

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 15 · März 2007

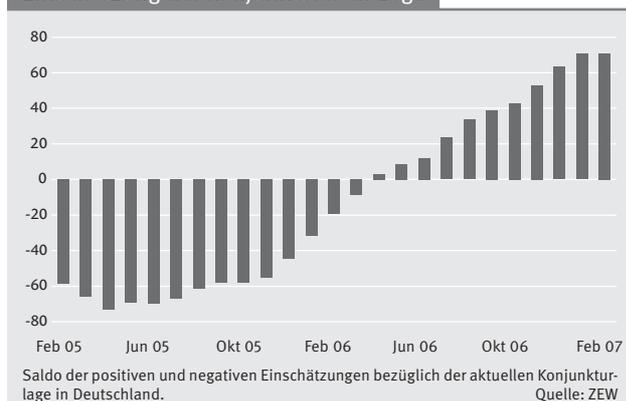
Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

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 29.1.07 - 12.2.07 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 16.2.07) wiedergegeben.

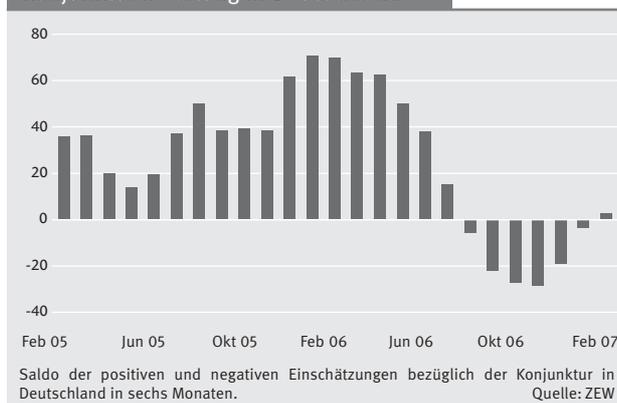
## Stimmung entspannt sich zusehends

Der ZEW-Indikator steigt im Februar zum dritten Mal in Folge und liegt mit 2,9 Punkten seit Juli 2006 erstmals wieder im positiven Bereich. Damit signalisiert der Indikator, dass die Wirtschaft in der zweiten Hälfte des Jahres wieder an Fahrt gewinnen dürfte. In der aktuellen Umfrageperiode dürften vor allem gute Nachrichten aus den USA dazu beigetragen haben, den Optimismus zu stärken. Dort hat sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal wieder stabilisiert. Für das Gesamtjahr 2006 ergibt sich mit voraussichtlich 3,4 Prozent ein deutlich höheres Wachstum als erwartet. Auch der Konsum blieb mit einer Wachstumsrate von 4,4 Prozent weitestgehend unbeeindruckt vom Preisverfall am Immobilienmarkt, an dem bereits erste Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen sind. Daher erscheinen die Aussichten für die Weltkonjunktur in diesem Monat in einem freundlicheren Licht. Auch für die inländische Nachfrage stehen die Zeichen günstig. Die Unternehmen produzieren am Rande der Kapazitätsgrenze und planen fortgesetzte Erweiterungsinvestitionen. Allgemein wird damit gerechnet, dass die Investitionsnachfrage ähnlich dynamisch bleiben wird wie 2006. Die Konsumnachfrage sollte davon profitieren, dass sich der Arbeitsmarkt weiter erholt. So hat die Arbeitslosigkeit im Januar weniger stark zugelegt als um diese Jahreszeit üblich. Zwar dürfte dies von der milden Witterung begünstigt worden sein, nichtsdestotrotz ist eine posi-

Einschätzung der konjunkturellen Lage



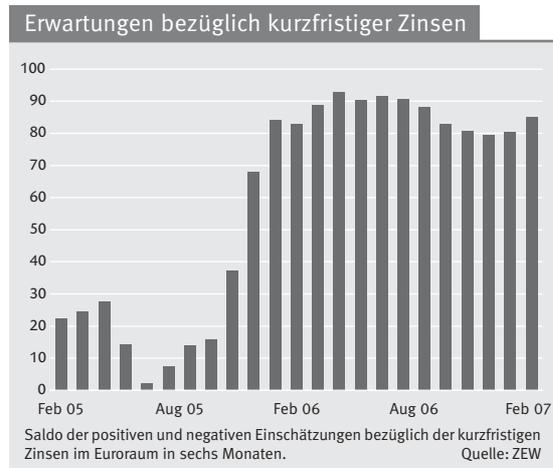
Konjunkturerwartungen Deutschland



tive Tendenz unverkennbar. Eine höhere Beschäftigungsquote würde die Einkommensperspektiven der Arbeitnehmer verbessern. Letztere erfuhren im Jahre 2006 eine durchschnittliche Lohnsteigerung von 1,2 Prozent, die jedoch von einer Inflationsrate von 1,7 Prozent mehr als kompensiert wurde. Der Optimismus bezüglich der aktuellen konjunkturellen Lage verliert in diesem Monat an Dynamik. Der entsprechende Indikator steigt nur noch marginal um 0,3 auf 70,9 Punkte. Trotz der mittlerweile umgesetzten Mehrwertsteuererhöhung stellt diese Bewertung einen neuen, historischen Höchststand seit Bestehen der Umfrage dar. Die Auswirkungen der Steuererhöhungen auf den Konsum stehen zu Beginn dieses Jahres noch nicht eindeutig fest. So haben sich die durch die Mehrwertsteuererhöhung bedingten Preissteigerungen im repräsentativen Warenkorb der Konsumenten kaum bemerkbar gemacht. Einige Branchen wie Telekommunikation, Textilien oder Schuhe hatten bereits Ende des letzten Jahres ihre Preise angehoben, im Januar 2007 konnten die Käufer hingegen von Rabattaktionen profitieren. Insgesamt wird der Effekt der Mehrwertsteuererhöhung für die deutsche Preissteigerungsrate im Januar auf nur 0,3 Prozentpunkte beziffert. Maximal wird ihr Effekt auf 1,4 Prozentpunkte geschätzt, das heißt, es ist auch in den kommenden Monaten noch mit Preiserhöhungen zu rechnen.

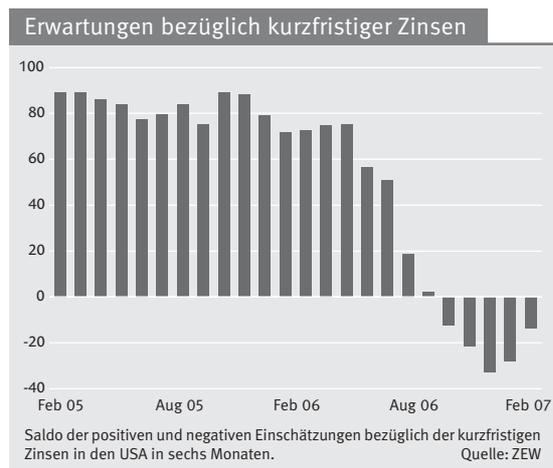
Sandra Schmidt

## EZB: „Starke Wachsamkeit“ signalisiert Zinserhöhung



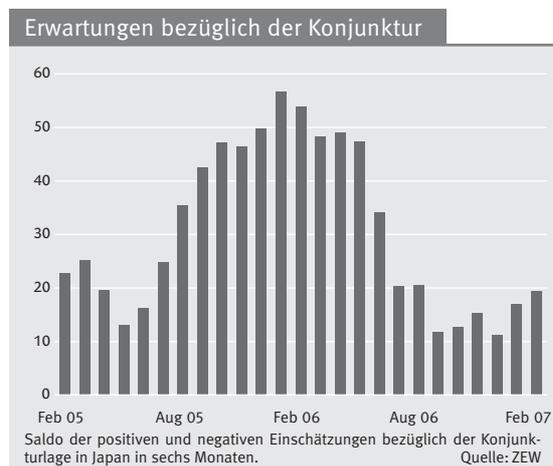
Die EZB verwendete zur Erklärung ihrer jüngsten zinspolitischen Entscheidung zum ersten Mal seit November 2006 wieder das Signalwort der „starken Wachsamkeit“ in Bezug auf die Preisrisiken. Dieser Begriff signalisiert üblicherweise, dass die Leitzinsen in der Folgesitzung, also im März, erhöht werden. Für eine Zinserhöhung sprechen sowohl die wirtschaftliche als auch die monetäre Analyse. Der wirtschaftlichen Analyse zufolge setzt sich die Expansion der Eurozone fort, der monetären Analyse zufolge beschleunigt sich das Wachstum der Geldmenge zunehmend. Zusätzliche Risiken für die Preisstabilität sieht die EZB in überhöhten Lohnabschlüssen oder erneut steigenden Ölpreisen. Weniger gravierend ist die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland. Hochrechnungen zufolge dürfte ihr Gesamteffekt für die Inflationsrate der Eurozone höchstens 0,3 Prozentpunkte ausmachen. Zudem reagiert die EZB nicht auf einmalige Preissteigerungen, sondern auf mittelfristige Tendenzen der Inflationsentwicklung. *Sandra Schmidt*

## USA: Expertenmehrheit glaubt nicht an Zinssenkungen



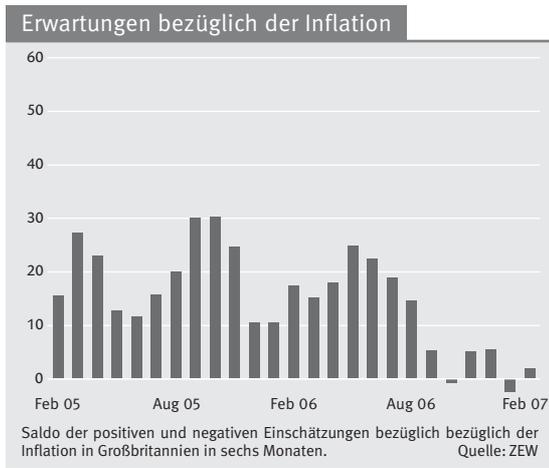
Der Anteil der Experten, die mit ersten Zinssenkungen durch die US-Notenbank in den kommenden sechs Monaten rechnen, ist in diesem Monat weiter zurückgegangen. Mittlerweile geht nur noch ein Viertel aller Experten von Zinssenkungen im nächsten halben Jahr aus. Auslöser hierfür war die deutliche Zunahme des Wirtschaftswachstums im vierten Quartal des vergangenen Jahres. Begünstigt wurde der Aufschwung durch einen kräftigen Anstieg der Konsumnachfrage. Darüber hinaus scheint sich allmählich die Lage am Immobilienmarkt zu entspannen. Aus diesem Grund deutet vieles darauf hin, dass sich die Konjunktur auch in den nächsten Monaten robust entwickeln wird. Sorge bereitet der Fed somit weniger die Konjunktur, als vielmehr die Erhöhung der Inflationsrate in den USA. Im vergangenen Monat sind die Verbraucherpreise erneut gestiegen. Auch die hohe Kapazitätsauslastung der Unternehmen und die steigenden Lohnstückkosten lassen auf einen weiteren Anstieg der Inflationsrate schließen. *Matthias Köhler*

## Japan: Niedrige Zinsen erfreuen Experten



Die Experten rechnen wieder verstärkt mit einer konjunkturellen Belebung in Japan in den nächsten sechs Monaten. Positiv zu Buche geschlagen hat der Anstieg der Industrieproduktion im Dezember. Dieser ist stärker ausgefallen als erwartet. Darüber hinaus ist die japanische Währung niedrig bewertet. Das erhöht die preisliche Wettbewerbsfähigkeit japanischer Güter im Ausland. Mit einer Korrektur des Wechselkurses wird in den nächsten Monaten nicht gerechnet, auch deshalb nicht, weil die japanische Notenbank die Leitzinsen nicht wie erwartet angehoben hat. Dieser Entscheidung war massiver Druck von Seiten japanischer Politiker vorausgegangen, die einen Konjunkturreinbruch befürchteten. Außerdem drückt die japanische Regierung eine enorme Schuldenlast, die mit jeder Zinsanhebung größer wird. Die Zinspause durch die japanische Notenbank freut aber nicht nur die Politiker, sondern auch die Unternehmen. Diese können weiter zu günstigen Konditionen Kredite aufnehmen und investieren. *Matthias Köhler*

## Großbritannien: Experten korrigieren Inflationserwartungen



Die Inflationserwartungen der Experten haben im Februar wieder zugenommen. Damit scheinen die Analysten ihre bisherigen Erwartungen zu korrigieren. Noch im vergangenen Monat waren die Inflationserwartungen stark zurückgegangen, nachdem die englische Notenbank überraschend die Zinsen angehoben hatte. Auslöser für den jetzigen Anstieg der Inflationserwartungen war die Veröffentlichung der Inflationsrate im Dezember. Diese ist auf drei Prozent gestiegen. Der Anstieg der Inflationserwartungen deutet darauf hin, dass die Experten auch in den nächsten Monaten mit ähnlich hohen Inflationsraten rechnen. Angeregt wird die Preisentwicklung von der guten Konjunktur. So lag die erste Schätzung für die Wachstumsrate im vierten Quartal des vergangenen Jahres über den Erwartungen. Das spiegelt sich auch in der Lageeinschätzung der Experten wider. Der Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage hat sich wie bereits im letzten Monat deutlich erhöht.

*Matthias Köhler*

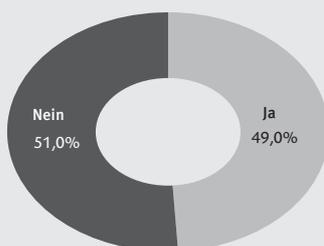
## Sonderfrage: Vermögenspreisblasen und Geldpolitik

**1) Falls der Verdacht einer Blasenbildung besteht, sollte die Zentralbank die Geldpolitik präventiv straffen. (Mehrfachantworten möglich)**

- 1a) Nein, die Zentralbank kann ungerechtfertigte Preissteigerungen nicht besser identifizieren als der Markt. **29,5%**
  - 1b) Nein, Blasen entstehen durch irrationalen Überschwang der Investoren, Geldpolitik wäre wirkungslos. **35,8%**
  - 1c) Nein, dies würde mit Verzögerung wirken und die Konjunktur zusätzlich schädigen, wenn die Blase aufbricht. **28%**
  - 1d) Ja, Diagnose und Prävention sind möglich. **32,1%**
- Jeweilige Zustimmung in Prozent

**2) Die Geldpolitik sollte erst beim Aufbrechen der Blase reagieren und zusätzliche Liquidität bereitstellen.**

- 2a) Ja, dies würde eine Krise abfedern.
- 2b) Nein, dies schafft negative Anreize für Investoren, zu große Risiken einzugehen.



Gesamtzahl der Antworten: 272

Quelle: ZEW

Die Frage, ob und wie Vermögenspreisblasen von Zentralbanken beachtet werden sollten, ist Gegenstand ständig wiederauflebender Diskussionen. Daher wurden die Finanzmarktexperten zu der Verantwortung aber auch dem Handlungsspielraum einer Zentralbank im Falle einer möglichen Blasenbildung befragt. Insbesondere sollten sie sich zu den Vor- und Nachteilen der beiden am häufigsten diskutierten, möglichen Strategien äußern. Einerseits könnte die Zentralbank „sich gegen den Wind lehnen“, andererseits könnte sie asymmetrisch, d.h. erst im Krisenfall, reagieren.

Die Strategie des „Sich-gegen-den-Wind-Lehnens“ bedeutet, dass die Zentralbank bereits bei einer möglichen Blasenbildung mit leicht steigenden Zinsen gegensteuert. Dies setzt voraus, dass sie die Fähigkeit hat, eine Überbewertung zu erkennen. Kritiker wenden jedoch ein, dass die Zentralbank keine systematisch besseren Kenntnisse als der Markt hat. Neben diesem Diagnoseproblem stellt sich die Frage, ob die Zentralbank das geeignete Instrumentarium und ausreichend Handlungsspielraum besitzt, um überhaupt eine Wirkung zu erzielen. Üblicherweise würde die Zentralbank die Zinsen erhöhen. Selbst ein geringer Zinsanstieg von ein oder zwei Prozentpunkten würde sich auf Inflation und Konjunktur nicht unwesentlich auswirken. Jedoch ist fraglich, ob beispielsweise Aktienkurssteigerungen in Größenordnungen von um die 20 Prozent davon beeinträchtigt würden. Daher könnte solch ein Gegensteuern der Geldpolitik die Konjunktur negativ beeinflussen ohne die gewünschte Wirkung zu erzielen. Grafik 1 zeigt, dass die befragten Finanzmarktexperten diese Bedenken teilen. Das größte Problem sehen sie darin, dass die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen gering ist. Nur 32 Prozent halten die Strategie des präventiven Eingreifens für sinnvoll. Reagiert die Zentralbank hingegen asymmetrisch, wird sie erst aktiv, wenn ein offensichtlicher Preisverfall eintritt. In diesem Fall würde sie die Konsequenzen des Aufbrechens der Blase abmildern, indem sie die Zinsen stärker senkt als sie es andernfalls getan hätte. Die Antworten zeigen eine große Uneinigkeit unter den Experten. Knapp die Hälfte der Befragten würde ein solches Verhalten befürworten, gut die Hälfte sieht hingegen die Gefahr, dass das die Wirtschaftssubjekte zu unvorsichtigem und risikofreudigem Verhalten verleiten könnte.

*Sandra Schmidt*

## ZEW - Finanzmarkttest Februar 2007: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	68.0	(+1.5)	30.7	(-2.4)	1.3	(+0.9)	66.7	(+0.6)
Deutschland	72.5	(+0.5)	25.9	(-0.7)	1.6	(+0.2)	70.9	(+0.3)
USA	30.0	(+4.6)	69.0	(-3.1)	1.0	(-1.5)	29.0	(+6.1)
Japan	18.5	(+0.2)	77.7	(+0.5)	3.8	(-0.7)	14.7	(+0.9)
Großbritannien	61.3	(+5.8)	38.0	(-5.8)	0.7	(+/-0.0)	60.6	(+5.8)
Frankreich	31.9	(-5.1)	64.2	(+6.1)	3.9	(-1.0)	28.0	(-4.1)
Italien	19.6	(-0.2)	67.5	(-0.7)	12.9	(+0.9)	6.7	(-1.1)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	18.1	(+0.6)	70.6	(+7.4)	11.3	(-8.0)	6.8	(+8.6)
Deutschland (=ZEW Indikator)	20.4	(+1.2)	62.1	(+4.1)	17.5	(-5.3)	2.9	(+6.5)
USA	12.1	(+2.1)	50.8	(+9.4)	37.1	(-11.5)	-25.0	(+13.6)
Japan	26.0	(-0.7)	67.4	(+3.9)	6.6	(-3.2)	19.4	(+2.5)
Großbritannien	5.9	(-0.1)	74.2	(-3.2)	19.9	(+3.3)	-14.0	(-3.4)
Frankreich	11.2	(-2.0)	76.8	(+5.0)	12.0	(-3.0)	-0.8	(+1.0)
Italien	10.7	(-0.6)	74.3	(+4.0)	15.0	(-3.4)	-4.3	(+2.8)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	27.0	(+2.0)	60.9	(+0.2)	12.1	(-2.2)	14.9	(+4.2)
Deutschland	41.0	(-7.2)	46.6	(+6.2)	12.4	(+1.0)	28.6	(-8.2)
USA	17.5	(+1.0)	60.4	(+5.0)	22.1	(-6.0)	-4.6	(+7.0)
Japan	45.2	(-0.3)	50.2	(-1.3)	4.6	(+1.6)	40.6	(-1.9)
Großbritannien	18.7	(+2.5)	64.5	(-0.7)	16.8	(-1.8)	1.9	(+4.3)
Frankreich	22.3	(+5.1)	64.2	(-2.2)	13.5	(-2.9)	8.8	(+8.0)
Italien	20.7	(+1.9)	66.1	(-0.2)	13.2	(-1.7)	7.5	(+3.6)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	85.8	(+4.7)	13.6	(-4.6)	0.6	(-0.1)	85.2	(+4.8)
USA	8.8	(+1.6)	68.7	(+11.0)	22.5	(-12.6)	-13.7	(+14.2)
Japan	69.3	(+1.5)	30.4	(-1.8)	0.3	(+0.3)	69.0	(+1.2)
Großbritannien	30.6	(+5.3)	65.2	(-5.7)	4.2	(+0.4)	26.4	(+4.9)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	51.7	(+2.7)	35.9	(-5.5)	12.4	(+2.8)	39.3	(-0.1)
USA	29.3	(-0.5)	54.9	(+6.3)	15.8	(-5.8)	13.5	(+5.3)
Japan	59.8	(+3.0)	37.1	(-3.4)	3.1	(+0.4)	56.7	(+2.6)
Großbritannien	29.2	(+0.3)	61.2	(-0.6)	9.6	(+0.3)	19.6	(+/-0.0)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	47.7	(-3.2)	31.2	(+3.9)	21.1	(-0.7)	26.6	(-2.5)
DAX (Deutschland)	46.5	(-4.8)	31.2	(+5.0)	22.3	(-0.2)	24.2	(-4.6)
TecDax (Deutschland)	45.3	(-2.6)	29.3	(+0.6)	25.4	(+2.0)	19.9	(-4.6)
Dow Jones Industrial (USA)	37.8	(+1.1)	37.4	(+1.1)	24.8	(-2.2)	13.0	(+3.3)
Nikkei 225 (Japan)	55.3	(-4.4)	29.8	(+2.8)	14.9	(+1.6)	40.4	(-6.0)
FT-SE-100 (Großbritannien)	34.5	(-10.0)	43.8	(+9.0)	21.7	(+1.0)	12.8	(-11.0)
CAC-40 (Frankreich)	39.6	(-8.0)	38.9	(+7.9)	21.5	(+0.1)	18.1	(-8.1)
MIBtel (Italien)	33.3	(-10.5)	43.6	(+10.3)	23.1	(+0.2)	10.2	(-10.7)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	15.2	(-0.5)	31.6	(+3.9)	53.2	(-3.4)	-38.0	(+2.9)
Yen	40.5	(+6.5)	35.0	(-9.8)	24.5	(+3.3)	16.0	(+3.2)
Brit. Pfund	11.7	(+2.3)	69.3	(-1.8)	19.0	(-0.5)	-7.3	(+2.8)
Schw. Franken	17.3	(+0.7)	70.5	(+3.0)	12.2	(-3.7)	5.1	(+4.4)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	35.7	(+3.0)	47.3	(+1.1)	17.0	(-4.1)	18.7	(+7.1)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	46.6	(+0.1)	45.6	(-0.1)	7.8	(+/-0.0)	38.8	(+0.1)
Versicherungen	39.7	(-6.2)	52.2	(+5.9)	8.1	(+0.3)	31.6	(-6.5)
Fahrzeuge	24.0	(-3.6)	56.9	(+5.5)	19.1	(-1.9)	4.9	(-1.7)
Chemie/Pharma	37.5	(-2.0)	55.3	(+1.0)	7.2	(+1.0)	30.3	(-3.0)
Stahl/NE-Metalle	29.9	(-1.7)	52.1	(+2.5)	18.0	(-0.8)	11.9	(-0.9)
Elektro	34.1	(+1.3)	61.4	(-1.2)	4.5	(-0.1)	29.6	(+1.4)
Maschinen	60.8	(-1.2)	32.1	(-1.4)	7.1	(+2.6)	53.7	(-3.8)
Konsum/Handel	23.6	(-0.3)	53.9	(+3.7)	22.5	(-3.4)	1.1	(+3.1)
Bau	44.2	(+2.3)	46.5	(-2.5)	9.3	(+0.2)	34.9	(+2.1)
Versorger	19.8	(-4.1)	62.7	(+2.9)	17.5	(+1.2)	2.3	(-5.3)
Dienstleister	44.3	(-0.2)	50.0	(-1.7)	5.7	(+1.9)	38.6	(-2.1)
Telekommunikation	14.4	(-4.9)	52.8	(-3.6)	32.8	(+8.5)	-18.4	(-13.4)
Inform.-Technologien	37.2	(-5.4)	56.4	(+5.2)	6.4	(+0.2)	30.8	(-5.6)

Bemerkung: An der February-Umfrage des Finanzmarkttests vom 29.01.-12.02.07 beteiligten sich 309 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.