

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 15 · September 2007

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

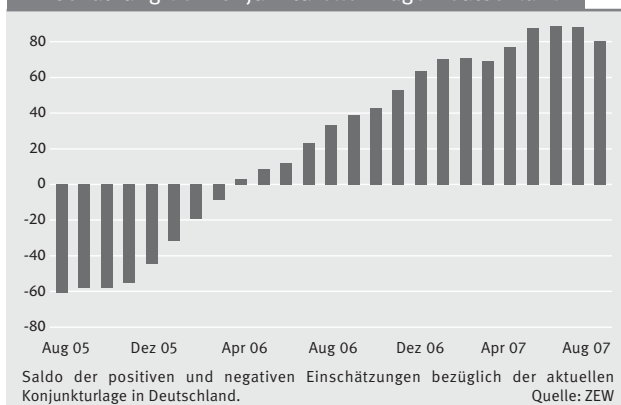
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 30.07.07 - 20.08.07 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 24.08.07) wiedergegeben.

## Erwartungen im Sog der Subprime-Krise

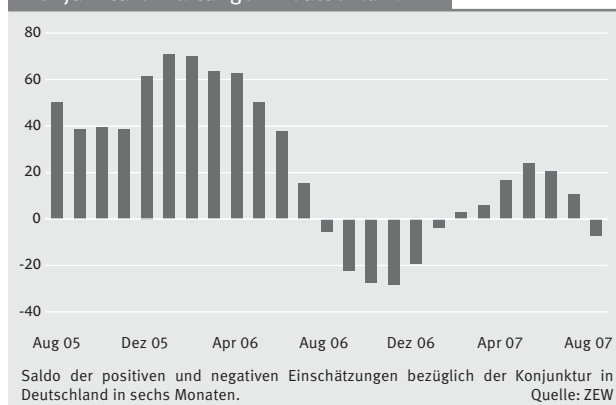
Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im August deutlich gefallen. Nach 10,4 Punkten im Vormonat liegen sie nun bei -6,9 Punkten. Dies stellt einen Rückgang von 17,3 Punkten dar. Auch die Einschätzungen zur aktuellen Lage in Deutschland haben im August gelitten. Der entsprechende Indikator sinkt um 8,0 auf 80,2 Punkte.

Die Einschätzungen der befragten Experten werden im August von der Krise überschattet, die ihren Ausgangspunkt im US-Immobilienmarktsegment für Subprime-Kredite hat. Die Krise kann über verschiedene Kanäle auf die Realwirtschaft wirken. Sie betrifft zunächst US-amerikanische Haushalte, die aufgrund der niedrigeren Häuserpreise einem negativen Vermögenseffekt ausgesetzt sind. Angesichts dieser Tatsache haben US-Einzelhandelshäuser bereits ihre Gewinnprognosen nach unten korrigiert. Eine geschwächte Kaufkraft der im Schnitt ohnehin schon verschuldeten US-amerikanischen Konsumenten könnte daher die deutsche Exportwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen. Außerdem ist der Bankensektor betroffen, der Kredite im Subprime-Segment finanziert hat. Daher fallen die Einschätzungen der Analysten für die Branchen der Banken und Versicherungen im August deutlich schlechter aus. Die Angst vor Ausfällen führt dazu, dass Banken im Moment sehr vorsichtig bei der Vergabe von Krediten sind, so dass die Liquidität am Markt abnimmt. Mögliche Kreditengpässe könnten die Unternehmen be-

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



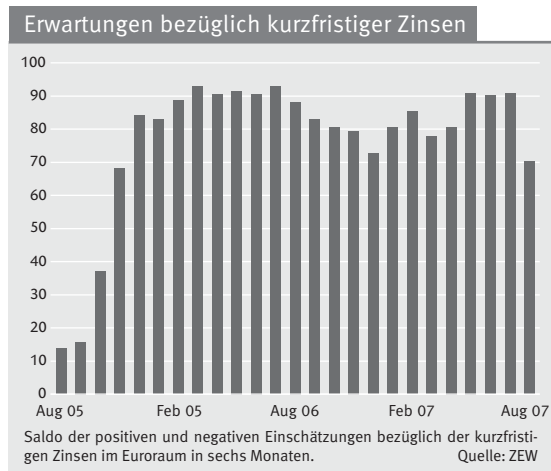
Konjunkturerwartungen Deutschland



lasten. Jedoch war die Gewinnentwicklung der Unternehmen in Deutschland in der Vergangenheit sehr gut und ihre Bilanzen sind solide. Sie haben Liquiditätspuffer, sodass sie Investitionen in gewissem Umfang aus eigenen Mitteln finanzieren können sollten. Deutsche Konsumenten könnten von der Krise durch die gefallen Aktienkurse betroffen sein. Den Einschätzungen der befragten Analysten zufolge sollten die Aktienmärkte sich aber innerhalb des nächsten halben Jahres von dem Schock erholen. Sie stufen Aktien im Moment also eher als Kaufgelegenheit ein. Daher sollten die Auswirkungen auf den deutschen Konsum über diesen Kanal eher gering ausfallen. Neben den Erwartungen hat sich auch die Bewertung der aktuellen konjunkturellen Lage verschlechtert. Für diese Entwicklung ist maßgeblich, dass das Quartalswachstum des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal mit voraussichtlich 0,3 Prozent schwächer war als im ersten mit 0,5 Prozent. Der wesentliche Wachstumstreiber war ersten Aussagen des Statistischen Bundesamts zufolge der Außenhandel. Auch von den Ausrüstungsinvestitionen gingen positive Wachstumsimpulse aus. Geschwächt wurde das Wachstum vor allem durch die Baubranche, die durch den milden Winter im Frühling weniger Nachholbedarf hatte. Der Konsum scheint sich im zweiten Quartal weniger deutlich belebt zu haben, als es erwartet wurde.

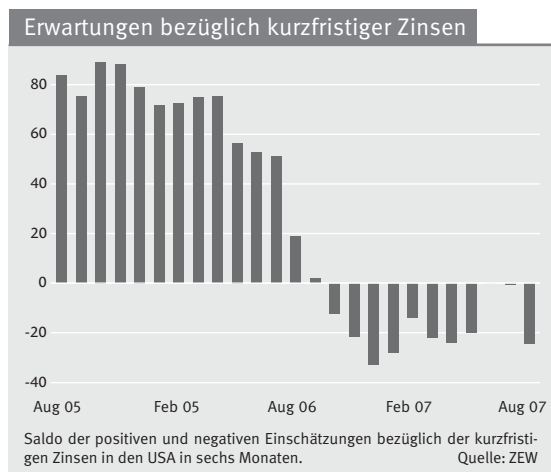
Sandra Schmidt

## EZB: Einstimmigkeit bezüglich Zinserhöhungskurs bröckelt



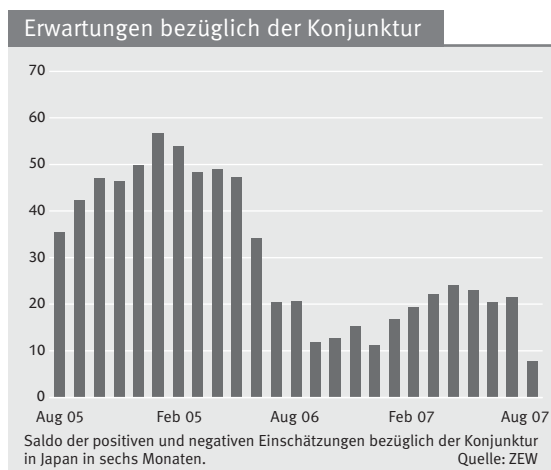
Die befragten Finanzmarktexperten sind im August weniger von einer Zinserhöhung der EZB überzeugt als im Vormonat. Der entsprechende Saldo sinkt von 90,7 Punkten im Juli auf nunmehr 70,4 Punkte. Zwar hatte die EZB trotz der Sommerpause ein Pressebriefing Anfang August einberufen. Nachdem das Signalwort der „starken Wachsamkeit“ gefallen war, rechneten die Märkte eigentlich mit einer Zinserhöhung im September. Die schlechten Neuigkeiten im Zusammenhang mit der Subprime-Krise häuften sich jedoch in der Folgezeit und verunsicherten die Märkte. Am Interbanken-Markt für Tagesgeld war zwischenzeitlich so wenig Liquidität vorhanden, dass der Tagesgeldsatz in die Höhe schnellte. Die EZB versorgte den Markt jedoch mit ausreichend zusätzlicher Liquidität. Inzwischen hat sich die Lage am Geldmarkt nach dem ersten Schock etwas beruhigt. Angesichts der insgesamt unsicheren Situation am Geldmarkt nimmt der Anteil der Experten, die einen konstanten oder sinkenden Zinssatz erwarten, zu. *Sandra Schmidt*

## USA: Baldige Zinssenkung erwartet



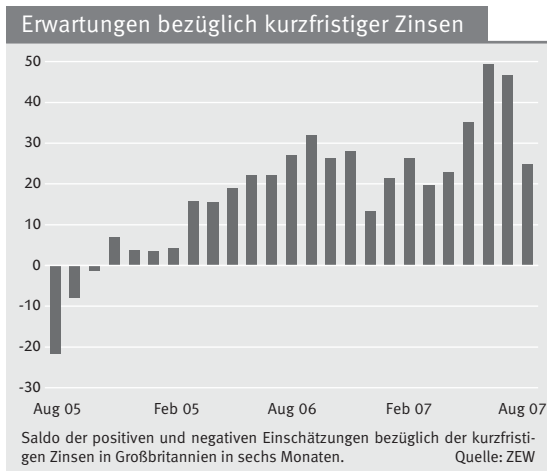
Die Finanzexperten rechnen wieder verstärkt mit einer Zinssenkung in den Vereinigten Staaten. Auslöser hierfür war die Senkung des Diskontsatzes, zu dem sich Banken kurzfristig mit Liquidität versorgen können. Die Entscheidung ist Folge der zunehmenden Knappheit an Liquidität am Geldmarkt. Dort leihen sich Banken untereinander kurzfristig Liquidität aus. Zuletzt sind sie angesichts der Schwächephase am US-Immobilienmarkt bei der Ausleihung kurzfristiger Gelder zunehmend misstrauischer geworden. Mit der Senkung des Diskontsatzes stellt die FED nun sicher, dass sich die Kreditinstitute selbst bei einem Zusammenbruch des Geldmarktes weiter günstig mit Liquidität versorgen können. Damit deutet sie an, dass sie zum Handeln bereit ist, sollte sich die Krise weiter verschärfen und die Realwirtschaft erfassen. Die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinssenkung ist deshalb wieder größer geworden. Aus diesem Grunde ist der Anteil der Experten, die mit einer baldigen Zinssenkung rechnen, in diesem Monat stark gestiegen. *Matthias Köhler*

## Japan: Mehrheit erwartet konjunkturellen Stillstand



Die Konjunkturerwartungen für Japan sind in diesem Monat gesunken. Ursache hierfür ist zum einen die Schwächephase an den internationalen Finanzmärkten. Diese hat zur Auflösung von Carry-Trades geführt, in deren Folge der japanischen Yen stark aufgewertet ist. Schlechte Nachrichten kamen zum anderen von der Konjunktur. Die Auftragseingänge für Maschinenbauer sind deutlich gesunken. Auch das Vertrauen der Verbraucher in den wirtschaftlichen Aufschwung hat zuletzt wieder nachgegeben. Der Index für das Verbrauchervertrauen notiert aktuell auf dem niedrigsten Stand seit Dezember 2004. Allerdings sollten steigende Beschäftigtenzahlen in den kommenden Monaten wieder zu einer Belebung beim Konsum führen. Ein Risiko bleibt die Schwäche an den internationalen Finanzmärkten. Aus diesem Grunde sind die Experten vorsichtiger geworden und gehen mehrheitlich davon aus, dass sich die konjunkturelle Dynamik in Japan in den nächsten sechs Monaten nicht ändern wird. *Matthias Köhler*

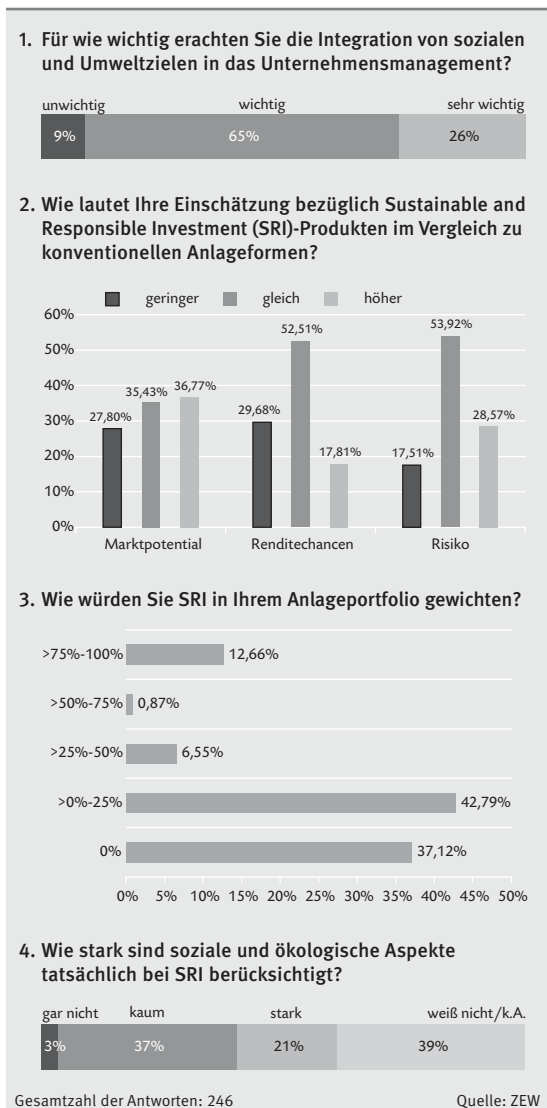
## Großbritannien: Bank of England legt Zinspause ein



Die Experten rechnen wieder verstärkt mit einer Zinspause der Bank of England. Der Grund hierfür sind weniger die nachlassende konjunkturelle Dynamik, sondern vielmehr die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten. So hat das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal dieses Jahres erneut zugelegt und liegt nach wie vor über dem Trend. Insbesondere das verarbeitende Gewerbe zeigt sich aktuell in einer guten Verfassung. Diese Entwicklung könnte laut dem nationalen Einkaufsmanagerindex auch in den kommenden Monaten anhalten. Dieser ist zuletzt gestiegen und befindet sich aktuell auf dem höchsten Stand seit Juli 2004. Ein Risikofaktor bleibt die Entwicklung an den Finanzmärkten. Bislang hat sie sich nicht auf die Realwirtschaft ausgewirkt. Da die langfristigen Folgen der Schwächephase an den Finanzmärkten auf die reale Wirtschaft momentan noch nicht absehbar sind, hat der Anteil der Experten, die mit einer Zinspause der britischen Notenbank rechnen, im August wieder deutlich zugenommen.

Matthias Köhler

## Sonderfrage: Nachhaltige Kapitalanlagen



Seit mehreren Jahren wächst der Markt für so genannte nachhaltige Kapitalanlagen (Sustainable and Responsible Investments, SRI) stark. Unter SRI werden Anlageprodukte wie etwa Fonds zusammengefasst, die nicht nur orientiert an ökonomischen Gesichtspunkten investieren, sondern auch soziale und ökologische Kriterien berücksichtigen. Ob SRI nicht nur aus ethischer Sicht sinnvoll sind, sondern auch im Vergleich höhere Erträge bringen, ist umstritten: Während die Befürworter nachhaltiger Anlagen den Wert von verantwortungsvollem Management herausstellen, argumentieren Kritiker, dass die Beschränkung auf nur ein Segment des Marktes – nämlich auf ökologische und soziale Kapitalanlagen – erhöhte Risiken mit sich bringen und die Renditechancen beeinträchtigen könnte.

Mit über 90 Prozent erachtet eine breite Mehrheit der 246 befragten Finanzmarktexperten die Berücksichtigung von ökologischen und sozialen Zielen im Unternehmensmanagement für wichtig oder sogar sehr wichtig. Dementsprechend wird auch das Marktpotential von SRI sehr optimistisch eingeschätzt. Über 70 Prozent aller Befragten gehen von einem wachsenden oder zumindest konstanten Marktanteil aus. Allerdings erwarten die Finanzmarktexperten im Vergleich zu konventionellen Finanzanlagen eine ungünstige Rendite- und Risikoentwicklung bei SRI: Über 80 Prozent prognostizieren höchstens durchschnittliche Renditechancen bei gleichem oder gar höherem Risiko der Anlagen. Dementsprechend würden auch 37 Prozent der befragten Experten keinerlei SRI-Produkte in ihr Portfolio aufnehmen. Nur 14 Prozent der Befragten geben an, dass sie mehr als die Hälfte ihrer Finanzanlagen aus SRI zusammenstellen würden.

Somit besteht eine Diskrepanz zwischen der Aussage, ökologische und soziale Kriterien hätten eine wichtige Rolle im Management zu spielen, und der eher pessimistischen Einschätzung der Performance von SRI. In jedem Fall sind die Experten der Ansicht, dass ungeeignete Kriterien für so genanntes nachhaltiges Investment angelegt werden. So sind nur 21 Prozent der befragten Experten der Ansicht, soziale und ökologische Anliegen seien bei SRI stark berücksichtigt. Mit 37 Prozent geben fast doppelt so viele der Befragten an, SRI seien kaum nachhaltig.

Ulrich Oberndorfer, oberndorfer@zew.de

**ZEW - Finanzmarkttest August 2007: Belegung der Antwortkategorien**

<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	74.1	(-7.9)	24.9	(+7.9)	1.0	(+/-0.0)	73.1	(-7.9)
Deutschland	80.9	(-7.6)	18.4	(+7.2)	0.7	(+0.4)	80.2	(-8.0)
USA	12.5	(-5.6)	78.1	(+2.8)	9.4	(+2.8)	3.1	(-8.4)
Japan	20.5	(-2.4)	75.5	(+1.5)	4.0	(+0.9)	16.5	(-3.3)
Großbritannien	67.5	(-3.5)	31.0	(+2.0)	1.5	(+1.5)	66.0	(-5.0)
Frankreich	43.5	(-4.7)	53.5	(+3.5)	3.0	(+1.2)	40.5	(-5.9)
Italien	21.5	(-8.3)	72.5	(+7.6)	6.0	(+0.7)	15.5	(-9.0)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	11.1	(-4.3)	71.7	(-4.7)	17.2	(+9.0)	-6.1	(-13.3)
Deutschland (=ZEW Indikator)	12.1	(-7.2)	68.9	(-2.9)	19.0	(+10.1)	-6.9	(-17.3)
USA	12.9	(-11.2)	45.5	(-4.3)	41.6	(+15.5)	-28.7	(-26.7)
Japan	20.3	(-7.5)	67.2	(+1.2)	12.5	(+6.3)	7.8	(-13.8)
Großbritannien	4.5	(-5.3)	71.7	(-5.5)	23.8	(+10.8)	-19.3	(-16.1)
Frankreich	14.0	(-6.8)	71.9	(+1.5)	14.1	(+5.3)	-0.1	(-12.1)
Italien	8.0	(-4.1)	75.2	(-1.9)	16.8	(+6.0)	-8.8	(-10.1)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	56.4	(+3.0)	38.1	(-5.2)	5.5	(+2.2)	50.9	(+0.8)
Deutschland	55.3	(-0.1)	38.8	(-2.2)	5.9	(+2.3)	49.4	(-2.4)
USA	35.2	(-2.8)	52.5	(+2.8)	12.3	(+/-0.0)	22.9	(-2.8)
Japan	54.4	(-5.6)	42.6	(+4.7)	3.0	(+0.9)	51.4	(-6.5)
Großbritannien	31.4	(-1.9)	54.8	(+1.0)	13.8	(+0.9)	17.6	(-2.8)
Frankreich	46.6	(+1.2)	48.1	(-3.3)	5.3	(+2.1)	41.3	(-0.9)
Italien	42.8	(+2.1)	52.5	(-3.6)	4.7	(+1.5)	38.1	(+0.6)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	74.5	(-16.2)	21.3	(+12.0)	4.2	(+4.2)	70.3	(-20.4)
USA	9.5	(-3.2)	56.5	(-17.4)	34.0	(+20.6)	-24.5	(-23.8)
Japan	60.4	(-14.6)	38.1	(+13.5)	1.5	(+1.1)	58.9	(-15.7)
Großbritannien	31.0	(-17.1)	63.0	(+12.5)	6.0	(+4.6)	25.0	(-21.7)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	60.5	(-0.2)	31.5	(-0.3)	8.0	(+0.5)	52.5	(-0.7)
USA	37.1	(+3.3)	45.1	(-6.1)	17.8	(+2.8)	19.3	(+0.5)
Japan	60.3	(-6.7)	35.9	(+4.7)	3.8	(+2.0)	56.5	(-8.7)
Großbritannien	34.4	(-3.8)	57.7	(+3.8)	7.9	(+/-0.0)	26.5	(-3.8)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	57.1	(+6.5)	23.4	(-4.5)	19.5	(-2.0)	37.6	(+8.5)
DAX (Deutschland)	57.8	(+7.3)	20.9	(-6.2)	21.3	(-1.1)	36.5	(+8.4)
TecDax (Deutschland)	54.9	(+2.7)	23.5	(-3.8)	21.6	(+1.1)	33.3	(+1.6)
Dow Jones Industrial (USA)	47.1	(+8.3)	29.9	(-6.8)	23.0	(-1.5)	24.1	(+9.8)
Nikkei 225 (Japan)	55.6	(+1.8)	30.0	(-2.1)	14.4	(+0.3)	41.2	(+1.5)
FT-SE-100 (Großbritannien)	50.2	(+8.5)	32.4	(-3.4)	17.4	(-5.1)	32.8	(+13.6)
CAC-40 (Frankreich)	53.5	(+6.0)	28.0	(-4.5)	18.5	(-1.5)	35.0	(+7.5)
MIBtel (Italien)	49.8	(+9.1)	30.4	(-7.6)	19.8	(-1.5)	30.0	(+10.6)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	26.0	(+2.7)	28.8	(-6.3)	45.2	(+3.6)	-19.2	(-0.9)
Yen	49.2	(+8.3)	34.6	(-7.0)	16.2	(-1.3)	33.0	(+9.6)
Brit. Pfund	8.1	(-0.4)	76.6	(+2.9)	15.3	(-2.5)	-7.2	(+2.1)
Schw. Franken	30.5	(+2.2)	57.9	(+1.6)	11.6	(-3.8)	18.9	(+6.0)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	30.4	(-4.6)	44.5	(+5.1)	25.1	(-0.5)	5.3	(-4.1)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	15.2	(-23.4)	32.3	(-12.4)	52.5	(+35.8)	-37.3	(-59.2)
Versicherungen	14.5	(-19.2)	57.8	(+1.5)	27.7	(+17.7)	-13.2	(-36.9)
Fahrzeuge	25.7	(-6.3)	59.8	(+6.0)	14.5	(+0.3)	11.2	(-6.6)
Chemie/Pharma	45.5	(-7.2)	50.2	(+8.7)	4.3	(-1.5)	41.2	(-5.7)
Stahl/NE-Metalle	37.8	(-15.6)	50.0	(+8.8)	12.2	(+6.8)	25.6	(-22.4)
Elektro	32.1	(-14.9)	63.1	(+12.5)	4.8	(+2.4)	27.3	(-17.3)
Maschinen	62.4	(-6.5)	29.8	(+4.1)	7.8	(+2.4)	54.6	(-8.9)
Konsum/Handel	30.1	(-12.4)	55.1	(+7.2)	14.8	(+5.2)	15.3	(-17.6)
Bau	27.8	(-16.9)	50.6	(+7.7)	21.6	(+9.2)	6.2	(-26.1)
Versorger	23.2	(-3.0)	65.0	(+2.8)	11.8	(+0.2)	11.4	(-3.2)
Dienstleister	37.8	(-4.3)	57.8	(+4.1)	4.4	(+0.2)	33.4	(-4.5)
Telekommunikation	13.8	(+1.6)	59.7	(+0.3)	26.5	(-1.9)	-12.7	(+3.5)
Inform.-Technologien	37.3	(-4.1)	56.7	(+5.5)	6.0	(-1.4)	31.3	(-2.7)

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 30.07.-20.08.07 beteiligten sich 291 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