

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 15 · Januar 2007

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

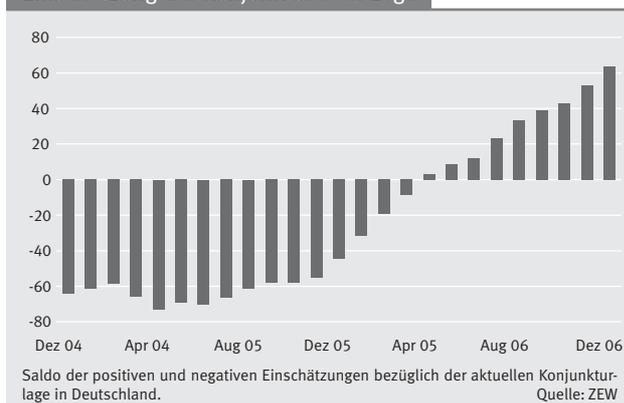
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 27.11.06 – 11.12.06 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 15.12.06) wiedergegeben.

## Erwartungen erholen sich spürbar

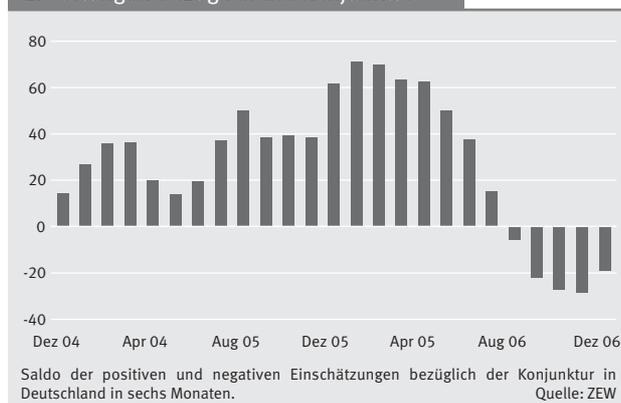
Die ZEW-Konjunkturerwartungen haben ihre Talsohle überwunden und steigen im Dezember deutlich um 9,5 auf -19 Punkte. Der Indikator hat sich in den letzten beiden Monaten stabilisiert und legt jetzt erstmals seit Januar dieses Jahres wieder zu. Aber nicht nur die Erwartungen, sondern auch die Einschätzung zur aktuellen Lage hat sich verbessert. Die Lagebewertung erreicht mit einem Saldo von 63,5 Punkten einen neuen historischen Höchststand.

Das Wachstum der deutschen Volkswirtschaft ist im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 2,8 Prozent sehr gut ausgefallen. Vor allem war bemerkenswert, dass sich das Wachstum im Vergleich zu den vergangenen Quartalen relativ gleichmäßig auf die Einzelkomponenten verteilte. Der private Konsum überraschte mit einem Wachstumsbeitrag von 0,4 Prozentpunkten und war damit genauso hoch wie der der Exporte. Der Export boomt aufgrund der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen weiter, trotz der Aufwertung des Euro. Dagegen hat die Investitionsnachfrage etwas an Schwung verloren. Dies ist jedoch vor dem Hintergrund zu sehen, dass das Ausgangsniveau der vergangenen Monate sehr hoch war. Inzwischen haben die Unternehmen ihre Ersatzinvestitionen weitgehend getätigt und investieren nun vermehrt in die Erweiterung ihrer Produktionskapazitäten. Auch der Ausblick für die kommenden Monate ist günstig, denn die Auftragsbücher der Unternehmen

Einschätzung der konjunkturellen Lage



Erwartungen bezüglich der Konjunktur

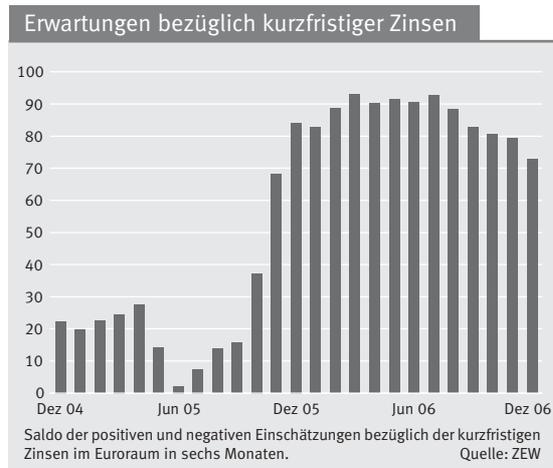


sind gut gefüllt und lassen auf weiter steigende Gewinne hoffen. Dass der Aufschwung an Breite gewinnt, macht sich auch am Arbeitsmarkt bemerkbar. Im November hat sich die Entspannung weiter fortgesetzt, die Zahl der Arbeitslosen ist erstmals unter vier Millionen gesunken. Zwar haben sich die Reallohn der Arbeitnehmer derzeit noch nicht erhöht. So war die Zunahme des Volkseinkommens im dritten Quartal nur von Unternehmens- und Vermögenseinkommen getrieben, die Arbeitnehmerentgelte stagnierten. Jedoch steigt das Vertrauen der Verbraucher. Sollte sich die Einkommenssituation der Verbraucher im kommenden Jahr bessern, würde das einen Teil der Belastungen durch die Steuererhöhungen kompensieren. Schätzungen zufolge soll die Mehrwertsteuererhöhung im kommenden Jahr für die Haushalte mit 1,7 Prozent ihres Einkommens zu Buche schlagen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Wirtschaftsaufschwung auf mehreren Säulen steht und dadurch ein stabiles Fundament für das kommende Jahr hat. Vor allem die binnenwirtschaftlichen Antriebskräfte haben an Stärke zugenommen. Daher besteht Anlass zu größerem Optimismus. Dennoch gibt es Risiken. So lässt sich beispielsweise schwer abschätzen, wie die Wirtschaft in den USA die Abkühlung am Immobilienmarkt verkraften wird und was dies für die US-amerikanische Nachfrage nach deutschen Gütern bedeutet.

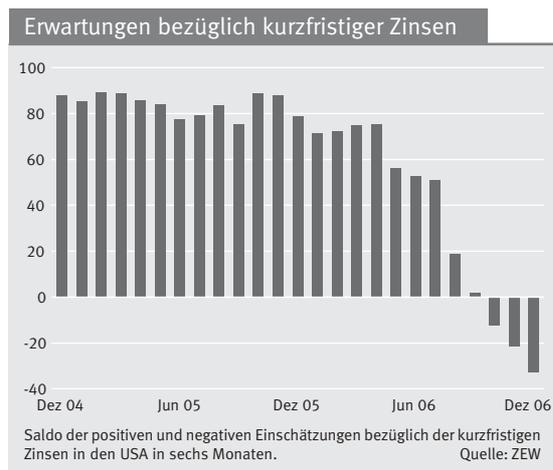
Sandra Schmidt

## EZB: Zinserhöhungserwartungen nehmen ab



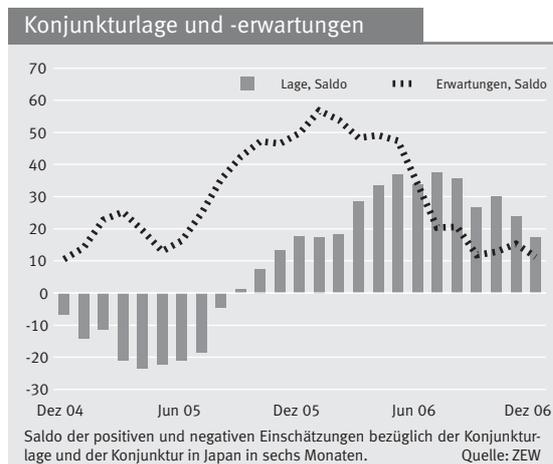
Die EZB hat in ihrer jüngsten Sitzung den Leitzins das sechste Mal in Folge erhöht. Der Zinssatz liegt nun bei 3,5 Prozent. Trichet stufte diese geldpolitische Haltung weiterhin als akkomodierend ein und betonte die Notwendigkeit einer „hohen Wachsamkeit“ gegenüber Inflationsrisiken. Letztere sind gegeben durch die Möglichkeit von Zweitrundeneffekten in Folge der vergangenen Ölpreisteigerungen und der Anhebung von Steuern und administrierten Preisen. Zudem bleibt das Geldmengen- und Kreditwachstum über dem Referenzwert und die Liquiditätsausstattung ist reichlich. Allerdings fehlt im aktuellen Statement der EZB der Hinweis darauf, dass es angemessen wäre, den monetären Stimulus für die Wirtschaft zu reduzieren. Insgesamt schlussfolgern die befragten Finanzmarktexperten, dass auch in den kommenden sechs Monaten der Zinserhöhungskurs fortgesetzt werden wird, insgesamt wird der Zinserhöhungsspielraum jedoch als geringer eingeschätzt. Der entsprechende Indikator sinkt daher um 6,7 auf 72,7 Punkte. *Sandra Schmidt*

## USA: Baldige Zinssenkung erwartet



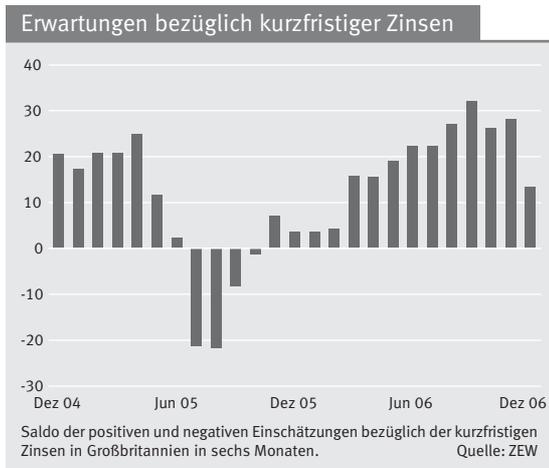
Der Anteil der Experten, die mit einer Zinssenkung durch die US-Notenbank rechnen, hat in diesem Monat erneut zugenommen. Eine Ursache hierfür sind die zunehmenden Konjunktursorgen. Die Auftragseingänge für langlebige Wirtschaftsgüter sind im vergangenen Monat regelgerecht eingebrochen und Umfragen unter Einkaufsmanagern deuten erstmals auf einen Rückgang im verarbeitenden Gewerbe hin. Das Verbrauchervertrauen lag ebenfalls deutlich unter den Erwartungen. Dennoch ist die US-Wirtschaft weiterhin substantiellen Preisrisiken ausgesetzt. Die persönlichen Einkommen sind zuletzt schneller gestiegen als die Arbeitsproduktivität. Das hat zu einem Anstieg der Lohnstückkosten geführt. Die zunehmende Anzahl an Erstanträgen auf Arbeitslosenhilfe deutet aber bereits auf darauf hin, dass der Lohnruck mittelfristig abnehmen wird. Zusammen mit der erwarteten konjunkturellen Abkühlung dürften somit in den nächsten Monaten die Preisrisiken langsam abnehmen und den Spielraum der Fed für Zinssenkungen erhöhen. *Matthias Köhler*

## Japan: Bangen um die Konjunktur



Die Finanzexperten schätzen die aktuelle Lage der japanischen Volkswirtschaft schlechter ein als noch im Vormonat. Auch die Erwartungen bezüglich der Konjunktur haben sich erneut leicht eingetrübt. Ein Grund für die schlechte Stimmung unter den Analysten sind enttäuschende Zahlen zum Wirtschaftswachstum. Es ist leicht nach unten revidiert worden. Negativ wirkt sich vor allem der Rückgang des privaten Konsums aus. Dieser trägt rund die Hälfte zum Wirtschaftswachstum bei. Einzig die Exporte haben erneut die Konjunktur gestützt. Damit scheint die Wirtschaftsentwicklung auch in nächster Zeit allein von den Exporten abzuhängen. Angesichts der konjunkturellen Abkühlung hat sich der Preisauftrieb in den vergangenen Monaten abgeschwächt. Die Preise liegen zwar weiterhin über dem Niveau des Vorjahres, sind aber zuletzt nur noch langsam gestiegen. Dennoch rechnet nach wie vor die Mehrheit der Experten mit einer weiteren Anhebung der Zinsen durch die japanische Notenbank innerhalb der nächsten sechs Monate. *Matthias Köhler*

## Großbritannien: Keine weitere Zinsanhebung erwartet



Die Finanzexperten rechnen wieder verstärkt mit Zinssenkungen durch die englische Notenbank. Auslöser für den starken Anstieg der Erwartungen auf weitere Zinssenkungen war die Veröffentlichung des Inflationsberichts im letzten Monat. Danach wird die Inflation schneller zurückgehen als noch im August prognostiziert worden war. Kurzfristig wird aber mit einem weiteren Anstieg der Inflationsrate gerechnet. Die Inflationsprognosen sind allerdings beträchtlichen Unsicherheiten ausgesetzt. Unsicherheit besteht zum einen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Löhne und Energiepreise. Darüber hinaus beunruhigt der starke Anstieg der Geldmenge und der Kredite die Notenbank. Die Finanzmarktexperten rechnen deshalb vorerst mit einem weiteren Preisanstieg. Von einer Erhöhung der Zinsen wird aber nicht ausgegangen. Damit scheint das momentane Niveau der kurzfristigen Zinsen angemessen. Knapp drei von vier Experten erwarten deswegen keine weiteren Zinsänderungen durch die englische Notenbank im nächsten halben Jahr.

*Matthias Köhler*

## Sonderfrage: Portfolioselektion 2007



Zum Ende des Jahres 2006 präsentieren sich die weltweiten Aktienmärkte in Hochform. Der deutsche Aktienindex Dax hat seit Beginn des Jahres um rund 19 Prozent zugelegt, der US-amerikanische Dow Jones um 15 Prozent. Anlässlich des bevorstehenden Jahreswechsels hat das ZEW die Teilnehmer des ZEW-Finanzmarkttests befragt, ob sich die Anlage in Aktien auch im kommenden Jahr lohnt. Das Ergebnis der Befragung ist, dass Aktien auch im kommenden Jahr eine attraktive Anlageform sind. Jedoch werden die Gewinnmöglichkeiten aus der Anlage in Aktien geringer ausfallen als im laufenden Jahr. So schätzen die Analysten den Jahresendstand des deutschen Aktienindex' auf durchschnittlich 6700 Punkte. Dies würde eine Kurssteigerungsrate von 5 Prozent im Vergleich zum aktuellen Stand bedeuten. Die Aussichten für die US-amerikanischen Aktien fallen etwas schlechter aus. Für den Dow Jones sehen die befragten Finanzmarktexperten im Schnitt zwar ein Potenzial von bis zu 12600 Punkte zum Jahresende. Die damit einhergehenden Kurszuwächse von 2,5 Prozent würden jedoch geringer ausfallen als im deutschen Aktienmarkt. Zudem wurden die Finanzmarktexperten nach der Bewertung der Aktien gefragt. Deutsche Titel sind derzeit mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 13,9 günstig bewertet, US-amerikanische sind bei einem KGV von 21,2 teurer. Deutsche wie auch US-amerikanische Unternehmen können zufrieden auf das laufende Jahr zurückblicken. Sie konnten Gewinnwachstumsraten in zweistelliger Höhe verbuchen. Die Gewinnsschätzungen für das kommende Jahr fallen ähnlich positiv aus. Daher hat das ZEW die Finanzmarktexperten gefragt, wie sich die Bewertungen im kommenden Jahr entwickeln werden. Hier zeichnet sich eine leichte Konvergenz der Bewertungen im Ländervergleich ab: Das KGV der Dax-notierten Titel soll geringfügig auf 14,3 zunehmen, hingegen soll das KGV der US-amerikanischen Papiere auf 17,3 Punkte sinken. Die letzte Frage hatte die optimale Aufteilung eines Aktienportfolios nach Branchen zum Thema. Im repräsentativen Portfolio nehmen die Finanzdienstleister mit 13 Prozent das größte Gewicht ein. Dicht darauf folgen Energie- und Chemiewerte mit jeweils 11 Prozent. Am schwächsten werden der Fahrzeugbau und die Branche Konsum und Handel mit jeweils 7 Prozent gewichtet.

*Sandra Schmidt*

## ZEW - Finanzmarkttest Dezember 2006: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	58.8	(+7.1)	39.2	(-7.4)	2.0	(+0.3)	56.8	(+6.8)
Deutschland	65.5	(+10.8)	32.5	(-11.1)	2.0	(+0.3)	63.5	(+10.5)
USA	23.4	(-3.9)	70.9	(+3.7)	5.7	(+0.2)	17.7	(-4.1)
Japan	22.9	(-5.5)	71.5	(+4.5)	5.6	(+1.0)	17.3	(-6.5)
Großbritannien	48.6	(+3.3)	50.0	(-2.5)	1.4	(-0.8)	47.2	(+4.1)
Frankreich	33.6	(-0.7)	63.2	(+0.7)	3.2	(+/-0.0)	30.4	(-0.7)
Italien	16.5	(+2.8)	71.6	(-2.1)	11.9	(-0.7)	4.6	(+3.5)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	16.0	(+2.2)	65.0	(+3.6)	19.0	(-5.8)	-3.0	(+8.0)
Deutschland (=ZEW Indikator)	13.5	(+2.1)	54.0	(+5.3)	32.5	(-7.4)	-19.0	(+9.5)
USA	9.4	(+4.3)	35.9	(-1.0)	54.7	(-3.3)	-45.3	(+7.6)
Japan	25.8	(-1.2)	59.6	(-1.7)	14.6	(+2.9)	11.2	(-4.1)
Großbritannien	5.0	(+/-0.0)	78.6	(+2.3)	16.4	(-2.3)	-11.4	(+2.3)
Frankreich	11.1	(+1.1)	70.7	(+3.4)	18.2	(-4.5)	-7.1	(+5.6)
Italien	10.1	(-0.3)	69.8	(+4.2)	20.1	(-3.9)	-10.0	(+3.6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	33.2	(-0.4)	53.8	(+3.0)	13.0	(-2.6)	20.2	(+2.2)
Deutschland	52.5	(+2.5)	36.2	(-1.2)	11.3	(-1.3)	41.2	(+3.8)
USA	19.4	(+0.2)	51.7	(+3.2)	28.9	(-3.4)	-9.5	(+3.6)
Japan	48.6	(-5.5)	47.2	(+5.6)	4.2	(-0.1)	44.4	(-5.4)
Großbritannien	17.5	(-0.9)	70.5	(+2.2)	12.0	(-1.3)	5.5	(+0.4)
Frankreich	22.7	(-1.8)	62.5	(+4.6)	14.8	(-2.8)	7.9	(+1.0)
Italien	23.5	(-2.5)	62.0	(+3.5)	14.5	(-1.0)	9.0	(-1.5)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	75.4	(-6.0)	21.9	(+5.3)	2.7	(+0.7)	72.7	(-6.7)
USA	7.0	(-1.7)	53.2	(-7.8)	39.8	(+9.5)	-32.8	(-11.2)
Japan	64.3	(-2.6)	35.0	(+2.3)	0.7	(+0.3)	63.6	(-2.9)
Großbritannien	20.5	(-11.3)	72.3	(+7.7)	7.2	(+3.6)	13.3	(-14.9)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	43.7	(+3.2)	46.0	(+0.7)	10.3	(-3.9)	33.4	(+7.1)
USA	29.7	(+4.7)	48.3	(-1.4)	22.0	(-3.3)	7.7	(+8.0)
Japan	61.9	(+/-0.0)	35.0	(+0.1)	3.1	(-0.1)	58.8	(+0.1)
Großbritannien	30.4	(+4.6)	58.8	(-4.4)	10.8	(-0.2)	19.6	(+4.8)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	57.4	(+0.6)	28.9	(+3.5)	13.7	(-4.1)	43.7	(+4.7)
DAX (Deutschland)	57.2	(+3.4)	26.4	(-0.8)	16.4	(-2.6)	40.8	(+6.0)
TecDax (Deutschland)	52.7	(+3.5)	30.1	(-0.8)	17.2	(-2.7)	35.5	(+6.2)
Dow Jones Industrial (USA)	45.3	(+3.3)	34.6	(+0.7)	20.1	(-4.0)	25.2	(+7.3)
Nikkei 225 (Japan)	64.5	(+5.9)	27.0	(-3.9)	8.5	(-2.0)	56.0	(+7.9)
FT-SE-100 (Großbritannien)	47.9	(+3.6)	38.2	(-1.6)	13.9	(-2.0)	34.0	(+5.6)
CAC-40 (Frankreich)	52.6	(+2.6)	33.1	(+1.0)	14.3	(-3.6)	38.3	(+6.2)
MIBtel (Italien)	47.2	(+1.7)	37.6	(+2.8)	15.2	(-4.5)	32.0	(+6.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	14.1	(+1.4)	22.8	(-0.2)	63.1	(-1.2)	-49.0	(+2.6)
Yen	32.6	(+0.7)	44.8	(-3.2)	22.6	(+2.5)	10.0	(-1.8)
Brit. Pfund	9.8	(+1.3)	72.1	(+0.7)	18.1	(-2.0)	-8.3	(+3.3)
Schw. Franken	14.3	(+0.3)	73.6	(+0.5)	12.1	(-0.8)	2.2	(+1.1)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	33.7	(-0.5)	47.7	(+4.5)	18.6	(-4.0)	15.1	(+3.5)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	36.9	(-7.9)	50.4	(+6.3)	12.7	(+1.6)	24.2	(-9.5)
Versicherungen	42.9	(-4.6)	47.1	(+2.7)	10.0	(+1.9)	32.9	(-6.5)
Fahrzeuge	19.9	(-2.0)	49.8	(-6.4)	30.3	(+8.4)	-10.4	(-10.4)
Chemie/Pharma	36.9	(-3.1)	53.5	(+0.4)	9.6	(+2.7)	27.3	(-5.8)
Stahl/NE-Metalle	29.1	(+0.6)	54.8	(+3.3)	16.1	(-3.9)	13.0	(+4.5)
Elektro	32.0	(+4.8)	58.7	(-6.0)	9.3	(+1.2)	22.7	(+3.6)
Maschinen	56.5	(+1.7)	35.1	(-3.6)	8.4	(+1.9)	48.1	(-0.2)
Konsum/Handel	21.6	(-0.6)	44.7	(-0.1)	33.7	(+0.7)	-12.1	(-1.3)
Bau	32.4	(+0.2)	53.1	(+4.1)	14.5	(-4.3)	17.9	(+4.5)
Versorger	29.6	(+3.8)	56.3	(-2.5)	14.1	(-1.3)	15.5	(+5.1)
Dienstleister	39.6	(+3.2)	55.0	(-2.0)	5.4	(-1.2)	34.2	(+4.4)
Telekommunikation	14.1	(-1.3)	60.3	(+3.8)	25.6	(-2.5)	-11.5	(+1.2)
Inform.-Technologien	38.3	(+4.3)	54.8	(-2.7)	6.9	(-1.6)	31.4	(+5.9)

Bemerkung: An der Dezember-Umfrage des Finanzmarkttests vom 27.11.-11.12.06 beteiligten sich 303 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.