

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 14 · Oktober 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 02.09.06 – 18.09.06 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 22.09.06) wiedergegeben.

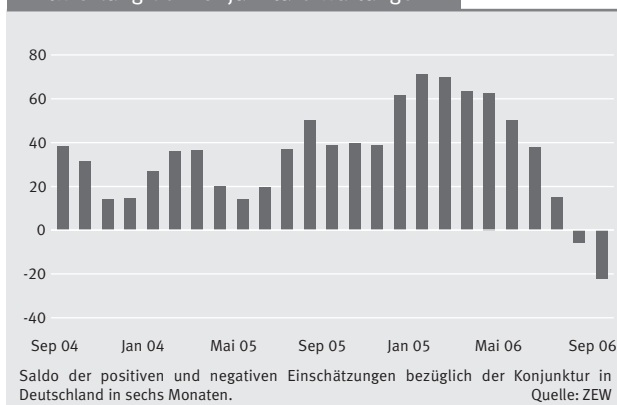
Erwartungen signalisieren Abkühlung

Im September setzen die ZEW-Konjunkturerwartungen ihre Abwärtsbewegung fort. Der Indikator fällt deutlich um 16,6 Punkte auf aktuell – 22,2 Punkte. Damit signalisiert er auf Sicht von sechs Monaten ein Abflauen des Wachstums des deutschen Bruttoinlandsprodukts. Der negative Wert der Erwartungen relativiert sich vor dem Hintergrund der Einschätzung der aktuellen Lage etwas. Die Lagekomponente hat sich im September erneut verbessert und liegt mit 38,9 Punkten auf dem höchsten Niveau seit November 2000.

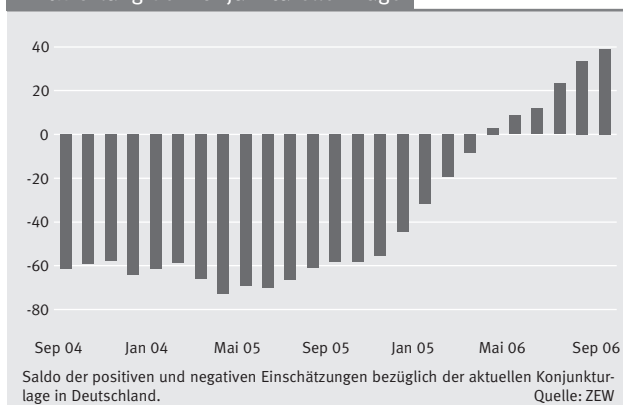
Die Konjunktur profitiert im Moment von mehreren günstigen Faktoren, die den gegenwärtigen Aufschwung der Wirtschaft tragen. Die traditionell exportstarke deutsche Wirtschaft konnte ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland behaupten. Daneben hat sich die Investitionstätigkeit dynamisch entwickelt und einen Anstieg der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in Deutschland nach sich gezogen. Zudem hat die Entspannung am Arbeitsmarkt sowie die anstehende Mehrwertsteuerreform die Anschaffungsbereitschaft der Verbraucher in diesem Jahr erhöht.

Jedoch könnte sich die Situation im kommenden Jahr bereits wieder ändern. So dürfte sich die Exportnachfrage, insbesondere aus den USA, rückläufig entwickeln. Dort zeigen die vergangenen Zinserhöhungen der Federal Reserve Bank ihre Wirkung. Dies zeigt sich bereits am US-amerikanischen Immo-

Entwicklung der Konjunkturerwartungen

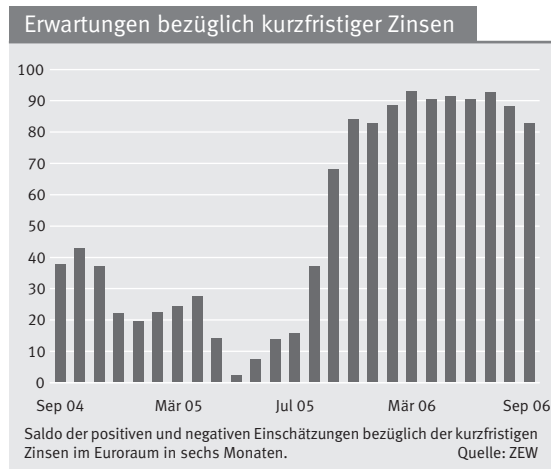


Entwicklung der konjunkturellen Lage



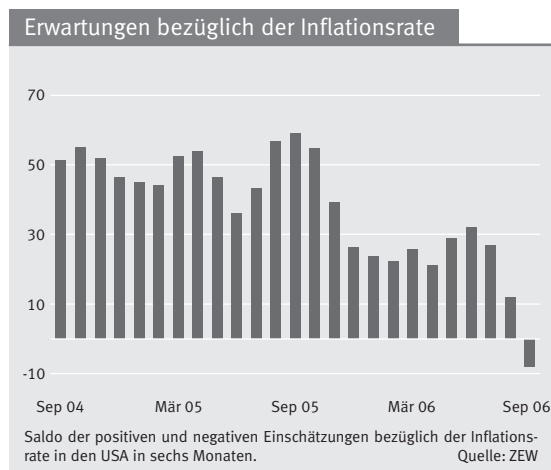
lienmarkt, auf dem die Nachfrage zurückgeht. Ein daraus resultierender Verfall der Häuserpreise dürfte mittelfristig auch den privaten Konsum beeinträchtigen. Die US-amerikanischen Haushalte weisen immer noch eine negative Sparquote auf, die sich makroökonomisch in einem ausgeprägten Handelsbilanzdefizit niederschlägt. Ein vorsichtigeres Konsumverhalten der US-amerikanischen Bürger dürfte auch die Nachfrage nach deutschen Exportgütern schmälern. Die bislang so erfreuliche Entwicklung der deutschen, inländischen Nachfrage dürfte ebenfalls nicht von Dauer sein. Vielmehr wird die Erhöhung der Mehrwertsteuer den privaten Konsum Anfang 2007 beeinträchtigen. Zudem dürften auch die Zinserhöhungen der EZB ihre Wirkung auf die Konjunktur entfalten. Die EZB hat im Dezember 2005 damit begonnen, die Leitzinsen von zwei auf mittlerweile drei Prozent zu erhöhen. Dieses Niveau wird zwar noch als konjunkturstützend eingestuft, jedoch gelten weitere Zinserhöhungen auf mindestens 3,5 Prozent im Markt als sicher. Dies dürfte die Investitionsdynamik verlangsamen, da diese geldpolitischen Maßnahmen die Refinanzierungskosten für Investitionen erhöhen. Der Spielraum, den Deutschland hat, liegt vor allem auf dem Gebiet der Wirtschaftspolitik. Reformen, die die Standortattraktivität durch sinkende Unternehmenssteuern oder eine Flexibilisierung des Arbeitsmarktes erhöhen, könnten positive Anreize für Unternehmer schaffen. *Sandra Schmidt*

EZB: Zinserhöhungserwartungen gehen zurück



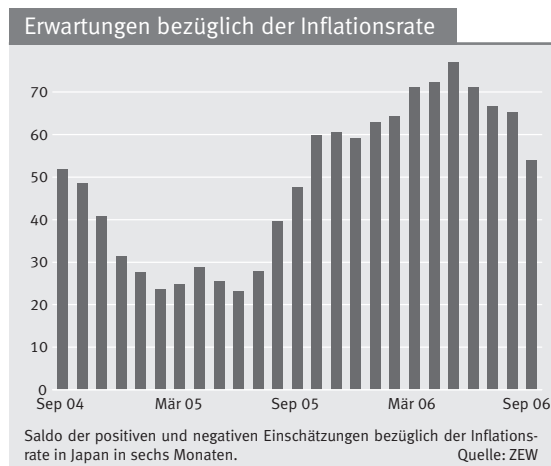
Die jährliche Inflationsrate im Euroraum hat sich im September günstig entwickelt. Sie betrug 2,3 Prozent nach 2,4 Prozent im August. Auch die aktuellen Daten für die Entwicklung der Geldmenge weisen darauf hin, dass sich deren Wachstum verlangsamt hat. So hat sie im Juli nur um 7,8 Prozent zugenommen, wohingegen eine Zuwachsrate von 8,3 Prozent erwartet wurde. Dies und ein gesunkener Ölpreis dürfte den Inflationsdruck etwas verringert haben: der Indikator der Inflationserwartungen sinkt um 12,8 auf 25,2 Punkte. Dementsprechend reduzieren die Analysten ihre Zinserhöhungserwartungen von 88,2 Punkten im Vormonat auf nunmehr 82,9 Punkte. Trotzdem liegt das Geldmengenwachstum weiterhin deutlich über dem Referenzwachstum von 4,5 Prozent und zeigt an, dass die im Umlauf befindliche Liquidität reichlich ist. Dies und weitere Risiken wie erneute Ölpreissteigerungen oder inflationstreibende Lohnabschlüsse in Folge der deutschen Mehrwertsteuererhöhung sprechen für weitere Zinserhöhungen durch die EZB. *Sandra Schmidt*

USA: Rückgang der Inflationserwartungen



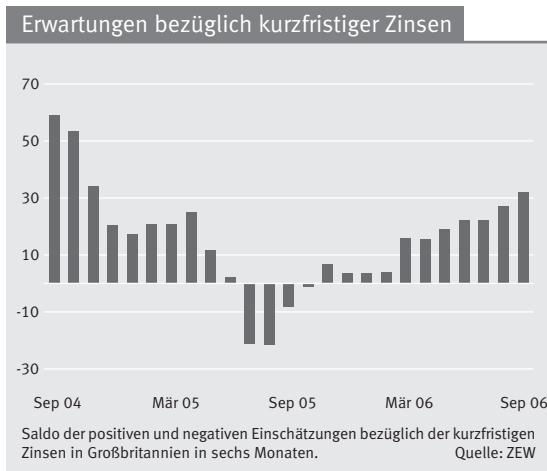
Die Finanzexperten rechnen wieder mit einem Rückgang der Inflationsrate in den USA in den nächsten sechs Monaten. Entspannung signalisiert zum einen die Industrieproduktion. Diese ist im August gesunken und hat zu einem leichten Rückgang der Kapazitätsauslastung geführt. Diese Entwicklung scheint sich nach einer Befragung der Einkaufsmanager (ISM) auch in den kommenden Monaten fortzusetzen. Zum anderen sind die Preise für Rohöl im vergangenen Monat stark gesunken. Dadurch nimmt der Druck höherer Importpreise auf das allgemeine Preisniveau ab. Gleichzeitig entlastet der Rückgang der Energiepreise die US-Haushalte. Diese sind nach wie vor in bester Stimmung und haben ihre persönlichen Auslagen weiter gesteigert. Damit scheint die nachlassende Preisdynamik am Immobilienmarkt bisher noch keine negativen Folgen für den Verbrauch gehabt zu haben. Allerdings wird im nächsten halben Jahr wegen der bereits vorgenommenen Zinserhöhungen weiterhin mit einem Rückgang der Inflationsrate gerechnet. *Matthias Köhler*

Japan: Deflation noch nicht überwunden



Der Anteil der Experten, die mit einem Anstieg der Inflationsrate im kommenden halben Jahr rechnen, ist in diesem Monat stark gesunken. Damit scheinen die Finanzexperten die Einschätzung der japanischen Regierung nicht zu teilen. Diese hat in ihrem monatlichen Konjunkturbericht ihre Einschätzung bezüglich der Entwicklung der Verbraucherpreise angehoben. Das Ende der Deflation wurde aber noch nicht verkündet. Eine Ursache für den Rückgang der Inflationserwartungen ist die nachlassende Konjunkturdynamik im Land der aufgehenden Sonne. Im vergangenen Monat sind die Auftragseingänge im Maschinenbau und die Industrieproduktion gesunken. Auch der ansonsten starke Konsum zeigte eine kleine Schwäche. Der entsprechende Indikator lag in diesem Monat unter den Erwartungen. Die japanische Notenbank hat vor diesem Hintergrund von weiteren Zinsanhebungen abgesehen. Die Experten reduzieren aus diesem Grunde ebenfalls ihre Erwartungen für die Konjunktur in Japan in den nächsten sechs Monaten. *Matthias Köhler*

Großbritannien: Restriktivere Geldpolitik erwartet



Die Finanzexperten erwarten weitere Zinsanhebungen durch die britische Notenbank in den nächsten sechs Monaten, auch wenn die Bank of England in ihrer letzten Sitzung die Zinsen unverändert gelassen hat. Der Grund für die Zinserhöhungserwartungen der Experten sind die nach wie vor hohe Inflationsrate sowie die konjunkturellen Aussichten für die britische Volkswirtschaft. Die Inflationsrate lag zuletzt deutlich über dem Zielwert der Notenbank. Wegen höherer Studiengebühren und Versicherungsprämien wird auch in den kommenden Monaten mit einem weiteren Anstieg der Inflationsrate gerechnet. Zudem ist die britische Konjunktur in guter Verfassung. Der Einzelhandelsumsatz ist weiterhin robust. Die Unternehmen nutzen diese positive Stimmung, um ihre Preise anzuhoben und die geringere Anzahl an Aufträgen und Bestellungen auszugleichen. Das hält zwar die Umsätze konstant, erhöht aber gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinserhöhungen durch die britische Notenbank im nächsten halben Jahr.

Matthias Köhler

Sonderfrage: IPOs innovativer Unternehmen



Das Umfeld für Börsengänge (IPOs) in Deutschland war in den vergangenen Jahren nicht zuletzt nach dem dramatischen Ende der Internet-Euphorie schwierig. Vielen jungen und innovativen Unternehmen war damit ein wichtiger Zugang zu frischem Kapital verbaut. In diesem Jahr ist nun eine Trendwende der Stimmung an den Börsen erkennbar und immer mehr Unternehmen streben den Gang an die Börse an. Das ZEW hat im Rahmen des ZEW Finanzmarkttests untersucht, für welche Technologien und Unternehmen die Ausgangssituation gegenwärtig besonders günstig erscheint.

Mit Blick auf neue Technologien fällt die Einschätzung der befragten Finanzmarktexperten eindeutig aus: Fast jeder zweite räumt den Börsenplänen von Unternehmen, die sich mit alternativen Energien beschäftigen gute Erfolgchancen ein. Die dauerhaft hohen Ölpreise erzwingen ein Umdenken in vielen Bereichen und eröffnen somit neue Markt- und Wachstumspotenziale beispielsweise in der Solartechnologie. An zweiter und dritter Stelle folgen, bei der Bewertung der Erfolgsaussichten eines möglichen Börsengangs, Nano- und Biotechnologie. Das technologische Potenzial beider Segmente ist unbestritten. Ihr konkreter Markterfolg ist jedoch mit erheblichen Risiken behaftet.

Das Verhältnis von Chancen zu Risiken ist entscheidend für die Bewertung von „Börsenneulungen.“ In der Innovationskraft junger Unternehmen liegt der Schlüssel für die Cash-flows der Zukunft. Doch die Innovationskraft ist nicht direkt beobachtbar. Sie kann nur indirekt über Indikatoren fassbar gemacht werden. Die Finanzmarktexperten verlassen sich hier bevorzugt auf Kennzahlen, die den erfolgreichen Innovationsoutput widerspiegeln, also vor allem den Markterfolg mit innovativen Produkten sowie Patente. Die Managementkompetenz der Leitungsebene wird ebenfalls als sehr wichtig eingestuft. Kennzahlen zu Innovationsinputs – die eingesetzten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen, sowie die technologische Kompetenz der Leitungsebene – haben demgegenüber weniger Gewicht. Aus diesen Einsatz-Indikatoren kann nicht notwendigerweise auf die Professionalität und Effizienz der Umsetzung geschlossen werden. Schließlich zeigt sich, dass unternehmensspezifische Kennzahlen größeres Gewicht haben als die Erfahrungen mit vergleichbaren Börsengängen in der Vergangenheit.

Wolfgang Sofka

ZEW - Finanzmarkttest September 2006: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	42.8	(+5.0)	54.9	(-4.4)	2.3	(-0.6)	40.5	(+5.6)
Deutschland	42.5	(+3.7)	53.9	(-2.1)	3.6	(-1.6)	38.9	(+5.3)
USA	35.0	(-8.3)	61.7	(+7.6)	3.3	(+0.7)	31.7	(-9.0)
Japan	31.4	(-7.4)	63.8	(+5.7)	4.8	(+1.7)	26.6	(-9.1)
Großbritannien	39.0	(+5.1)	58.2	(-5.8)	2.8	(+0.7)	36.2	(+4.4)
Frankreich	36.6	(+3.2)	57.7	(-1.2)	5.7	(-2.0)	30.9	(+5.2)
Italien	17.3	(+3.5)	69.4	(+1.2)	13.3	(-4.7)	4.0	(+8.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	15.9	(-3.3)	58.0	(-4.9)	26.1	(+8.2)	-10.2	(-11.5)
Deutschland (=ZEW Indikator)	15.6	(-4.9)	46.6	(-6.8)	37.8	(+11.7)	-22.2	(-16.6)
USA	3.3	(-0.1)	35.2	(-2.3)	61.5	(+2.4)	-58.2	(-2.5)
Japan	25.4	(-6.0)	61.0	(+3.2)	13.6	(+2.8)	11.8	(-8.8)
Großbritannien	3.6	(-3.1)	76.5	(+1.2)	19.9	(+1.9)	-16.3	(-5.0)
Frankreich	12.4	(-3.3)	62.5	(-2.6)	25.1	(+5.9)	-12.7	(-9.2)
Italien	12.2	(-1.5)	61.5	(-4.6)	26.3	(+6.1)	-14.1	(-7.6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	38.6	(-7.9)	48.0	(+3.0)	13.4	(+4.9)	25.2	(-12.8)
Deutschland	51.9	(-5.1)	36.3	(+0.1)	11.8	(+5.0)	40.1	(-10.1)
USA	24.0	(-9.9)	44.0	(-0.2)	32.0	(+10.1)	-8.0	(-20.0)
Japan	60.7	(-7.4)	32.6	(+3.5)	6.7	(+3.9)	54.0	(-11.3)
Großbritannien	18.6	(-5.7)	68.1	(+2.0)	13.3	(+3.7)	5.3	(-9.4)
Frankreich	23.9	(-9.0)	58.6	(+2.2)	17.5	(+6.8)	6.4	(-15.8)
Italien	27.3	(-6.3)	56.5	(+0.9)	16.2	(+5.4)	11.1	(-11.7)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	83.9	(-5.3)	15.1	(+5.3)	1.0	(+/-0.0)	82.9	(-5.3)
USA	15.6	(-12.9)	70.8	(+8.9)	13.6	(+4.0)	2.0	(-16.9)
Japan	73.9	(-8.7)	25.8	(+8.7)	0.3	(+/-0.0)	73.6	(-8.7)
Großbritannien	35.0	(+5.7)	62.1	(-6.5)	2.9	(+0.8)	32.1	(+4.9)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	46.6	(-4.6)	37.7	(+4.3)	15.7	(+0.3)	30.9	(-4.9)
USA	22.4	(-6.2)	53.5	(+7.3)	24.1	(-1.1)	-1.7	(-5.1)
Japan	66.2	(-9.1)	30.0	(+8.1)	3.8	(+1.0)	62.4	(-10.1)
Großbritannien	25.0	(+1.9)	62.0	(-4.9)	13.0	(+3.0)	12.0	(-1.1)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	64.5	(+1.5)	24.7	(-3.1)	10.8	(+1.6)	53.7	(-0.1)
DAX (Deutschland)	63.6	(+0.6)	24.6	(-2.0)	11.8	(+1.4)	51.8	(-0.8)
TecDax (Deutschland)	55.3	(+/-0.0)	31.1	(+1.3)	13.6	(-1.3)	41.7	(+1.3)
Dow Jones Industrial (USA)	45.7	(-0.5)	36.4	(-0.6)	17.9	(+1.1)	27.8	(-1.6)
Nikkei 225 (Japan)	65.9	(-3.1)	24.5	(+0.3)	9.6	(+2.8)	56.3	(-5.9)
FT-SE-100 (Großbritannien)	49.1	(-0.9)	40.1	(-0.6)	10.8	(+1.5)	38.3	(-2.4)
CAC-40 (Frankreich)	56.9	(-1.1)	32.3	(+0.7)	10.8	(+0.4)	46.1	(-1.5)
MIBtel (Italien)	52.3	(-0.6)	35.2	(+0.6)	12.5	(+/-0.0)	39.8	(-0.6)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	13.0	(+5.0)	26.1	(+2.0)	60.9	(-7.0)	-47.9	(+12.0)
Yen	32.6	(+2.1)	48.0	(-7.4)	19.4	(+5.3)	13.2	(-3.2)
Brit. Pfund	6.9	(-0.3)	73.7	(-1.0)	19.4	(+1.3)	-12.5	(-1.6)
Schw. Franken	16.6	(+1.5)	74.4	(+1.3)	9.0	(-2.8)	7.6	(+4.3)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	26.1	(-1.6)	43.0	(+0.4)	30.9	(+1.2)	-4.8	(-2.8)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	44.2	(-5.8)	46.4	(+3.4)	9.4	(+2.4)	34.8	(-8.2)
Versicherungen	45.4	(+1.1)	46.4	(-3.0)	8.2	(+1.9)	37.2	(-0.8)
Fahrzeuge	26.1	(-0.6)	51.9	(-5.5)	22.0	(+6.1)	4.1	(-6.7)
Chemie/Pharma	49.2	(-1.0)	42.8	(+0.9)	8.0	(+0.1)	41.2	(-1.1)
Stahl/NE-Metalle	29.6	(-5.4)	50.9	(+1.5)	19.5	(+3.9)	10.1	(-9.3)
Elektro	29.0	(-3.8)	64.2	(+4.2)	6.8	(-0.4)	22.2	(-3.4)
Maschinen	54.1	(-4.1)	35.7	(+1.4)	10.2	(+2.7)	43.9	(-6.8)
Konsum/Handel	30.6	(-4.6)	44.9	(+0.1)	24.5	(+4.5)	6.1	(-9.1)
Bau	39.6	(+3.7)	47.0	(-3.0)	13.4	(-0.7)	26.2	(+4.4)
Versorger	34.2	(-4.6)	51.9	(+0.8)	13.9	(+3.8)	20.3	(-8.4)
Dienstleister	39.3	(-8.6)	55.8	(+6.7)	4.9	(+1.9)	34.4	(-10.5)
Telekommunikation	13.8	(-1.0)	49.1	(-3.3)	37.1	(+4.3)	-23.3	(-5.3)
Inform.-Technologien	34.7	(-4.5)	55.5	(+4.0)	9.8	(+0.5)	24.9	(-5.0)

Bemerkung: An der September-Umfrage des Finanzmarkttests vom 04.-18.09.06 beteiligten sich 307 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.