

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 15 · April 2007

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

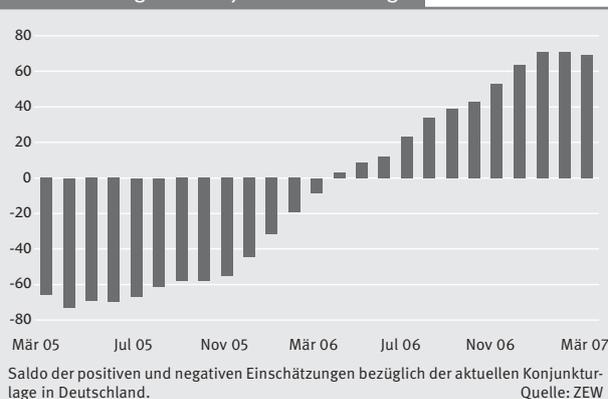
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 26.2.07 - 12.3.07 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 16.3.07) wiedergegeben.

Deutschland im Aufschwung

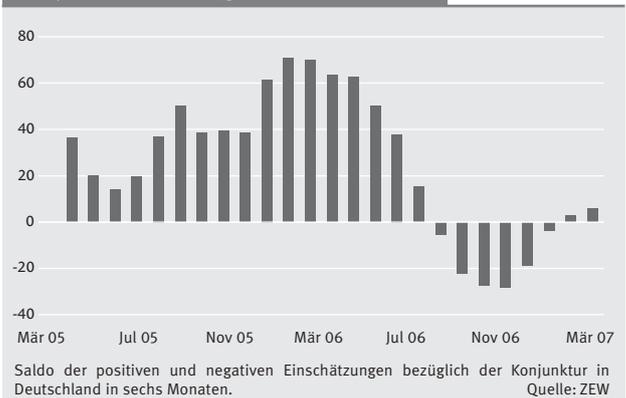
Der ZEW-Indikator konnte im März seine Aufwärtsbewegung fortsetzen, allerdings hat die Dynamik etwas abgenommen. Der Indikator stieg um 2,9 Punkte und liegt nun bei 5,8 Punkten. Damit sind die Analysten auch für die kommenden sechs Monate optimistisch gestimmt, trotzdem gibt es einige Unsicherheitsfaktoren für die deutsche Wirtschaft.

Positiv hat sich vor allem der deutsche Arbeitsmarkt entwickelt. So ist im Februar die Nachfrage nach Arbeit nach dem jahreszeitbedingten Rückgang im Januar wieder gestiegen. Die gute Entwicklung sorgt dafür, dass sich die Einkommensperspektiven der Bürger aufhellen, was den privaten Konsum stützen sollte. Diese Einschätzung wird von den jüngsten Auftragseingängen bestätigt. Ihnen zufolge sind die inländischen Auftragskomponenten stabil geblieben. Allerdings hat sich die Nachfrage aus dem Ausland deutlich abgeschwächt, vor allem Aufträge von außerhalb des Euroraums haben abgenommen. Dies lässt die Befürchtung aufkommen, dass sich hier erste Ermüdungserscheinungen der weltweiten Konjunktur zeigen könnten. So blieb beispielsweise die Dynamik der Industrieproduktion in den USA in den letzten Monaten verhalten – das Wachstum im vierten Quartal wurde mittlerweile deutlich nach unten korrigiert. Dass die Aussichten für Deutschland so gut sind, liegt an der Binnennachfrage, die die tragende Säule des Aufschwungs in den kommenden Mona-

Einschätzung der konjunkturellen Lage



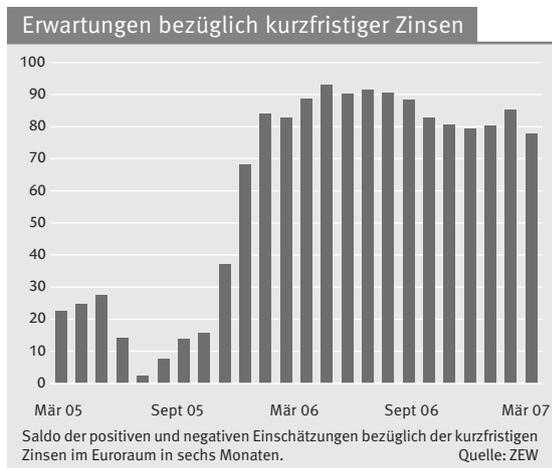
Konjunkturerwartungen Deutschland



ten bleiben dürfte. Derzeit liegt die Kapazitätsauslastung der deutschen Unternehmen bei 87,5 Prozent und damit auf dem höchsten Stand für Gesamtdeutschland seit der Wiedervereinigung. Dementsprechend wird erwartet, dass sich der Trend der steigenden Arbeitsnachfrage fortsetzt. Allerdings besteht die Gefahr, dass die verbesserte Arbeitsmarktlage zu überzogenen Lohnforderungen genutzt wird. Hohe Löhne erschweren den Arbeitslosen den Eintritt in die Beschäftigung und verschlechtern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen im internationalen Vergleich. Die deutschen Unternehmen waren nicht zuletzt wegen ihres verhaltenen Arbeitskostenwachstums in den vergangenen Jahren im Exportgeschäft so konkurrenzfähig.

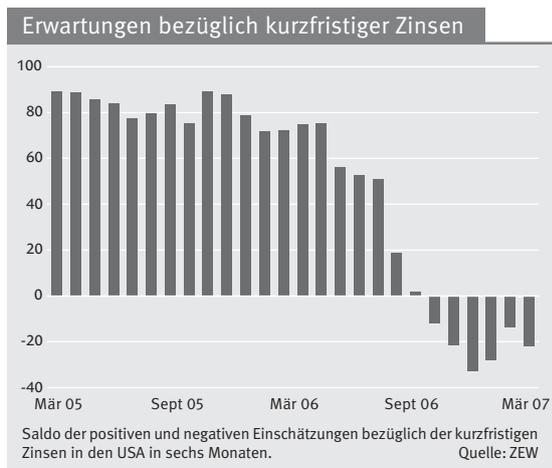
Die Einschätzungen zur aktuellen Lage haben sich im März erstmals seit Juni 2005 wieder verschlechtert. Der entsprechende Indikator sank um 1,7 Punkte, dennoch liegt er mit 69,2 Punkten auf sehr hohem Niveau. Ein Faktor für den Rückgang dürfte das im Januar berichtete Minus von 4,5 Prozent im Einzelhandelsumsatz sein. Wie Statistiken zeigen, waren auch andere Komponenten des privaten Konsums, wie beispielsweise die Dienstleistungen, von der Mehrwertsteuererhöhung betroffen. Insgesamt verkraftete die Wirtschaft diese dämpfenden Effekte jedoch besser als erwartet – die Industrieproduktion startete im neuen Jahr dynamisch. *Sandra Schmidt*

EZB: „Nicht der Gipfel im Zinszyklus“



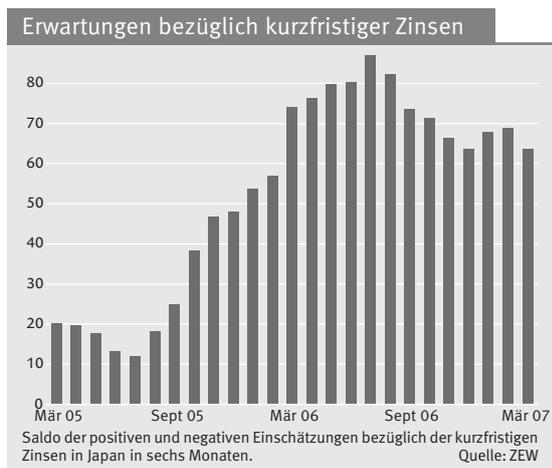
Auch nach der jüngsten Zinserhöhung von 3,5 auf 3,75 Prozent haben die Zinsen in der Eurozone laut EZB-Präsident Trichet noch nicht ihren Gipfel im Zinszyklus erreicht. Vielmehr werde die EZB die weitere Entwicklung „sehr genau beobachten“. Damit hält sich die EZB die Möglichkeit für eine weitere Anhebung der Zinsen offen. Dennoch waren die Formulierungen der EZB zurückhaltender als in bisherigen Sitzungen. Sie ordnete die Geldpolitik „auf der akkomodierenden Seite“ ein und bezeichnete das Zinsniveau als „moderat“ statt bisher „niedrig“. Ihre Analysen zeigen, dass nach wie vor Preisrisiken gegeben sind durch hohes Geld- und Kreditmengenwachstum, zudem will die EZB Lohnverhandlungen und die Entwicklung des Ölpreises genau beobachten. Angesichts dieser Aussagen rechnen 80 Prozent aller Experten damit, dass eine weitere Zinserhöhung bevorsteht. Allerdings hat das Lager der Anhänger einer Zinserhöhung angesichts des Niveaus, das sich dem neutralen Zins nähert, abgenommen. *Sandra Schmidt*

USA: Geldpolitik der Fed ist angemessen



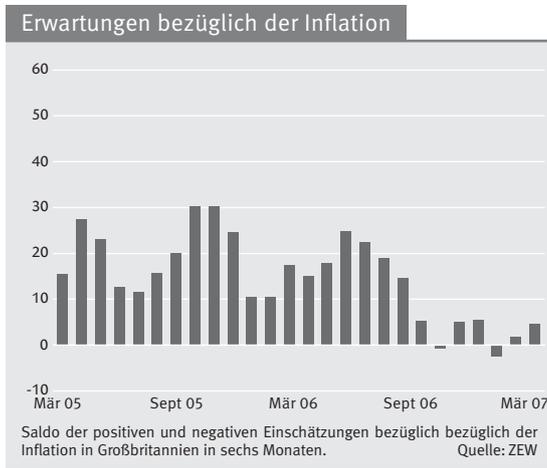
Auch wenn der Anteil der Experten, die mit ersten Zinssenkungen durch die US-Notenbank rechnen, in diesem Monat wieder zugenommen hat, halten die Experten die Geldpolitik der Fed mehrheitlich für angemessen. Unterstützung erhalten sie vom US-Notenbankpräsidenten. Dieser hatte das aktuelle Zinsniveau zuletzt als geeignet für nachhaltiges Wachstum und einen allmählichen Rückgang der Kerninflation bezeichnet. Der Grund hierfür ist zum einen das robuste Wachstum in den USA. Dort deutet die Entwicklung der Auftrageingänge, der Fertigung sowie der Beschäftigung auf ein robustes Wachstumsszenario hin. Das Wachstum wird sich aber aller Voraussicht nach auf einem geringeren Niveau bewegen als noch im letzten Jahr. Die Konjunkturerwartungen deuten bereits seit längerem darauf hin. Die Erwartungen bezüglich der Entwicklung der kurzfristigen Zinsen haben sich deshalb kaum verändert. Insgesamt deutet das darauf hin, dass die Mehrheit der Experten die aktuelle Geldpolitik der Fed für angemessen hält. *Matthias Köhler*

Japan: Mehrheit erwartet weitere Zinserhöhungen



Der Anteil der Experten, die mit weiteren Zinserhöhungen durch die japanische Notenbank rechnen, ist in diesem Monat leicht zurückgegangen. Die Mehrheit rechnet aber nach wie vor mit weiteren Zinsanhebungen. Der Grund hierfür ist das robuste Wachstum. Auch wenn die Konjunktursignale zuletzt gemischt ausgefallen sind, stärkt die Zunahme des privaten Verbrauchs die Zuversicht der Experten. Die Konsumausgaben sind im Januar so stark gestiegen wie seit 13 Monaten nicht mehr. Da der Konsum zuletzt eher schwächelte, könnte dies auf eine Trendwende hindeuten. Zusammen mit der stabilen Entwicklung der Industrieproduktion könnte dies in den nächsten sechs Monaten zu einer konjunkturellen Belebung führen. Das schlägt sich auch in den Inflationserwartungen nieder. Diese sind im März so stark gestiegen wie seit langem nicht mehr. Aus diesem Grunde rechnen nach wie vor zwei von drei Finanzmarktexperten mit weiteren Zinserhöhungen durch die japanische Notenbank in den nächsten sechs Monaten. *Matthias Köhler*

Großbritannien: Inflationsdruck beunruhigt Experten nicht



Die Finanzmarktexperten rechnen mit zunehmendem Inflationsdruck in Großbritannien in den kommenden sechs Monaten. Vor allem die hohe Kapazitätsauslastung der britischen Volkswirtschaft beunruhigt die Analysten. Darüber hinaus deuten Umfragen darauf hin, dass die Unternehmen im Einzelhandel und im verarbeitenden Gewerbe schon bald die Preise heraufsetzen könnten, um ihre zuletzt arg gebeutelten Gewinne zu erhöhen. Trotz dieser Aussichten hat die Bank of England den Leitzins auf ihrer jüngsten Sitzung unverändert gelassen. Dazu beigetragen hat der überraschend starke Rückgang der Inflationsrate im Januar. Darüber hinaus hat sich nach Ansicht der Finanzanalysten die konjunkturelle Lage leicht eingetrübt. Auch die Konjunkturerwartungen deuten nicht auf eine deutliche Belebung der Konjunktur in den nächsten Monaten hin. Aus diesem Grunde hält die Mehrheit der Finanzmarktexperten die Geldpolitik der britischen Notenbank nach wie vor für angemessen.

Matthias Köhler

Sonderfrage: Aktieninvestitionen in Emerging Markets



In den letzten zwei Jahrzehnten erfreuten sich Investitionen in Emerging Markets zunehmender Beliebtheit. Aufgrund der niedrigen Korrelation zwischen den Aktienmarktrenditen in den Emerging Markets und denen entwickelter Märkte boten solche Investitionen einen Diversifikationsvorteil für die Anleger aus den Industrienationen, so dass Emerging Markets zunehmend als gesonderte Asset Klasse angesehen wurden. In den neunziger Jahren erhöhten sich im Durchschnitt jedoch die Korrelationen, ohne dass sich das Risiko merklich verringerte. Ob der Trend der Integrierung dieser Aktienmärkte in den globalen Finanzmarkt und die damit einhergehende Verringerung der Diversifikationsvorteile anhält, war Inhalt der ersten Frage. Rund 45 Prozent der befragten Experten gehen davon aus, dass sich die Diversifikationsvorteile in der Tat auch in der Zukunft verringern, 39 Prozent prognostizieren, dass sie konstant bleiben werden. Damit ist keine Umkehrung des aktuellen Trends in Sicht.

Bei der Frage nach der optimalen Gewichtung von Emerging Markets gegenüber anderen Regionen im Aktienportfolio gibt es ein eindeutiges Expertenvotum: 57 Prozent aller Experten würden den Investitionen in Emerging Markets ein Gewicht von null bis zehn Prozent beimessen. Innerhalb der Schwellenländer bietet einer Mehrheit von 61 Prozent zufolge der asiatische Raum die beste Risiko/Rendite-Struktur in den nächsten fünf Jahren. Mit großem Abstand folgt an zweiter Stelle Osteuropa, am schlechtesten schneiden Südamerika sowie die Region Naher Osten und Afrika ab.

Zuletzt wurden die Experten zu den adäquaten Risikomaßen für Aktieninvestitionen in den Emerging Markets befragt. Down-side-risk Maße tragen der Tatsache Rechnung, dass die Verteilungen von Aktienmarktrenditen unter anderem eine beträchtliche Schiefe aufweisen, also nicht symmetrisch sind. Dieses Phänomen ist bislang bei Emerging Markets besonders ausgeprägt und kann von einem konventionellen Risikomaß wie der Varianz nicht adäquat abgebildet werden. Jedoch sehen nur 38 Prozent der Experten die Notwendigkeit des Einsatzes von Down-side-risk-Maßen. Dies kann damit zusammenhängen, dass die Experten im Rahmen der Integration der Märkte eine Angleichung der Verteilungen annehmen.

Oliver Stahnke, Sandra Schmidt

ZEW - Finanzmarkttest März 2007: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	68.3 (+0.3)	30.3 (-0.4)	1.4 (+0.1)	66.9 (+0.2)
Deutschland	71.2 (-1.3)	26.8 (+0.9)	2.0 (+0.4)	69.2 (-1.7)
USA	24.6 (-5.4)	72.3 (+3.3)	3.1 (+2.1)	21.5 (-7.5)
Japan	27.2 (+8.7)	69.6 (-8.1)	3.2 (-0.6)	24.0 (+9.3)
Großbritannien	59.3 (-2.0)	39.6 (+1.6)	1.1 (+0.4)	58.2 (-2.4)
Frankreich	36.8 (+4.9)	59.2 (-5.0)	4.0 (+0.1)	32.8 (+4.8)
Italien	20.8 (+1.2)	67.6 (+0.1)	11.6 (-1.3)	9.2 (+2.5)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	17.0 (-1.1)	71.1 (+0.5)	11.9 (+0.6)	5.1 (-1.7)
Deutschland (=ZEW Indikator)	19.7 (-0.7)	66.4 (+4.3)	13.9 (-3.6)	5.8 (+2.9)
USA	14.0 (+1.9)	44.7 (-6.1)	41.3 (+4.2)	-27.3 (-2.3)
Japan	27.5 (+1.5)	67.1 (-0.3)	5.4 (-1.2)	22.1 (+2.7)
Großbritannien	8.0 (+2.1)	77.8 (+3.6)	14.2 (-5.7)	-6.2 (+7.8)
Frankreich	12.2 (+1.0)	75.5 (-1.3)	12.3 (+0.3)	-0.1 (+0.7)
Italien	12.8 (+2.1)	72.2 (-2.1)	15.0 (+/-0.0)	-2.2 (+2.1)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	24.7 (-2.3)	64.0 (+3.1)	11.3 (-0.8)	13.4 (-1.5)
Deutschland	36.7 (-4.3)	52.7 (+6.1)	10.6 (-1.8)	26.1 (-2.5)
USA	19.5 (+2.0)	59.0 (-1.4)	21.5 (-0.6)	-2.0 (+2.6)
Japan	47.5 (+2.3)	48.5 (-1.7)	4.0 (-0.6)	43.5 (+2.9)
Großbritannien	20.3 (+1.6)	64.1 (-0.4)	15.6 (-1.2)	4.7 (+2.8)
Frankreich	20.4 (-1.9)	68.9 (+4.7)	10.7 (-2.8)	9.7 (+0.9)
Italien	24.3 (+3.6)	64.8 (-1.3)	10.9 (-2.3)	13.4 (+5.9)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	79.9 (-5.9)	18.1 (+4.5)	2.0 (+1.4)	77.9 (-7.3)
USA	8.5 (-0.3)	61.0 (-7.7)	30.5 (+8.0)	-22.0 (-8.3)
Japan	64.4 (-4.9)	34.9 (+4.5)	0.7 (+0.4)	63.7 (-5.3)
Großbritannien	26.1 (-4.5)	67.6 (+2.4)	6.3 (+2.1)	19.8 (-6.6)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	50.8 (-0.9)	42.7 (+6.8)	6.5 (-5.9)	44.3 (+5.0)
USA	28.9 (-0.4)	54.5 (-0.4)	16.6 (+0.8)	12.3 (-1.2)
Japan	61.1 (+1.3)	36.3 (-0.8)	2.6 (-0.5)	58.5 (+1.8)
Großbritannien	27.5 (-1.7)	65.4 (+4.2)	7.1 (-2.5)	20.4 (+0.8)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	59.7 (+12.0)	24.0 (-7.2)	16.3 (-4.8)	43.4 (+16.8)
DAX (Deutschland)	59.9 (+13.4)	23.9 (-7.3)	16.2 (-6.1)	43.7 (+19.5)
TecDax (Deutschland)	54.7 (+9.4)	25.8 (-3.5)	19.5 (-5.9)	35.2 (+15.3)
Dow Jones Industrial (USA)	45.2 (+7.4)	33.8 (-3.6)	21.0 (-3.8)	24.2 (+11.2)
Nikkei 225 (Japan)	66.8 (+11.5)	23.6 (-6.2)	9.6 (-5.3)	57.2 (+16.8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	48.0 (+13.5)	36.2 (-7.6)	15.8 (-5.9)	32.2 (+19.4)
CAC-40 (Frankreich)	52.9 (+13.3)	31.9 (-7.0)	15.2 (-6.3)	37.7 (+19.6)
MIBtel (Italien)	50.4 (+17.1)	31.6 (-12.0)	18.0 (-5.1)	32.4 (+22.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	14.3 (-0.9)	35.0 (+3.4)	50.7 (-2.5)	-36.4 (+1.6)
Yen	48.7 (+8.2)	35.8 (+0.8)	15.5 (-9.0)	33.2 (+17.2)
Brit. Pfund	8.8 (-2.9)	74.8 (+5.5)	16.4 (-2.6)	-7.6 (-0.3)
Schw. Franken	24.7 (+7.4)	64.9 (-5.6)	10.4 (-1.8)	14.3 (+9.2)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	29.2 (-6.5)	50.9 (+3.6)	19.9 (+2.9)	9.3 (-9.4)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	47.3 (+0.7)	41.4 (-4.2)	11.3 (+3.5)	36.0 (-2.8)
Versicherungen	46.0 (+6.3)	44.9 (-7.3)	9.1 (+1.0)	36.9 (+5.3)
Fahrzeuge	27.2 (+3.2)	50.4 (-6.5)	22.4 (+3.3)	4.8 (-0.1)
Chemie/Pharma	43.8 (+6.3)	51.0 (-4.3)	5.2 (-2.0)	38.6 (+8.3)
Stahl/NE-Metalle	37.9 (+8.0)	49.0 (-3.1)	13.1 (-4.9)	24.8 (+12.9)
Elektro	35.4 (+1.3)	59.4 (-2.0)	5.2 (+0.7)	30.2 (+0.6)
Maschinen	63.0 (+2.2)	31.0 (-1.1)	6.0 (-1.1)	57.0 (+3.3)
Konsum/Handel	26.7 (+3.1)	52.0 (-1.9)	21.3 (-1.2)	5.4 (+4.3)
Bau	44.6 (+0.4)	47.4 (+0.9)	8.0 (-1.3)	36.6 (+1.7)
Versorger	20.5 (+0.7)	59.0 (-3.7)	20.5 (+3.0)	0.0 (-2.3)
Dienstleister	42.0 (-2.3)	55.2 (+5.2)	2.8 (-2.9)	39.2 (+0.6)
Telekommunikation	15.5 (+1.1)	51.2 (-1.6)	33.3 (+0.5)	-17.8 (+0.6)
Inform.-Technologien	39.2 (+2.0)	54.4 (-2.0)	6.4 (+/-0.0)	32.8 (+2.0)

Bemerkung: An der März-Umfrage des Finanzmarkttests vom 26.02.-12.03.07 beteiligten sich 296 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.

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

IMPRESSUM

ZEW Finanzmarktreport, ISSN 0941-3200, erscheint monatlich.

Herausgeber: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim,
L 7, 1 · 68161 Mannheim · Postanschrift: Postfach 10 34 43 · 68034 Mannheim · Internet: www.zew.de

Redaktion: Forschungsbereich Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement
Dipl.-Volkswirt Matthias Köhler, Telefon 0621/1235-148, Telefax -223, E-Mail koehler@zew.de
Dipl.-Volkswirtin Sandra Schmidt, Telefon 0621/1235-218, Telefax -223, E-Mail s.schmidt@zew.de

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2007

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars