

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 14 · Januar 2006

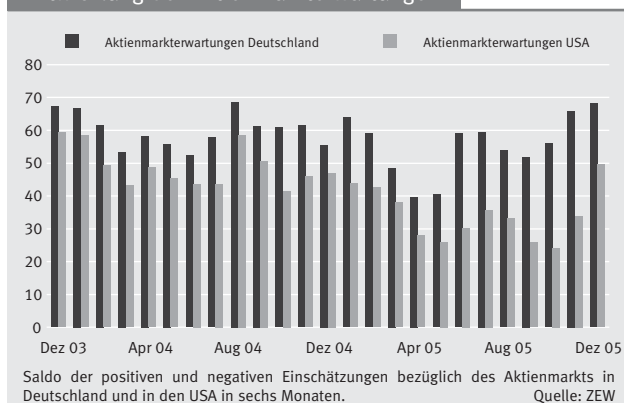
Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

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 28.11.05 – 12.12.05 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 16.12.05) wiedergegeben.

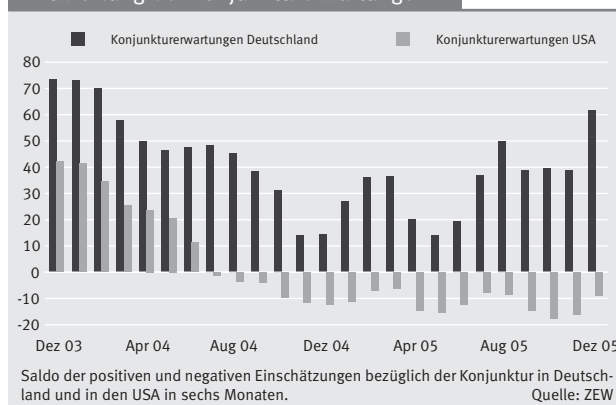
## Stimmung hellt sich deutlich auf

Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Dezember deutlich um 22,9 Punkte gestiegen und liegen nun bei 61,6 Zählern. Der jetzt erreichte Wert, der der höchste seit Februar 2004 ist, signalisiert eine gewisse Aufbruchsstimmung unter den befragten Finanzmarktexperten. Diese dürfte zu einem wesentlichen Teil darauf zurückzuführen sein, dass sich die Investitionsbereitschaft der deutschen Unternehmer weiter erhöht hat. Deren Zuversicht spiegelt sich unter anderem in den Auftragseingängen wider, die seit drei Monaten einen beständigen Anstieg der inländischen Auftragseingänge für Investitionsgüter verzeichnen können. Dies nährt die Hoffnung, dass diese Entwicklung auch in den kommenden Monaten anhält. Auch eine mögliche Erhöhung des allgemeinen Zinsniveaus, das aus der Zinserhöhung der EZB am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve resultieren kann, scheint die Investitionsbereitschaft nicht wesentlich zu beeinträchtigen. Fraglich ist indessen, ob die Investitionsbelegung auch auf die Arbeitsnachfrage überspringt. Denn ein Beschäftigungsaufbau würde dazu beitragen, dass die vorherrschende Unsicherheit der privaten Verbraucher abnimmt und die Konsumnachfrage anspricht. Eine vorübergehende Zunahme des Konsums kann allerdings in der zweiten Hälfte des Jahres 2006 aufgrund von Vorzieheffekten durch die geplante Mehrwertsteuererhöhung ab 2007 erwartet werden. Weitere Faktoren für den aktuellen Anstieg des ZEW-Indikators sind der

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



Entwicklung der Konjunkturerwartungen



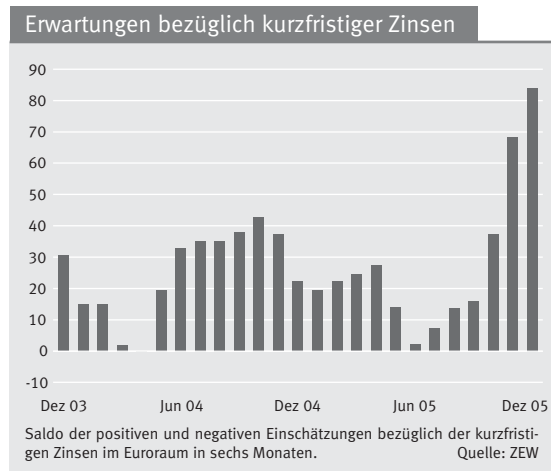
Euro-Dollar-Wechselkurs, der sich seit einigen Wochen auf einem relativ günstigen Niveau eingependelt hat, sowie eine breite weltwirtschaftliche Dynamik, die sich vor allem auf die robuste Konjunktur in den USA und die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien stützt. Diese beiden Faktoren dürften auch in der Zukunft eine Stütze für den deutschen Export darstellen und lassen die aktuelle Schwäche der deutschen Ausfuhren in den Hintergrund treten.

Auch die Erwartungen für den DAX legen in diesem Monat zu, allerdings fällt die Zunahme mit drei Punkten relativ moderat aus. Im Monat Dezember kommt es an den Börsen häufig zu einem „Jahresendeeffekt“, der darauf zurückzuführen ist, dass institutionelle Investoren ihre Portfolios umschichten, sodass die Werte im Portfolio vertreten sind, die während des Jahres eine gute Performance gezeigt haben. Davon dürfte der DAX im Moment profitieren, allerdings dürfte dieser Effekt im neuen Jahr wieder korrigiert werden.

Auch für die USA nimmt der Optimismus der Experten zu. Die US-amerikanische Volkswirtschaft zeigt sich derzeit sehr robust – auf der Angebotsseite weisen die Kapazitäten einen hohen Auslastungsgrad auf, und die private Nachfrage bleibt durch die ungebrochene Konsumbereitschaft kräftig. Diese sind zwar hoch verschuldet, fahren ihre Ausgaben jedoch trotz Zinserhöhungspolitik der Fed nicht zurück.

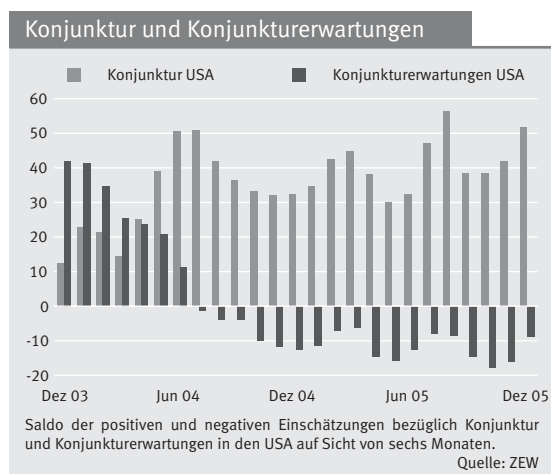
Sandra Schmidt

## EZB: Weitere Zinserhöhungen erwartet



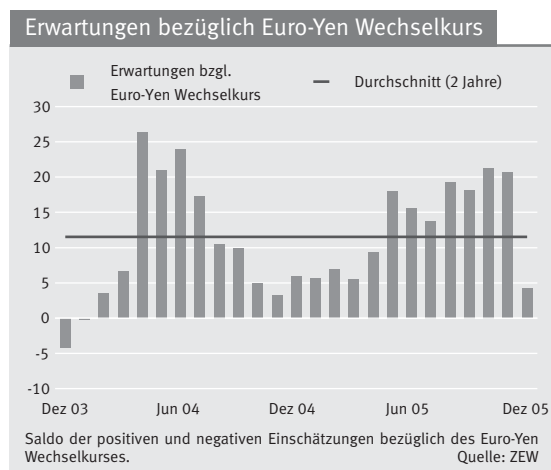
Wie es von den Finanzexperten bereits Mitte November antizipiert wurde, hat die EZB in ihrer letzten Sitzung den Mindestbietungssatz auf ihre Refinanzierungsgeschäfte erhöht. Dieser Leitzinssatz liegt nun bei 2,25 Prozent, nachdem er seit Juni 2003 durchgehend zwei Prozent betragen hatte. Die Erhöhung des Leitzinssatzes soll die Inflationsrisiken dämpfen, die derzeit durch ein starkes Geldmengenwachstum, eine anziehende Kreditnachfrage und einen hohen Ölpreis gegeben sind. Die Finanzmarktexperten gehen nach dieser Maßnahme zwar von reduzierten Inflationsgefahren für den Euroraum aus, sind aber dennoch der Meinung, dass weitere Zinserhöhungsschritte angebracht sind. Denn auch mit dem aktuellen Niveau von 2,25 Prozent sind die Refinanzierungsbedingungen für Investoren im historischen Vergleich oder auch relativ zu den USA sehr günstig. Daher rechnet eine eindeutige Mehrheit von 85,6 Prozent mit einer weiteren Anhebung der Leitzinsen und der entsprechende Indikator steigt um 16,2 auf 84,3 Punkte. *Sandra Schmidt*

## USA: Robustes Wachstum in den USA



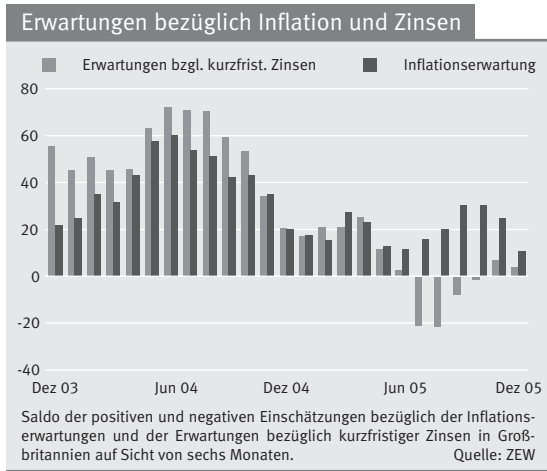
Die Finanzmarktexperten gehen weiterhin von einem robusten Wachstum in den USA aus. Die Ursachen liegen in einer weiterhin hohen Binnennachfrage sowie einem Anstieg der Produktion. Positive Zahlen vom Arbeitsmarkt haben darüber hinaus die Angst zerstreut, dass die amerikanische Wirtschaft durch die Wirbelsturmkatastrophen nachhaltig belastet wird. Das zeigt sich auch in der Einschätzung der Konjunkturlage und in den Konjunkturerwartungen der Experten. Diese gehen zwar weiterhin von einem konjunkturellen Abschwung in den nächsten sechs Monaten aus, allerdings ist der Anteil der Optimisten im Vergleich zum Vormonat wieder gestiegen. Der Erwartungssaldo nimmt um -16,1 auf -8,9 Punkte zu und nähert sich damit wieder den Werten vor den Wirbelsturmkatastrophen. Auf Grund der robusten Konjunktur und steigender Durchschnittslöhne erwarten jedoch auch weiterhin mehr als 80 Prozent der Finanzmarktexperten in den kommenden Monaten weitere Leitzinserhöhungen der amerikanischen Notenbank. *Matthias Köhler*

## Japan: Abwertung des Yen erwartet



Die erwartete Entwicklung des Wechselkurses beeinflusst in diesem Monat die Einschätzungen der Finanzmarktexperten. Aufgrund von Aussagen japanischer Politiker über den fundamental gerechtfertigten Wert der japanischen Währung sowie der sich ausweitenden Renditedifferenz zwischen japanischen und ausländischen Anlagen nach den jüngsten Zinserhöhungen der amerikanischen und europäischen Notenbank ist der Anteil der Experten, die eine Aufwertung des Yen gegenüber dem Euro erwarten, stark gesunken. Der Erwartungssaldo nimmt um 16,5 Punkte auf 4,2 Punkte ab und fällt damit unter den Zwei-Jahresdurchschnitt. Die zunehmenden Abwertungserwartungen schlagen sich auch in den Konjunkturerwartungen der Finanzmarktexperten nieder. Da eine Abwertung die preisliche Wettbewerbsfähigkeit japanischer Güter im Ausland erhöht, sind die Konjunkturerwartungen im Vergleich zum Vormonat noch einmal leicht angestiegen und bestätigen damit den anhaltenden Aufwärtstrend der japanischen Volkswirtschaft. *Matthias Köhler*

## Großbritannien: Konjunktur tritt auf der Stelle



Die Konjunkturerwartungen der befragten Finanzmarktexperten haben sich im Vergleich zum Vormonat aufgehellt. Doch noch immer erwarten beinahe drei Viertel von ihnen, dass sich die Konjunktur in den nächsten sechs Monaten nicht verbessern wird. Dazu hat auch die überraschend schwache Industrieproduktion beigetragen sowie die Erwartung der Finanzmarktexperten, dass sich auch im kommenden Halbjahr der Wechselkurs des britischen Pfundes gegenüber dem Euro nicht verändern wird. Das aktuelle Zinsniveau wird daher von den Finanzmarktexperten als gerechtfertigt eingestuft. Darauf deuten auch die Inflationserwartungen hin, die im Vergleich zum Vormonat erneut deutlich gesunken sind und ein weiteres Nachlassen des Preisdrucks auf die britische Volkswirtschaft signalisieren. Die Finanzmarktexperten gehen daher davon aus, dass die kurzfristigen Zinsen in den nächsten Monaten konstant bleiben werden. Der Erwartungssaldo sinkt dementsprechend von 7 Punkten im November auf 3,7 Punkte in der Dezemberumfrage. *Matthias Köhler*

## Sonderfrage: Portfolioselektion 2006



Der Deutsche Aktienindex DAX konnte seit Beginn dieses Jahres um 1.000 Punkte zulegen – das entspricht einer relativen Steigerung von 23 Prozent. Im Rahmen der aktuellen Sonderfrage wurden die Finanzmarktexperten befragt, wie hoch sie das Potenzial des DAX für das kommende Jahr einstufen. Der durchschnittliche Wert, der für 2006 erwartet wird, liegt den Analysten zufolge bei 5.600 Punkten, wobei der von einer Mehrheit von 53 Prozent favorisierte Bereich zwischen 5.400 und 5.800 Punkten liegt. Ausgehend vom dem aktuellen Niveau von knapp 5.300 Punkten stehen dem deutschen Parkett damit eher moderate Kurszuwächse bevor. Erfreulich ist jedoch, dass die Analysten damit rechnen, dass der Aufwärtstrend andauern wird und keine Korrekturphase der Kurssteigerungen im Jahre 2005 zu erwarten ist.

Hinsichtlich der optimalen Länderaufteilung konzentrieren sich die Präferenzen mit jeweils etwa 24 Prozent auf Deutschland und auf die verbleibende Eurozone. Daneben sind die USA mit 16,1 Prozent weiterhin ein wichtiger Bestandteil des Portfolios. Das Anlegerinteresse an Japan ist im Vergleich zum letzten Jahr deutlich gestiegen: aktuell ist Japan mit 14,3 Prozent im Portfolio vertreten, während es in der Sonderfrage des letzten Jahres nur 10,6 Prozent waren. China und Großbritannien werden mit rund sieben Prozent ähnlich stark gewichtet. Damit wird eine Investition am chinesischen Markt als lohnenswert betrachtet, obgleich dieser noch relativ intransparent ist.

Des Weiteren wurden die Analysten gefragt, welchen Anteil Anleihen an ihrem Portfolio einnehmen werden. Hier ergibt sich eine durchschnittliche Gewichtung von 41 Prozent im Portfolio, wobei eine Mehrheit von knapp 63 Prozent zu einer geringeren Gewichtung tendiert. In diesem Zusammenhang wurde zudem gefragt, wie sich der Anteil der Anleihen damit relativ zu 2005 verändern würde. Da Anleihen eine sichere Anlageform sind, lässt eine Veränderung der Präferenz für Anleihen Rückschlüsse auf die Veränderung der Risikoneigung der Investoren zu. Bei dieser Frage zeigt sich, dass 37,3 Prozent der Experten den Anteil der Anleihen reduzieren werden, wohingegen nur 14,4 Prozent ihren Anteil erhöhen wollen. Damit scheint die Risikoaversion etwas nachgelassen zu haben, gleichzeitig wird das Ergebnis aber auch durch die positiven Erwartungen bezüglich zukünftiger Aktienrenditen beeinflusst. *Sandra Schmidt*

## ZEW - Finanzmarkttest Dezember 2005: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	5.4	(+2.0)	72.4	(+4.7)	22.2	(-6.7)	-16.8	(+8.7)
Deutschland	3.1	(+0.9)	49.4	(+9.0)	47.5	(-9.9)	-44.4	(+10.8)
USA	53.7	(+7.7)	44.4	(-5.6)	1.9	(-2.1)	51.8	(+9.8)
Japan	26.4	(+3.6)	64.7	(-2.9)	8.9	(-0.7)	17.5	(+4.3)
Großbritannien	20.0	(+2.6)	73.2	(-2.5)	6.8	(-0.1)	13.2	(+2.7)
Frankreich	3.7	(+0.1)	67.0	(+10.7)	29.3	(-10.8)	-25.6	(+10.9)
Italien	2.4	(+0.7)	34.5	(+0.4)	63.1	(-1.1)	-60.7	(+1.8)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	53.4	(+10.0)	44.4	(-8.8)	2.2	(-1.2)	51.2	(+11.2)
Deutschland (=ZEW Indikator)	63.8	(+18.9)	34.0	(-14.9)	2.2	(-4.0)	61.6	(+22.9)
USA	10.2	(+3.6)	70.7	(+/-0.0)	19.1	(-3.6)	-8.9	(+7.2)
Japan	51.4	(+3.0)	47.0	(-2.7)	1.6	(-0.3)	49.8	(+3.3)
Großbritannien	12.7	(+2.4)	73.6	(+1.2)	13.7	(-3.6)	-1.0	(+6.0)
Frankreich	39.2	(+11.4)	57.7	(-5.9)	3.1	(-5.5)	36.1	(+16.9)
Italien	34.0	(+7.8)	60.5	(-4.9)	5.5	(-2.9)	28.5	(+10.7)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	38.1	(-12.0)	45.1	(+10.9)	16.8	(+1.1)	21.3	(-13.1)
Deutschland	39.1	(-11.8)	42.7	(+10.9)	18.2	(+0.9)	20.9	(-12.7)
USA	46.0	(-8.1)	34.2	(+3.2)	19.8	(+4.9)	26.2	(-13.0)
Japan	61.1	(-2.1)	36.9	(+2.7)	2.0	(-0.6)	59.1	(-1.5)
Großbritannien	23.6	(-12.0)	63.4	(+9.9)	13.0	(+2.1)	10.6	(-14.1)
Frankreich	34.5	(-11.7)	50.2	(+11.2)	15.3	(+0.5)	19.2	(-12.2)
Italien	37.1	(-9.6)	47.9	(+8.5)	15.0	(+1.1)	22.1	(-10.7)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	85.4	(+15.5)	13.3	(-15.0)	1.3	(-0.5)	84.1	(+16.0)
USA	80.6	(-7.6)	17.8	(+6.0)	1.6	(+1.6)	79.0	(-9.2)
Japan	48.5	(+1.7)	51.2	(-2.0)	0.3	(+0.3)	48.2	(+1.4)
Großbritannien	19.5	(-3.9)	64.7	(+4.5)	15.8	(-0.6)	3.7	(-3.3)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	66.0	(-3.4)	29.9	(+5.8)	4.1	(-2.4)	61.9	(-1.0)
USA	66.3	(-5.2)	30.8	(+7.3)	2.9	(-2.1)	63.4	(-3.1)
Japan	61.7	(-7.7)	33.9	(+4.3)	4.4	(+3.4)	57.3	(-11.1)
Großbritannien	42.1	(+1.8)	53.1	(+0.4)	4.8	(-2.2)	37.3	(+4.0)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	76.3	(+4.8)	17.9	(-5.5)	5.8	(+0.7)	70.5	(+4.1)
DAX (Deutschland)	74.0	(+1.8)	20.1	(-1.4)	5.9	(-0.4)	68.1	(+2.2)
TecDax (Deutschland)	62.6	(+1.0)	28.2	(-0.8)	9.2	(-0.2)	53.4	(+1.2)
Dow Jones Industrial (USA)	57.6	(+13.2)	34.4	(-10.7)	8.0	(-2.5)	49.6	(+15.7)
Nikkei 225 (Japan)	73.9	(-2.5)	20.3	(-0.7)	5.8	(+3.2)	68.1	(-5.7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	61.6	(+8.4)	31.2	(-7.1)	7.2	(-1.3)	54.4	(+9.7)
CAC-40 (Frankreich)	68.6	(+5.7)	25.3	(-4.0)	6.1	(-1.7)	62.5	(+7.4)
MIBtel (Italien)	53.1	(-5.3)	30.9	(-1.7)	16.0	(+7.0)	37.1	(-12.3)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	25.0	(-3.7)	30.0	(+2.2)	45.0	(+1.5)	-20.0	(-5.2)
Yen	23.7	(-8.7)	56.8	(+0.9)	19.5	(+7.8)	4.2	(-16.5)
Brit. Pfund	8.8	(-2.5)	72.9	(+6.0)	18.3	(-3.5)	-9.5	(+1.0)
Schw. Franken	20.8	(+3.7)	70.4	(-5.3)	8.8	(+1.6)	12.0	(+2.1)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	20.4	(+3.6)	48.7	(+0.9)	30.9	(-4.5)	-10.5	(+8.1)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	69.0	(-1.1)	24.6	(+0.6)	6.4	(+0.5)	62.6	(-1.6)
Versicherungen	59.3	(+7.8)	33.3	(-4.8)	7.4	(-3.0)	51.9	(+10.8)
Fahrzeuge	36.1	(+5.1)	51.3	(-3.8)	12.6	(-1.3)	23.5	(+6.4)
Chemie/Pharma	58.5	(+3.9)	37.5	(-3.7)	4.0	(-0.2)	54.5	(+4.1)
Stahl/NE-Metalle	38.7	(+5.3)	52.3	(-1.7)	9.0	(-3.6)	29.7	(+8.9)
Elektro	46.8	(+15.6)	49.6	(-13.9)	3.6	(-1.7)	43.2	(+17.3)
Maschinen	60.0	(-5.6)	31.0	(+2.2)	9.0	(+3.4)	51.0	(-9.0)
Konsum/Handel	25.4	(+6.2)	52.7	(-1.5)	21.9	(-4.7)	3.5	(+10.9)
Bau	20.5	(+10.0)	58.3	(-3.0)	21.2	(-7.0)	-0.7	(+17.0)
Versorger	48.7	(-3.1)	43.8	(+3.7)	7.5	(-0.6)	41.2	(-2.5)
Dienstleister	54.5	(+0.1)	37.4	(-5.3)	8.1	(+5.2)	46.4	(-5.1)
Telekommunikation	38.9	(-1.2)	49.5	(+0.2)	11.6	(+1.0)	27.3	(-2.2)
Inform.-Technologien	50.6	(-5.2)	37.6	(-2.3)	11.8	(+7.5)	38.8	(-12.7)

Bemerkung: An der Dezember-Umfrage des Finanzmarkttests vom 28.11.-12.12.05 beteiligten sich 317 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.