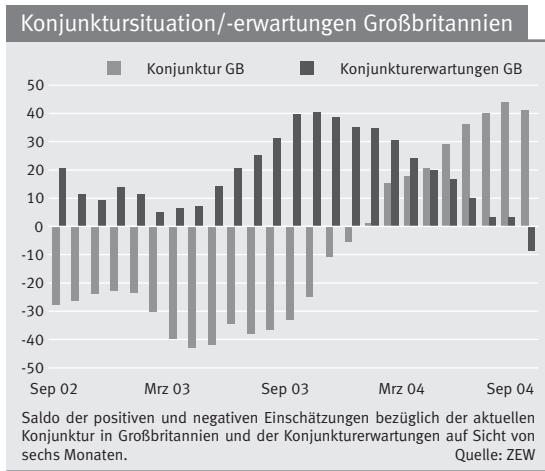
Japan: Nachlassende Zuversicht



Die Experten rechnen zwar auch in diesem Monat mit einer Erholung der japanischen Wirtschaft, jedoch verringert sich die Anzahl der Optimisten. Entsprechend sinkt der Indikator zu den konjunkturellen Erwartungen zum fünften Mal in Folge auf mittlerweile 23 Punkte (Vormonat: 30 Punkte). Dieses Ergebnis ist vor dem Hintergrund der Unruhe im Bankensektor und den neuesten Revisionen des BIP-Wachstums zu sehen, die für Verunsicherung sorgen. Des Weiteren liegt die Arbeitslosenquote zur Zeit in der Nähe ihres historischen Höchstwerts. Die Unternehmen nutzen diesen Umstand, um die Löhne einzufrieren, was wiederum die Haushalte in ihren Ausgabenspielräumen begrenzt. Dazu kommt, dass die japanischen Konsumenten vorsichtiger werden und bei gegebenem Einkommen mehr sparen. Im Einklang mit den konjunkturellen Einschätzungen gehen die Experten auch von einer geringeren Performance des japanischen Aktienmarkts aus. Der entsprechende Saldo sinkt auf 66,8 Punkte (Vormonat: 72,1 Punkte).

Sandra Schmidt

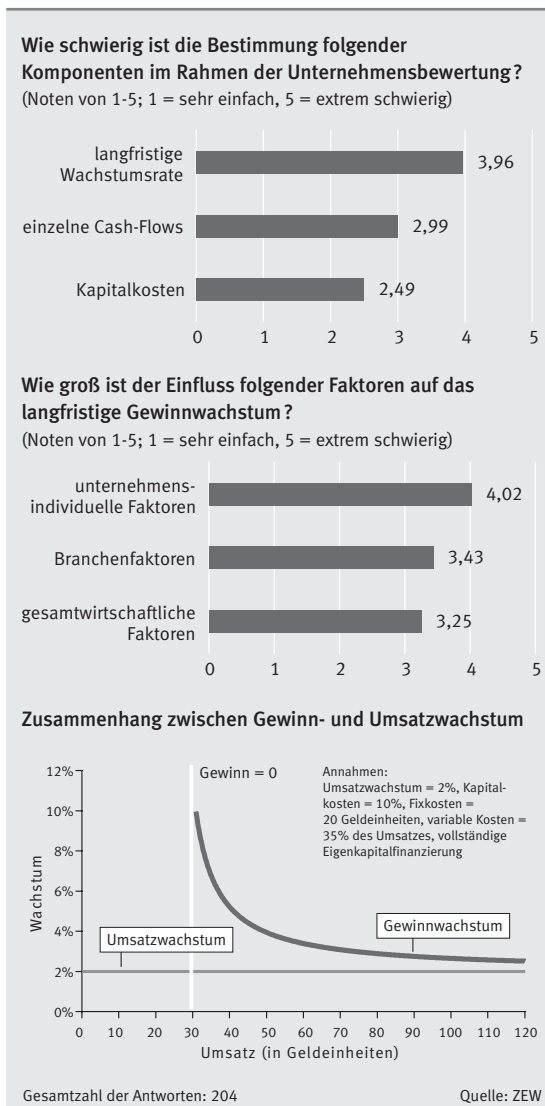
Großbritannien: Konjunkturerwartungen kippen ins Negative



Während die aktuelle konjunkturelle Situation in Großbritannien im Saldo mit 41,4 Punkten (Vormonat: 44,1 Punkte) immer noch positiv gesehen wird, hat der Saldo der Konjunkturerwartungen nun erstmals wieder ein negatives Vorzeichen. Er fällt um 12 Punkte auf nunmehr -8,7 Punkte. Die Bewertung der Finanzmarktexperten korrespondiert mit dem kürzlich veröffentlichten Frühindikator der OECD, der für Großbritannien deutlich gefallen ist und eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums vorhersagt. Jüngst veröffentlichte Daten zeigen einen leichten Anstieg der Arbeitslosenquote und eine Belastung der inländischen Nachfrage, was sich beispielsweise im Automobilssektor zeigt. Auch vom Außenhandel gingen keine Impulse aus, vielmehr verteuerten sich die Importe durch höhere Ölpreise, wohingegen die Exporte stagnierten. Die weltweit schwächeren Wachstumsprognosen dürften ebenfalls dazu beigetragen haben, dass die befragten Experten nicht von einer Belebung der Exporte ausgehen.

Sandra Schmidt

Sonderfrage: Unternehmensbewertung und Wachstumsraten



In der Praxis der Unternehmensbewertung ist das Discounted Cash Flow-Verfahren eine weit verbreitete Methode. Es erfordert zunächst eine detaillierte jährliche Prognose der Ertragsströme über einen überschaubaren Zeitraum von beispielsweise fünf Jahren hinweg. Anschließend wird meist pauschal von einer Phase ewig wachsender Erträge ausgegangen. Der in dieser Phase erwirtschaftete Wertanteil wird auch Fortführungswert genannt. Die Literatur schenkt der Bestimmung der Kapitalkosten und der einzelnen Cash-Flows starke Beachtung. Ein eher stiefmütterliches Dasein fristet dort dagegen der Fortführungswert beziehungsweise sein wichtigster Bestandteil: die langfristige Ertragswachstumsrate. 204 Analysten wurden daher zu dieser Thematik befragt.

In der ersten Frage interessierten die relativen Schwierigkeiten bei der Bestimmung der einzelnen Komponenten. Die Analysten sind zwar der Ansicht, dass die Prognose der Kapitalkosten und Cash-Flows durchaus problematisch ist, die größte Herausforderung stellt aber eindeutig die Erhebung der langfristigen Ertragswachstumsrate dar.

Die zweite Frage beschäftigte sich mit der Problematik, welche Komponenten das langfristige Ertragswachstum determinieren. Nach Meinung der Befragten sind insbesondere unternehmensindividuelle Variablen maßgebend, gefolgt von Branchen- und gesamtwirtschaftlichen Faktoren. Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zu einer in den Lehrbüchern vielfach vertretenen Meinung, die die langfristige Wachstumsrate ausschließlich an die gesamtwirtschaftliche Entwicklung koppelt. Während diese Aussage für die Umsatzwachstumsrate zutreffen mag, gilt sie für das Ertragswachstum nicht uneingeschränkt. Die Abbildung veranschaulicht, dass zwischen Umsatzwachstum und der dadurch implizierten Ertragswachstumsrate deutliche Unterschiede bestehen. Die Höhe dieser Unterschiede hängt entscheidend von der Höhe der Ausgangserträge ab, einer typisch unternehmensindividuellen Größe.

Befragt nach einer Rangfolge der unternehmensindividuellen Faktoren, bewerteten die Finanzmarktexperten die Profitabilität als wichtigste Einflussgröße (Mittelwert = 4,25 auf einer Skala von 1-5). Externe Finanzierungsmöglichkeiten sind ebenfalls überdurchschnittlich entscheidend (Mittelwert = 3,22). Geringer ist der Einfluss der Ausschüttungspolitik (Mittelwert = 2,41).

Matthias Meitner, Michael Alpert

ZEW - Finanzmarkttest September 2004: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	4.1	(+2.4)	64.5	(+1.4)	31.4	(-3.8)	-27.3	(+6.2)
Deutschland	1.6	(-0.1)	35.3	(+3.9)	63.1	(-3.8)	-61.5	(+3.7)
USA	40.7	(-5.3)	54.9	(+5.1)	4.4	(+0.2)	36.3	(-5.5)
Japan	18.7	(-2.5)	67.4	(+4.7)	13.9	(-2.2)	4.8	(-0.3)
Großbritannien	46.8	(-2.4)	47.8	(+2.1)	5.4	(+0.3)	41.4	(-2.7)
Frankreich	8.7	(+1.7)	62.1	(+10.3)	29.2	(-12.0)	-20.5	(+13.7)
Italien	1.5	(+/-0.0)	41.3	(+7.5)	57.2	(-7.5)	-55.7	(+7.5)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	49.1	(-8.1)	46.5	(+8.9)	4.4	(-0.8)	44.7	(-7.3)
Deutschland (=ZEW Indikator)	44.8	(-8.8)	48.8	(+10.7)	6.4	(-1.9)	38.4	(-6.9)
USA	15.0	(-1.8)	66.0	(+3.4)	19.0	(-1.6)	-4.0	(-0.2)
Japan	32.4	(-6.9)	58.2	(+6.8)	9.4	(+0.1)	23.0	(-7.0)
Großbritannien	11.9	(-4.3)	67.5	(-3.4)	20.6	(+7.7)	-8.7	(-12.0)
Frankreich	41.8	(-7.7)	51.3	(+7.0)	6.9	(+0.7)	34.9	(-8.4)
Italien	42.9	(-5.1)	50.2	(+5.9)	6.9	(-0.8)	36.0	(-4.3)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	40.6	(-6.8)	46.6	(+5.4)	12.8	(+1.4)	27.8	(-8.2)
Deutschland	40.5	(-5.4)	45.2	(+0.8)	14.3	(+4.6)	26.2	(-10.0)
USA	59.2	(-8.2)	33.0	(+5.3)	7.8	(+2.9)	51.4	(-11.1)
Japan	53.2	(-6.3)	45.4	(+5.3)	1.4	(+1.0)	51.8	(-7.3)
Großbritannien	48.7	(-7.8)	44.7	(+6.3)	6.6	(+1.5)	42.1	(-9.3)
Frankreich	41.1	(-7.1)	47.3	(+5.8)	11.6	(+1.3)	29.5	(-8.4)
Italien	42.5	(-4.7)	46.5	(+2.6)	11.0	(+2.1)	31.5	(-6.8)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	38.6	(+2.7)	60.7	(-2.7)	0.7	(+/-0.0)	37.9	(+2.7)
USA	90.4	(-0.3)	9.6	(+0.6)	0.0	(-0.3)	90.4	(+/-0.0)
Japan	31.6	(-0.6)	68.4	(+0.6)	0.0	(+/-0.0)	31.6	(-0.6)
Großbritannien	60.2	(-11.0)	38.7	(+10.6)	1.1	(+0.4)	59.1	(-11.4)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	65.5	(-4.0)	29.1	(+3.1)	5.4	(+0.9)	60.1	(-4.9)
USA	77.0	(-3.2)	19.3	(+4.0)	3.7	(-0.8)	73.3	(-2.4)
Japan	70.3	(+0.3)	27.6	(-2.0)	2.1	(+1.7)	68.2	(-1.4)
Großbritannien	61.9	(-9.5)	34.2	(+7.8)	3.9	(+1.7)	58.0	(-11.2)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	70.7	(-4.6)	22.0	(+3.4)	7.3	(+1.2)	63.4	(-5.8)
DAX (Deutschland)	68.7	(-6.5)	24.0	(+5.7)	7.3	(+0.8)	61.4	(-7.3)
TecDax (Deutschland)	60.6	(-7.2)	28.2	(+5.6)	11.2	(+1.6)	49.4	(-8.8)
Dow Jones Industrial (USA)	59.7	(-6.5)	31.2	(+5.0)	9.1	(+1.5)	50.6	(-8.0)
Nikkei 225 (Japan)	72.2	(-3.6)	22.4	(+1.9)	5.4	(+1.7)	66.8	(-5.3)
FT-SE-100 (Großbritannien)	56.9	(-9.0)	35.7	(+8.0)	7.4	(+1.0)	49.5	(-10.0)
CAC-40 (Frankreich)	64.8	(-6.5)	29.2	(+7.0)	6.0	(-0.5)	58.8	(-6.0)
MIBtel (Italien)	62.4	(-7.2)	30.0	(+7.0)	7.6	(+0.2)	54.8	(-7.4)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	20.8	(-2.8)	36.9	(+1.3)	42.3	(+1.5)	-21.5	(-4.3)
Yen	22.3	(-1.3)	65.3	(+2.0)	12.4	(-0.7)	9.9	(-0.6)
Brit. Pfund	11.0	(-6.3)	63.7	(+1.7)	25.3	(+4.6)	-14.3	(-10.9)
Schw. Franken	14.6	(+3.1)	74.1	(+0.1)	11.3	(-3.2)	3.3	(+6.3)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	10.4	(-2.3)	30.3	(+1.9)	59.3	(+0.4)	-48.9	(-2.7)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	58.6	(+2.5)	34.1	(+0.5)	7.3	(-3.0)	51.3	(+5.5)
Versicherungen	56.9	(-4.2)	35.1	(+1.9)	8.0	(+2.3)	48.9	(-6.5)
Fahrzeuge	19.1	(-6.1)	57.1	(+4.4)	23.8	(+1.7)	-4.7	(-7.8)
Chemie/Pharma	43.1	(+1.8)	51.8	(+2.4)	5.1	(-4.2)	38.0	(+6.0)
Stahl/NE-Metalle	63.6	(+5.3)	30.6	(-3.0)	5.8	(-2.3)	57.8	(+7.6)
Elektro	50.7	(-0.6)	45.0	(-0.2)	4.3	(+0.8)	46.4	(-1.4)
Maschinen	67.3	(-3.0)	26.2	(+1.9)	6.5	(+1.1)	60.8	(-4.1)
Konsum/Handel	16.8	(+0.7)	57.9	(+2.1)	25.3	(-2.8)	-8.5	(+3.5)
Bau	6.1	(-0.8)	61.2	(-0.6)	32.7	(+1.4)	-26.6	(-2.2)
Versorger	56.8	(+7.6)	38.2	(-9.1)	5.0	(+1.5)	51.8	(+6.1)
Dienstleister	58.2	(+3.5)	38.7	(-3.1)	3.1	(-0.4)	55.1	(+3.9)
Telekommunikation	61.2	(+2.9)	35.3	(-1.0)	3.5	(-1.9)	57.7	(+4.8)
Inform.-Technologien	57.1	(-0.5)	37.5	(+2.4)	5.4	(-1.9)	51.7	(+1.4)

Bemerkung: An der September-Umfrage des Finanzmarkttests vom 30.08.-13.09.04 beteiligten sich 298 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.