

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 15 · November 2007

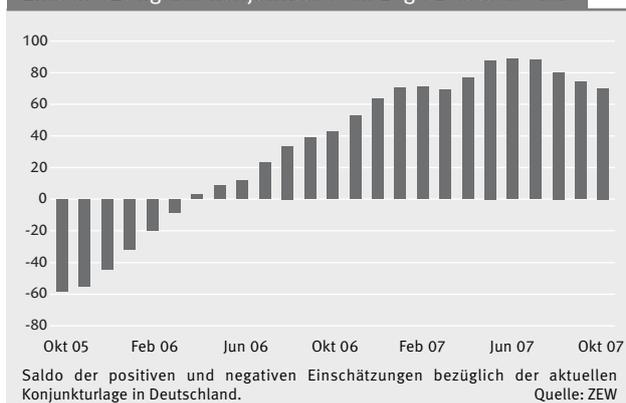
Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

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 1.10.07 - 15.10.07 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 19.10.07) wiedergegeben.

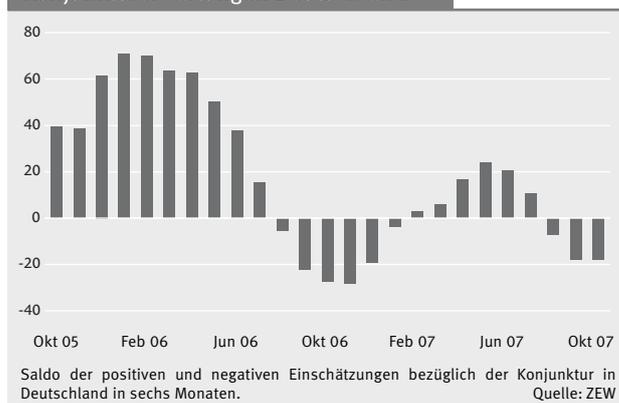
Erste Stabilisierungstendenzen

Die ZEW-Konjunkturerwartungen zeigen die ersten Anzeichen einer Stabilisierung. Sie sind im Oktober unverändert geblieben und liegen wie im Vormonat bei -18,1 Punkten. Die Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage verschlechtert sich hingegen zum vierten Mal in Folge. Sie sinkt um 4,2 auf 70,2 Punkte. Die unveränderte Erwartungshaltung der befragten Finanzmarktexperten signalisiert, dass die wichtigsten Abwärtskorrekturen in Folge der Finanzkrise abgeschlossen sein dürften. Ein Blick auf die übrigen Antwortkategorien zeigt, dass vor allem die Exportnachfrage nach deutschen Gütern einen Risikofaktor für die künftige konjunkturelle Entwicklung darstellt. Risiken für die Exporte könnten sich zum einen aus einer Abschwächung der US-Wirtschaft ergeben. Erste Anzeichen dafür lassen sich bereits an einigen Frühindikatoren der Vereinigten Staaten ablesen. So ist beispielsweise das US-Verbrauchervertrauen im Oktober überraschend stark gefallen. Der Konsum ist mit einem Anteil von zwei Dritteln die wichtigste Nachfragesäule in den USA. Zum anderen hat der Dollar gegenüber dem Euro sehr stark abgewertet – für einen Euro werden mittlerweile 1,42 US-Dollar bezahlt. Diese Abwertung verteuert die Ausfuhren aus dem Euroraum. Dies zeigt sich nicht unbedingt bereits jetzt in den Bilanzen der Unternehmen, denn zum einen können sich Unternehmen für einen bestimmten Zeitraum gegen Wechselkursschwankungen absichern und zum anderen sorgen Preis-

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland

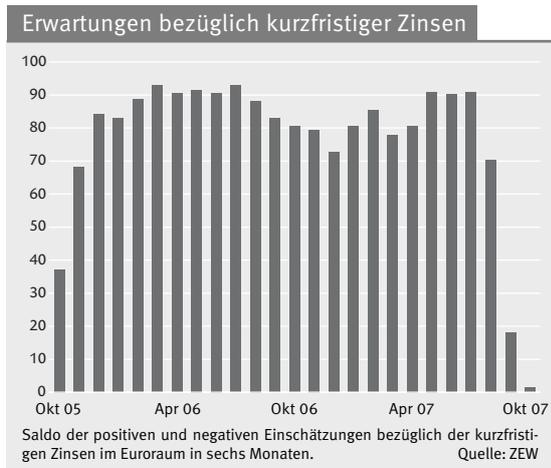


Konjunkturerwartungen Deutschland



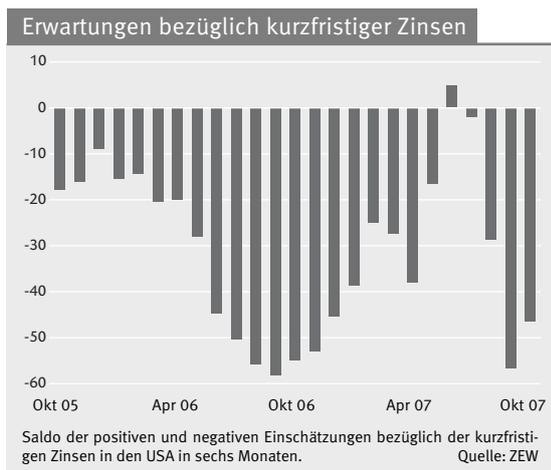
verhandlungen, die sich beispielsweise im Maschinenbau oft über Monate hinziehen, dafür, dass sich Wechselkursbewegungen erst mit zeitlicher Verzögerung auf die Ausfuhren auswirken. Der starke Euro hat indessen auch eine gute Seite: Da die Preisnotierungen für Öl in US-Dollar erfolgen, mindert der starke Euro die Kosten für Öl-Verbraucher aus der Eurozone. Die potenzielle Exportschwäche trifft allerdings auf eine insgesamt robuste Weltkonjunktur. Insbesondere die Nachfrage aus aufstrebenden Ländern wie China, Indien und Russland wird immer mehr zu einer tragenden Kraft für deutsche Unternehmen. Ein Eckpfeiler für die Entwicklung der deutschen Konjunktur ist der Arbeitsmarkt. Dieser hat in den letzten Monaten von dem Aufschwung deutlich profitiert. Inzwischen hat die Erholung sogar den Ausbildungsbereich erreicht. Auch der zunehmende Mangel an Fachkräften, wie beispielsweise an Ingenieuren, signalisiert die Erholung am Arbeitsmarkt. Diese positive Entwicklung ist unter anderem auf die Hartz IV Reformen zurückzuführen. Eine längere Zahlung des Arbeitslosengelds I, die momentan diskutiert wird, würde die Anreize für Arbeitslose, Arbeit anzunehmen, verringern und würde so eine Fortsetzung der Belebung des Arbeitsmarkts hemmen. Außerdem würde sie höhere Ausgaben des Bundes nach sich ziehen. Dies könnte sich bei einer konjunkturellen Abschwächung als zusätzliche Bürde herausstellen. *Sandra Schmidt*

EZB: Unsicherheit über Kurs der EZB



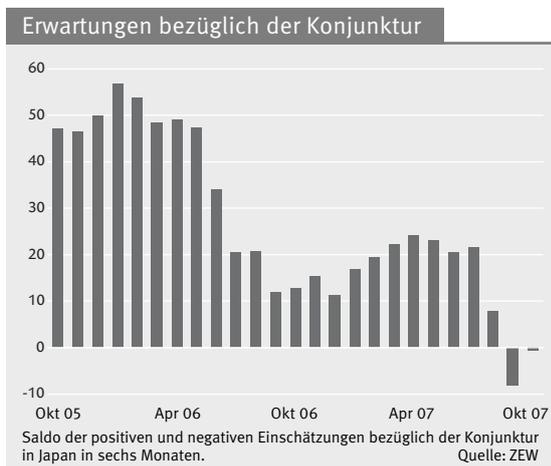
Die Einschätzung der zukünftigen Zinspolitik der EZB fällt in diesem Monat uneinheitlich aus. Eine knappe Mehrheit von 53 Prozent der befragten Experten geht von konstant bleibenden Leitzinsen aus. Die verbleibenden 47 Prozent verteilen sich relativ gleichmäßig auf die Kategorien „steigende“ und „sinkende“ Zinsen. Dieses Antwortverhalten spiegelt die Datenlage wider, der sich die EZB gegenüber sieht. Der Konjunkturausblick enthält Abwärtsrisiken und der Ausblick auf die Inflation zeigt Risiken für die Preisstabilität. Insbesondere höhere Preise für Öl und Nahrungsmittel könnten die Teuerungsrate auf über zwei Prozent treiben. So lag die Inflationsrate der Eurozone im August noch bei 1,7 Prozent, während sie im September bereits auf 2,1 Prozent geschätzt wird. Eine Inflationsrate von zwei Prozent gilt der EZB als mit Preisstabilität noch vereinbar. Die befragten Finanzmarktexperten gehen daher davon aus, dass die EZB abwarten und weitere Informationen sammeln wird, bevor sie sich für weitere Zinsschritte entscheidet. *Sandra Schmidt*

USA: Arbeitsmarktdaten sorgen für Entspannung



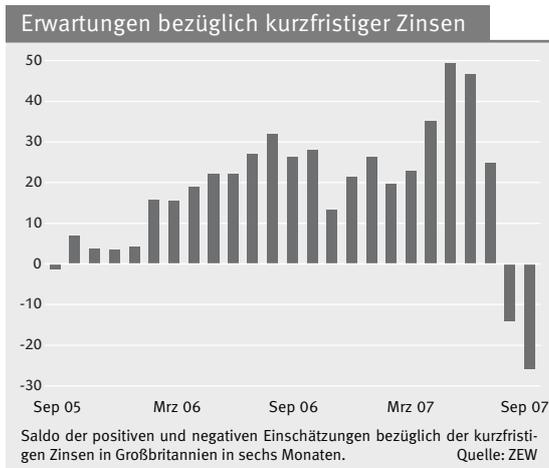
Nach zuletzt starken Rückgängen sind die Konjunkturerwartungen für die USA in diesem Monat wieder gestiegen. Damit deutet vorerst nichts auf eine Rezession hin. Rezessionsängste waren aufgekommen als im vergangenen Monat die ungünstigen Beschäftigtenzahlen für August veröffentlicht wurden. Diese wurden nach jetzt erfolgter Revision deutlich nach oben korrigiert. Anstatt eines Verlustes von 4.000 Stellen wurden 89.000 neue Stellen geschaffen. Da wundert es nicht, dass die Einzelhandelsumsätze im September stärker ausfielen als erwartet worden war. Einziger Wermutstropfen ist, dass die Daten zum Verbrauchervertrauen der Universität Michigan für Oktober auf den niedrigsten Stand seit August 2006 zurückgefallen sind. Auch wenn angesichts der robusten Verfassung des Arbeitsmarkts das Risiko einer Rezession abgenommen hat, belastet die Krise am Häusermarkt auch weiterhin die Konjunkturaussichten. Aus diesem Grunde bleiben die Konjunkturerwartungen der Experten trotz des Anstiegs auch weiterhin im stark negativen Bereich. *Matthias Köhler*

Japan: Tankan-Bericht bringt neue Hoffnung



Die Konjunkturaussichten für Japan haben sich in diesem Monat wieder verbessert. Hoffnung schöpfen die Experten vor allem aus den Zahlen des jüngsten Tankan-Berichts. Der Index für Grossunternehmen der Industrie verharrte auf seinem Stand vom Juni 2007. Auf Grund der Turbulenzen an den Finanzmärkten war hier mit einem Rückgang gerechnet worden. Da dieser ausgeblieben ist, wird auch in Zukunft mit einer lebhaften Investitionsnachfrage gerechnet. Positiv gewertet wurde von den Experten auch, dass Japans Konsumenten wieder tiefer in die Tasche greifen und mehr kaufen als in den Vormonaten. Zusammen mit der starken Nachfrage aus dem Ausland deutet somit vieles auf eine Fortsetzung des Wirtschaftswachstums in den kommenden Monaten hin. Das spiegelt sich auch in den Erwartungen der Experten wieder. Diese sind im Oktober gestiegen und haben den deutlichen Rückgang im vergangenen Monat fast ausgeglichen. Damit scheint die Hoffnung der Experten in den Aufschwung langsam wieder zurückzukehren. *Matthias Köhler*

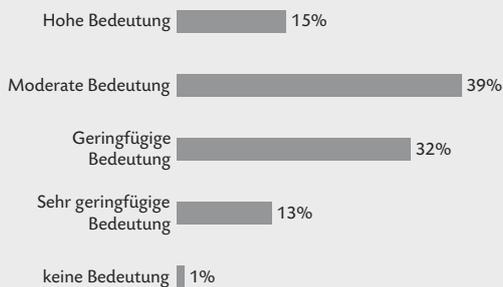
Großbritannien: Erste Zinssenkungen erwartet



Eine deutlich erhöhte Anzahl an Finanzexperten erwartet erste Zinssenkungen im Vereinigten Königreich. Eine Ursache hierfür sind die Turbulenzen an den Finanzmärkten. Diese brachten im vergangenen Monat den fünfgrößten Immobilienfinanzierer des Landes ins Wanken. Da die Häuserpreise auf der Insel in den vergangenen Jahren ebenso stark gestiegen sind wie in den USA, drohen in den kommenden Monaten weitere Bankausfälle. Bisher hat die Bank of England im Gegensatz zur FED und zur EZB auf Leitzinssenkungen verzichtet und dafür Lob geerntet. Das Eingreifen im Falle von Northern Rock signalisiert nun, dass sie den gefährdeten Banken im Ernstfall doch zur Seite steht. Da die Inflationsrate auch im August unter dem Inflationsziel lag und nicht mit einer Beschleunigung der Inflationsdynamik zu rechnen ist, hat sich der Spielraum für eine erste Zinssenkung vergrößert. Aus diesem Grunde und angesichts der Krise am Häusermarkt ist der Anteil der Finanzexperten, der mit einer Leitzinssenkung rechnet, erneut gestiegen. *Matthias Köhler*

Sonderfrage: Das Modell von Markowitz in der Praxis

1. Welche Bedeutung hat die strikte auf quantitativen Regeln basierende Anwendung des Portfolioselektions-Modells nach Markowitz im institutionellen Portfoliomanagement?



2. Was spricht gegen die strikte Anwendung des Markowitz-Modells in der Praxis?



3. Welche Inputparameter für das Portfolioselektions-Modell nach Markowitz sind bei der Schätzung mithilfe von historischen Daten am anfälligsten für Schätzfehler?



Gesamtzahl der Antworten: 206

Quelle: ZEW

Das Portfolioselektionsmodell nach Markowitz ist das Basismodell der modernen Portfoliotheorie. Obwohl es aus der Theorie nicht wegzudenken ist, wird es nach dem Befund einiger Autoren erstaunlich selten in der Praxis angewandt. Die Finanzmarktexperten wurden daher in diesem Monat nach der Bedeutung der strikten auf quantitativen Regeln basierenden Anwendung des Portfolioselektions-Modells nach Markowitz befragt. 46 Prozent der befragten Experten messen der Anwendung des Modells im institutionellen Portfoliomanagement keine bis geringe Bedeutung zu. Nur für 15 Prozent der Experten ist die quantitative Anwendung des Modells von hoher Bedeutung. Nach den Gründen, die einer praktischen Anwendung im Wege stehen, wurde ebenfalls gefragt. An erster Stelle steht mit 33 Prozent der Antworten das Schätzrisiko, das nach Meinung der Experten eine Anwendung des Modells in der Praxis erschwert. Der Optimierungsalgorithmus nach Markowitz tendiert oft zu extremen und unplausiblen Gewichtungen, was die Attraktivität der konsequenten Anwendung nach Ansicht von 22 Prozent der Befragten verringert. Schließlich wurden von 18 Prozent der befragten Experten der in der Wissenschaft beobachtete enorme Schätzaufwand des Modells und von 17 Prozent die ebenfalls beobachtete Instabilität der Portfoliogewichte als Nachteile des Modells bestätigt. 10 Prozent der Befragten gaben andere Gründe an, die gegen das Modell sprechen. Am häufigsten wurden dabei methodische Mängel genannt. So sprechen die im Modell angenommenen und in der Realität seltenen normalverteilten Renditen gegen die Anwendung des Modells. Des Weiteren wurden auch praktische Umsetzungsschwierigkeiten als Gründe aufgeführt. Schließlich wurden die Vergangenheitsorientierung und die daraus resultierende Instabilität der Inputparameter bemängelt. Die in der Praxis und in der Wissenschaft häufig anzufindende Schätzung der Inputparameter aus Vergangenheitsdaten war Inhalt einer weiteren Frage an die Experten. Sie sollten angeben, bei welchen der drei Inputparameter (Rendite, Varianz und Korrelation) das Schätzrisiko nach ihrer Meinung am höchsten ist. Die größte Unsicherheit besteht nach Meinung der Experten bei der Schätzung der Korrelationen (38 Prozent der Befragten), gefolgt vom Risiko (33 Prozent) und der Rendite (29 Prozent). *Oliver Stahnke, Sandra Schmidt*

ZEW - Finanzmarkttest Oktober 2007: Belegung der Antwortkategorien

| Konjunktur (Situation) | gut | normal | schlecht | Saldo |
|---------------------------------|-------------------|------------------------|-----------------------|----------------|
| Euroraum | 62.9 (-3.4) | 37.1 (+4.1) | 0.0 (-0.7) | 62.9 (-2.7) |
| Deutschland | 70.9 (-4.2) | 28.4 (+4.2) | 0.7 (+/-0.0) | 70.2 (-4.2) |
| USA | 9.1 (-0.7) | 74.2 (-1.8) | 16.7 (+2.5) | -7.6 (-3.2) |
| Japan | 15.3 (+0.7) | 77.8 (+0.9) | 6.9 (-1.6) | 8.4 (+2.3) |
| Großbritannien | 51.9 (-5.1) | 45.4 (+3.8) | 2.7 (+1.3) | 49.2 (-6.4) |
| Frankreich | 29.5 (-6.3) | 68.2 (+5.4) | 2.3 (+0.9) | 27.2 (-7.2) |
| Italien | 18.6 (-2.1) | 74.0 (+1.7) | 7.4 (+0.4) | 11.2 (-2.5) |
| Konjunktur (Erwartungen) | verbessern | nicht verändern | verschlechtern | Saldo |
| Euroraum | 8.3 (+1.3) | 64.4 (-1.3) | 27.3 (+/-0.0) | -19.0 (+1.3) |
| Deutschland (=ZEW Indikator) | 7.9 (-0.9) | 66.1 (+1.8) | 26.0 (-0.9) | -18.1 (+/-0.0) |
| USA | 10.5 (+4.8) | 32.6 (+0.7) | 56.9 (-5.5) | -46.4 (+10.3) |
| Japan | 14.7 (+1.7) | 69.9 (+4.0) | 15.4 (-5.7) | -0.7 (+7.4) |
| Großbritannien | 5.7 (+2.1) | 60.7 (-1.4) | 33.6 (-0.7) | -27.9 (+2.8) |
| Frankreich | 8.8 (-2.0) | 65.6 (+1.8) | 25.6 (+0.2) | -16.8 (-2.2) |
| Italien | 5.8 (-2.3) | 68.8 (+2.1) | 25.4 (+0.2) | -19.6 (-2.5) |
| Inflationsrate | erhöhen | nicht verändern | reduzieren | Saldo |
| Euroraum | 54.9 (+4.5) | 37.5 (-6.0) | 7.6 (+1.5) | 47.3 (+3.0) |
| Deutschland | 55.5 (+2.6) | 34.4 (-6.6) | 10.1 (+4.0) | 45.4 (-1.4) |
| USA | 42.6 (+10.3) | 43.4 (-8.0) | 14.0 (-2.3) | 28.6 (+12.6) |
| Japan | 44.8 (-0.4) | 52.5 (+3.6) | 2.7 (-3.2) | 42.1 (+2.8) |
| Großbritannien | 32.6 (+4.1) | 58.4 (-0.4) | 9.0 (-3.7) | 23.6 (+7.8) |
| Frankreich | 52.5 (+5.3) | 42.4 (-4.5) | 5.1 (-0.8) | 47.4 (+6.1) |
| Italien | 49.1 (+5.2) | 46.6 (-3.2) | 4.3 (-2.0) | 44.8 (+7.2) |
| Kurzfristige Zinsen | erhöhen | nicht verändern | reduzieren | Saldo |
| Euroraum | 24.3 (-15.8) | 52.9 (+14.9) | 22.8 (+0.9) | 1.5 (-16.7) |
| USA | 4.4 (-1.4) | 26.4 (+6.7) | 69.2 (-5.3) | -64.8 (+3.9) |
| Japan | 26.3 (-9.1) | 68.2 (+9.9) | 5.5 (-0.8) | 20.8 (-8.3) |
| Großbritannien | 8.6 (-2.9) | 56.8 (-6.0) | 34.6 (+8.9) | -26.0 (-11.8) |
| Langfristige Zinsen | erhöhen | nicht verändern | reduzieren | Saldo |
| Deutschland | 39.7 (-9.3) | 48.0 (+7.1) | 12.3 (+2.2) | 27.4 (-11.5) |
| USA | 25.5 (-1.1) | 50.4 (+4.3) | 24.1 (-3.2) | 1.4 (+2.1) |
| Japan | 38.9 (-7.7) | 56.0 (+8.2) | 5.1 (-0.5) | 33.8 (-7.2) |
| Großbritannien | 24.5 (-0.6) | 61.1 (-0.5) | 14.4 (+1.1) | 10.1 (-1.7) |
| Aktienkurse | erhöhen | nicht verändern | reduzieren | Saldo |
| STOXX 50 (Euroraum) | 52.4 (+1.4) | 27.9 (-3.7) | 19.7 (+2.3) | 32.7 (-0.9) |
| DAX (Deutschland) | 53.1 (+1.2) | 25.7 (-4.6) | 21.2 (+3.4) | 31.9 (-2.2) |
| TecDax (Deutschland) | 54.8 (+3.3) | 23.8 (-3.9) | 21.4 (+0.6) | 33.4 (+2.7) |
| Dow Jones Industrial (USA) | 42.8 (+2.1) | 31.8 (-1.9) | 25.4 (-0.2) | 17.4 (+2.3) |
| Nikkei 225 (Japan) | 47.4 (-0.9) | 36.1 (+3.5) | 16.5 (-2.6) | 30.9 (+1.7) |
| FT-SE-100 (Großbritannien) | 43.3 (-0.5) | 34.7 (-0.3) | 22.0 (+0.8) | 21.3 (-1.3) |
| CAC-40 (Frankreich) | 46.5 (-2.3) | 32.5 (-1.0) | 21.0 (+3.3) | 25.5 (-5.6) |
| MIBtel (Italien) | 45.3 (-0.4) | 32.2 (-3.6) | 22.5 (+4.0) | 22.8 (-4.4) |
| Wechselkurse zum Euro | aufwerten | nicht verändern | abwerten | Saldo |
| Dollar | 23.8 (+6.6) | 26.4 (-1.2) | 49.8 (-5.4) | -26.0 (+12.0) |
| Yen | 40.1 (-5.8) | 38.6 (+2.8) | 21.3 (+3.0) | 18.8 (-8.8) |
| Brit. Pfund | 5.2 (-3.5) | 70.5 (-2.7) | 24.3 (+6.2) | -19.1 (-9.7) |
| Schw. Franken | 24.9 (-3.0) | 62.7 (+0.4) | 12.4 (+2.6) | 12.5 (-5.6) |
| Rohstoffpreis | erhöhen | nicht verändern | reduzieren | Saldo |
| Öl (Nordsee Brent) | 32.3 (+1.7) | 38.8 (-2.1) | 28.9 (+0.4) | 3.4 (+1.3) |
| Branchen | verbessern | nicht verändern | verschlechtern | Saldo |
| Banken | 9.8 (+3.8) | 19.8 (-2.3) | 70.4 (-1.5) | -60.6 (+5.3) |
| Versicherungen | 11.8 (+4.2) | 52.0 (-2.0) | 36.2 (-2.2) | -24.4 (+6.4) |
| Fahrzeuge | 24.1 (+1.2) | 58.8 (-2.0) | 17.1 (+0.8) | 7.0 (+0.4) |
| Chemie/Pharma | 36.5 (+0.6) | 57.8 (-0.1) | 5.7 (-0.5) | 30.8 (+1.1) |
| Stahl/NE-Metalle | 32.9 (+1.6) | 50.2 (-4.8) | 16.9 (+3.2) | 16.0 (-1.6) |
| Elektro | 27.1 (-0.8) | 65.4 (+1.8) | 7.5 (-1.0) | 19.6 (+0.2) |
| Maschinen | 54.3 (+1.6) | 37.9 (-1.0) | 7.8 (-0.6) | 46.5 (+2.2) |
| Konsum/Handel | 24.1 (-3.2) | 57.1 (+0.4) | 18.8 (+2.8) | 5.3 (-6.0) |
| Bau | 15.2 (+1.7) | 56.1 (-4.8) | 28.7 (+3.1) | -13.5 (-1.4) |
| Versorger | 26.9 (-1.7) | 59.1 (-1.5) | 14.0 (+3.2) | 12.9 (-4.9) |
| Dienstleister | 38.5 (+4.9) | 53.3 (-8.9) | 8.2 (+4.0) | 30.3 (+0.9) |
| Telekommunikation | 17.3 (+2.6) | 57.6 (-1.3) | 25.1 (-1.3) | -7.8 (+3.9) |
| Inform.-Technologien | 39.5 (+2.5) | 51.9 (-4.5) | 8.6 (+2.0) | 30.9 (+0.5) |

Bemerkung: An der Oktober-Umfrage des Finanzmarkttests vom 1.-15.10.07 beteiligten sich 278 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.

ZEWZentrum 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