

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 14 · April 2006

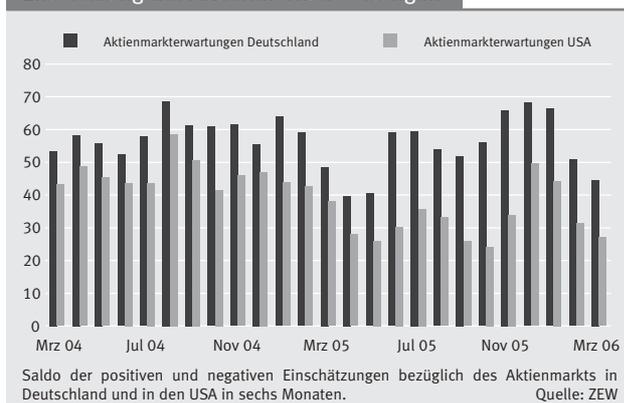
Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

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 27.02.06 – 13.03.06 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 17.03.06) wiedergegeben.

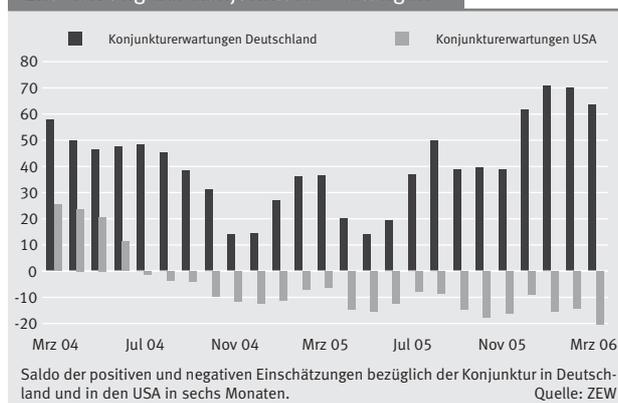
Euphorie lässt nach

Die Konjunkturerwartungen für Deutschland sind in diesem Monat leicht gesunken. Der Indikator liegt nun bei 63,4 Punkten nach 69,3 Punkten im Februar. Trotz des Rückgangs signalisiert der Indikator jedoch weiterhin eine insgesamt positive Stimmung, denn er liegt weit über dem historischen Durchschnitt von 35,1 Punkten. Zudem hat sich die ebenfalls innerhalb des ZEW-Finanzmarkttest erfragte Komponente der konjunkturellen Situation für Deutschland spürbar verbessert und relativiert so den Rückgang des Indikators. Im aktuellen Befragungszeitraum dürften zwei Tendenzen wesentlich für die Veränderung der Konjunkturerwartungen gewesen sein. Positiv dürfte das Potenzial für die inländische Nachfrage zu Buche geschlagen haben, denn angesichts aktuell hoher Gewinne dürften die deutschen Unternehmen ihre bereits erhöhte Investitionstätigkeit auch in den kommenden Monaten fortsetzen und so die inländische Nachfrage stimulieren. Der private Konsum als zweite Komponente der inländischen Nachfrage sollte sich auf Grund von Vorzieheffekte in den kommenden sechs Monaten auch günstig entwickeln. Die ebenfalls im Rahmen der Umfrage abgefragten Branchenerwartungen stützen diese Argumentation, so haben die Erwartungen für die Branche Konsum/Handel 8,9 Punkte gewonnen. Leicht dämpfende Impulse für das Wirtschaftswachstum dürften hingegen von der ausländischen Nachfrage ausgehen. Die befragten Finanzexperten reduzieren im März ih-

Entwicklung der Aktienmarkterwartungen



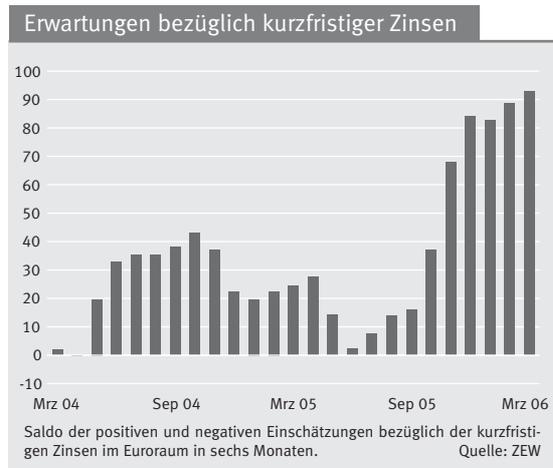
Entwicklung der Konjunkturerwartungen



re Konjunkturerwartungen für wichtige Exportpartner Deutschlands. Die Zinserhöhungspolitik, die die Finanzanalysten für die wichtigen Währungsgebiete Euroraum, USA und Japan erwarten, ist zwar an sich kein negatives Zeichen, da sie eine Normalisierung einer expansiven Geldpolitik darstellt. Verglichen mit einer Fortsetzung der expansiven Geldpolitik wirkt sie sich jedoch dämpfend auf das Wirtschaftswachstum und damit auf die Exportaussichten Deutschlands aus.

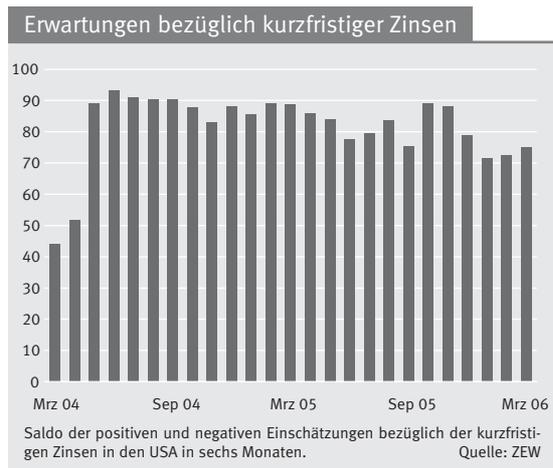
Die Aktienmarkterwartungen für Deutschland und die USA fallen im März schlechter aus als im Vormonat. Der Saldo der Erwartungen für den Dax sinkt um 6,2 Punkte auf 44,6 Punkte. Die Finanzanalysten rechnen damit, dass sich das sehr starke Gewinnwachstum von 25 Prozent in 2005 im aktuellen Jahr abschwächen wird. Ebenfalls gesunken sind die Erwartungen für den US-amerikanischen Dow Jones. In den USA könnte sich die Kostenseite der Unternehmen verschlechtern, da sowohl Kapital als auch Arbeit teurer werden. Denn die Beschäftigungsquote am Arbeitsmarkt nähert sich immer mehr dem Niveau, das im Einklang mit Vollbeschäftigung steht. Somit wird der Arbeitsmarkt enger, was dazu führt, dass der Faktor Arbeit für Unternehmen tendenziell teurer wird. Daneben steigen die Refinanzierungskosten durch die anhaltenden Zinserhöhungen der US-amerikanischen Notenbank. Diese beiden Faktoren reduzieren das Potenzial für Unternehmensgewinne. *Sandra Schmidt*

EZB: Inflationsgefahren signalisieren Handlungsbedarf



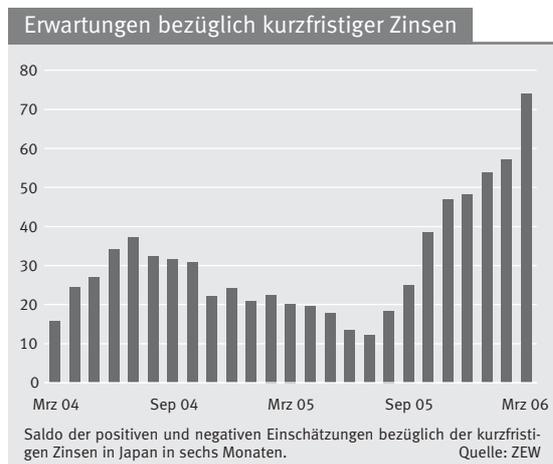
Auch nachdem die EZB im März einen weiteren Zinsschritt unternommen und den Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 2,5 Prozent angehoben hat, stehen nach Ansicht der befragten Finanzmarktexperten in den kommenden sechs Monaten weitere Zinserhöhungen an. 93,2 Prozent der befragten Analysten erwarten einen weiteren Anstieg der Zinsen am kurzen Ende, nur 0,3 Prozent halten Zinssenkungen für möglich. Der entsprechende Saldo liegt nun bei 92,9 Punkten nach 88,7 Punkten im Februar. Diese Einschätzung dürfte auf Projektionen der EZB beruhen, in deren Folge die EZB die erwarteten Inflationsraten im Vergleich zu ihren vergangenen Berechnungen heraufgesetzt hat. Daher bestehen mittelfristig Risiken für die Preisstabilität. Der Definition der EZB zufolge ist Preisstabilität gegeben bei einer Teuerungsrate nahe aber unter 2 Prozent. Es sind insbesondere die hohen und volatilen Energiepreise, die eine Inflationsgefahr darstellen. Dies signalisiert Handlungsbedarf für die EZB und lässt auf weitere Zinserhöhungen schließen. *Sandra Schmidt*

USA: Zinserhöhung steht bevor



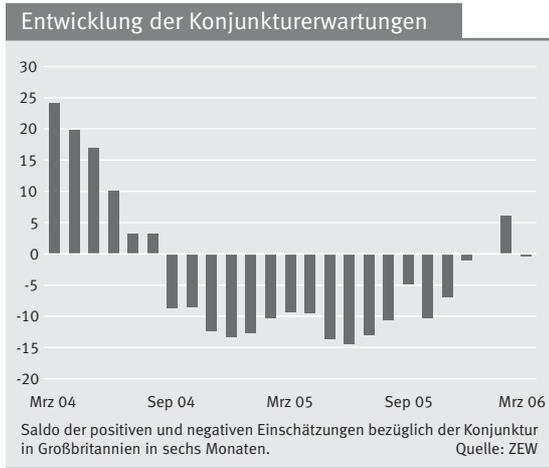
Die Finanzmarktexperten erwarten weitere Zinserhöhungen durch die US-Notenbank im nächsten halben Jahr. Die Ursache hierfür ist die robuste Konjunktur der amerikanischen Volkswirtschaft. Das niedrige Wachstum im vierten Quartal des vergangenen Jahres war vor allem auf die gesunkene Kauflust der US-Konsumenten zurückzuführen. In den ersten Monaten dieses Jahres sind die persönlichen Ausgaben wieder gestiegen. Bedenklich für die Preisniveaustabilität in den Vereinigten Staaten sind zudem die niedrige Arbeitslosigkeit und die gesunkene Produktivität. Die zunehmende Verknappung an Arbeitskräften hat in den vergangenen Monaten zu Lohnerhöhungen geführt. Wenn diese Lohnerhöhungen nicht durch eine höhere Produktivität ausgeglichen werden, könnte dies zu einer Weitergabe der gestiegenen Kosten an die Konsumenten und zu einem Anstieg der Inflationsrate führen. Die Inflationserwartungen der Finanzmarktexperten sind deshalb in diesem Monat wieder gestiegen. *Matthias Köhler*

Japan: Ende der Nullzinspolitik



Die Finanzmarktexperten erwarten ein Ende der Nullzinspolitik der japanischen Notenbank. Das Wirtschaftswachstum der japanischen Volkswirtschaft ist mittlerweile breit angelegt und nachhaltig. Die Arbeitslosigkeit hat den niedrigsten Stand seit sieben Jahren erreicht und die Lohnkosten haben in den vergangenen Monaten wieder kräftig zugelegt. Auch die Verbraucherpreise sind zuletzt wieder gestiegen. Damit scheint das Ende der Deflationsphase in greifbarer Nähe. Die japanische Notenbank ist deshalb in diesem Monat von einer liquiditätsgesteuerten zu einer zinsgesteuerten Geldpolitik übergegangen. Auch wenn die Zinsen zunächst nahe null Prozent gehalten werden sollen, erwarten die Finanzmarktexperten auf Grund der guten Konjunktur und bei weiter steigenden Preisen eine erste Zinserhöhung durch die japanische Notenbank im kommenden halben Jahr. Damit scheint die seit sechs Jahren anhaltende Versorgung der japanischen Banken mit überreicher Liquidität zu Ende zu gehen. *Matthias Köhler*

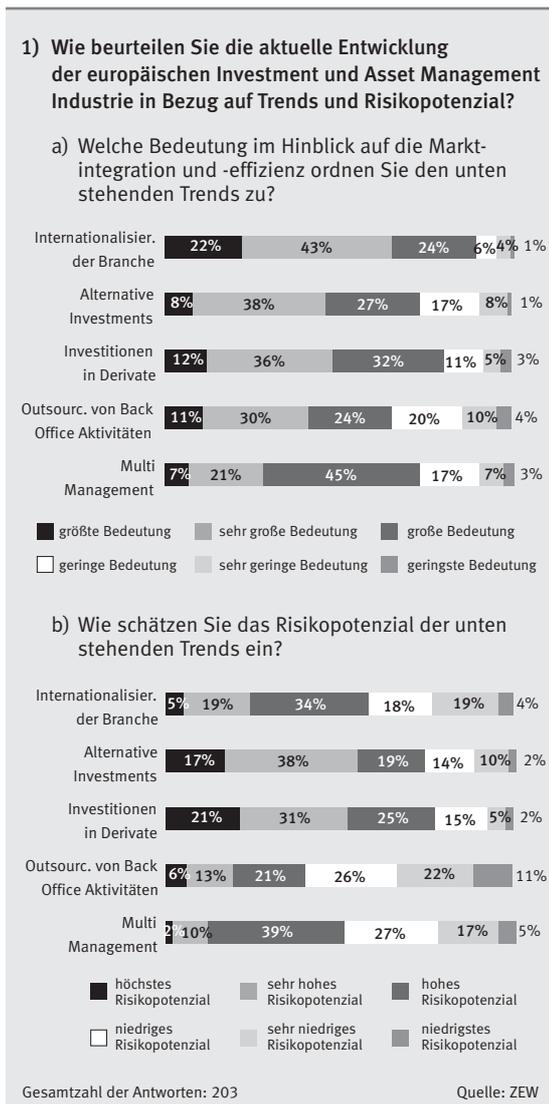
Großbritannien: Keine Konjunkturbelebung in Sicht



Die Finanzmarktexperten erwarten auch im nächsten halben Jahr keine konjunkturelle Belebung der britischen Volkswirtschaft. Positive Wachstumsimpulse gehen in den nächsten Monaten vom Dienstleistungssektor und dem Export aus. Die erwartete Abwertung der britischen Währung gegenüber dem Euro sowie die anziehende Konjunktur in Europa sollten zu erhöhten Exporten nach Europa beitragen. Getrübt werden die Konjunkturaussichten aber von der rückläufigen Industrieproduktion und der zunehmenden Arbeitslosigkeit. Diese könnte sich negativ auf die Nachfrage nach Konsumgütern und Dienstleistungen auswirken. Ein weiterer Unsicherheitsfaktor sind die Staatsausgaben. Diese haben in den vergangenen Monaten zusammen mit dem Dienstleistungssektor wesentlich zum Wirtschaftswachstum beigetragen und sollen in diesem Jahr verringert werden. Aus diesen Gründen erwarten knapp drei von vier Finanzmarktexperten, dass die Konjunktur in den nächsten sechs Monaten auf der Stelle treten wird.

Matthias Köhler

Sonderfrage: Asset Management



Die europäische Investmentfonds und Asset Management Branche verzeichnete in der letzten Dekade ein enormes Wachstum. Gleichzeitig rückt die Bedeutung von Effizienz und Risiko in diesem Marktsegment insbesondere im Hinblick auf die richtige Reaktion auf strukturelle Herausforderungen in Europa, unter anderem durch das Einsetzen des Investmentfondsinstrumentariums für die Sicherung der Altersvorsorge, in den Vordergrund. Im Rahmen des Finanzmarkttests wurden 203 Finanzanalysten nach ihrer Einschätzung der aktuellen Entwicklung des europäischen Asset Managements in Bezug auf Trends und Risikopotenzial befragt. Im Durchschnitt ordneten die Experten bei den Trends der Internationalisierung der Branche die größte Bedeutung zu (22 Prozent der Befragten). Somit scheinen die Bestrebungen des EU-Gesetzgebers aufzugehen, durch Ausbau und Stärkung der EU-Rahmenbedingungen eine höhere Marktintegration zu erreichen. Die europäischen OGAW-Richtlinien (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, engl. UCITS) waren die Grundlage für die Erleichterung des grenzüberschreitenden Fondsangebots. In diesem Zusammenhang ist vor allem der „Europäische Pass“ (eine einmalige EU-weite Zulassung) für OGAW-Produkte zu nennen, dessen Verwendung sich in den letzten fünf Jahren mehr als verdoppelt hat.

Die jüngste Entwicklung des Sektors, die hauptsächlich auf die Eröffnung neuer Spielräume für die Marktteilnehmer auf der Basis von Gesetzesnovellierungen und das Streben nach einer Renditeverbesserung zurückzuführen ist, verändert auch das Risikoprofil des Fondsgeschäfts. Neue Fonds-Typen, die sich auf komplexe Anlagestrategien stützen, könnten Charakteristika enthalten, die von den privaten Anlegern schwer nachvollziehbar sind. Ferner sind die möglichen Auswirkungen alternativer Anlagestrategien auf den Anlegerschutz und die Finanzstabilität noch schwer abzuschätzen. 21 Prozent der befragten Finanzexperten ordneten der Investition in derivative Finanzinstrumente das höchste Risikopotenzial zu. Im Gegensatz dazu werden die Auslagerung operationeller Funktionen oder die Tendenz zu „open-architecture“, die zu einem erhöhten operationellen Risiko oder zu Interessenkonflikten führen können, als weniger riskant empfunden. 11 Prozent der Experten ordneten dem Outsourcing das niedrigste Risikopotenzial zu.

Mariela Borell

ZEW - Finanzmarkttest März 2006: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	14.6	(+6.7)	72.8	(-5.3)	12.6	(-1.4)	2.0	(+8.1)
Deutschland	13.7	(+6.4)	64.2	(-1.7)	22.1	(-4.7)	-8.4	(+11.1)
USA	52.1	(+1.5)	44.9	(-2.8)	3.0	(+1.3)	49.1	(+0.2)
Japan	35.5	(+8.9)	57.4	(-7.7)	7.1	(-1.2)	28.4	(+10.1)
Großbritannien	19.6	(-1.8)	75.8	(+3.2)	4.6	(-1.4)	15.0	(-0.4)
Frankreich	9.8	(+5.1)	72.9	(-1.7)	17.3	(-3.4)	-7.5	(+8.5)
Italien	6.1	(+3.2)	48.9	(+2.9)	45.0	(-6.1)	-38.9	(+9.3)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	64.0	(-3.7)	33.1	(+2.5)	2.9	(+1.2)	61.1	(-4.9)
Deutschland (=ZEW Indikator)	67.3	(-3.8)	28.8	(+1.2)	3.9	(+2.6)	63.4	(-6.4)
USA	6.3	(-1.7)	67.0	(-2.7)	26.7	(+4.4)	-20.4	(-6.1)
Japan	51.7	(-3.9)	44.9	(+2.2)	3.4	(+1.7)	48.3	(-5.6)
Großbritannien	12.7	(-3.4)	74.2	(+0.3)	13.1	(+3.1)	-0.4	(-6.5)
Frankreich	42.7	(-6.8)	52.3	(+4.3)	5.0	(+2.5)	37.7	(-9.3)
Italien	39.2	(-5.9)	55.8	(+4.2)	5.0	(+1.7)	34.2	(-7.6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	36.9	(+4.5)	48.2	(-4.3)	14.9	(-0.2)	22.0	(+4.7)
Deutschland	37.1	(+3.4)	47.9	(-3.4)	15.0	(+/-0.0)	22.1	(+3.4)
USA	40.1	(+5.3)	45.4	(-7.3)	14.5	(+2.0)	25.6	(+3.3)
Japan	72.1	(+5.9)	26.9	(-5.1)	1.0	(-0.8)	71.1	(+6.7)
Großbritannien	26.5	(-0.4)	62.2	(-1.5)	11.3	(+1.9)	15.2	(-2.3)
Frankreich	32.3	(+2.1)	53.4	(-3.3)	14.3	(+1.2)	18.0	(+0.9)
Italien	34.2	(+1.6)	51.4	(-3.5)	14.4	(+1.9)	19.8	(-0.3)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	93.2	(+4.5)	6.5	(-4.8)	0.3	(+0.3)	92.9	(+4.2)
USA	76.9	(+2.7)	21.1	(-3.0)	2.0	(+0.3)	74.9	(+2.4)
Japan	74.0	(+16.9)	26.0	(-16.9)	0.0	(+/-0.0)	74.0	(+16.9)
Großbritannien	22.2	(+3.2)	71.5	(+5.3)	6.3	(-8.5)	15.9	(+11.7)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	65.8	(+3.5)	27.0	(-6.7)	7.2	(+3.2)	58.6	(+0.3)
USA	55.5	(+0.3)	35.6	(-0.8)	8.9	(+0.5)	46.6	(-0.2)
Japan	80.1	(+9.3)	19.2	(-8.6)	0.7	(-0.7)	79.4	(+10.0)
Großbritannien	31.2	(+1.1)	63.9	(+3.0)	4.9	(-4.1)	26.3	(+5.2)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	56.2	(-4.2)	34.1	(+4.8)	9.7	(-0.6)	46.5	(-3.6)
DAX (Deutschland)	56.3	(-6.1)	32.0	(+6.0)	11.7	(+0.1)	44.6	(-6.2)
TecDax (Deutschland)	56.3	(-4.7)	28.7	(+3.3)	15.0	(+1.4)	41.3	(-6.1)
Dow Jones Industrial (USA)	42.1	(-2.3)	42.9	(+0.5)	15.0	(+1.8)	27.1	(-4.1)
Nikkei 225 (Japan)	65.9	(-2.0)	26.7	(+4.6)	7.4	(-2.6)	58.5	(+0.6)
FT-SE-100 (Großbritannien)	40.2	(-4.2)	48.6	(+4.6)	11.2	(-0.4)	29.0	(-3.8)
CAC-40 (Frankreich)	48.7	(-5.6)	39.9	(+6.1)	11.4	(-0.5)	37.3	(-5.1)
MIBtel (Italien)	44.8	(-7.1)	41.9	(+5.6)	13.3	(+1.5)	31.5	(-8.6)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	9.4	(-2.4)	31.9	(+5.2)	58.7	(-2.8)	-49.3	(+0.4)
Yen	37.0	(+13.4)	51.4	(-8.5)	11.6	(-4.9)	25.4	(+18.3)
Brit. Pfund	6.4	(+0.4)	71.9	(+6.7)	21.7	(-7.1)	-15.3	(+7.5)
Schw. Franken	10.8	(-2.8)	80.9	(-0.4)	8.3	(+3.2)	2.5	(-6.0)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	26.4	(+0.6)	48.5	(+2.2)	25.1	(-2.8)	1.3	(+3.4)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	66.3	(-3.6)	28.3	(+3.1)	5.4	(+0.5)	60.9	(-4.1)
Versicherungen	65.2	(+4.3)	29.3	(-1.9)	5.5	(-2.4)	59.7	(+6.7)
Fahrzeuge	38.8	(-2.0)	51.4	(+1.6)	9.8	(+0.4)	29.0	(-2.4)
Chemie/Pharma	62.5	(+3.5)	33.8	(-3.8)	3.7	(+0.3)	58.8	(+3.2)
Stahl/NE-Metalle	35.9	(-4.5)	54.2	(+6.6)	9.9	(-2.1)	26.0	(-2.4)
Elektro	42.0	(-1.8)	54.3	(+2.6)	3.7	(-0.8)	38.3	(-1.0)
Maschinen	68.7	(-1.8)	27.7	(+1.6)	3.6	(+0.2)	65.1	(-2.0)
Konsum/Handel	43.3	(+7.0)	45.1	(-5.1)	11.6	(-1.9)	31.7	(+8.9)
Bau	27.5	(+1.1)	58.2	(+1.6)	14.3	(-2.7)	13.2	(+3.8)
Versorger	46.2	(-0.4)	47.2	(+0.2)	6.6	(+0.2)	39.6	(-0.6)
Dienstleister	61.0	(+1.2)	36.4	(-0.8)	2.6	(-0.4)	58.4	(+1.6)
Telekommunikation	27.0	(+/-0.0)	55.7	(+1.8)	17.3	(-1.8)	9.7	(+1.8)
Inform.-Technologien	62.6	(-0.4)	33.3	(+1.6)	4.1	(-1.2)	58.5	(+0.8)

Bemerkung: An der März-Umfrage des Finanzmarkttests vom 27.02.-13.03.06 beteiligten sich 311 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.