

Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 400 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 30.01.2012 – 13.2.2012 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 17.02.2012) wiedergegeben.

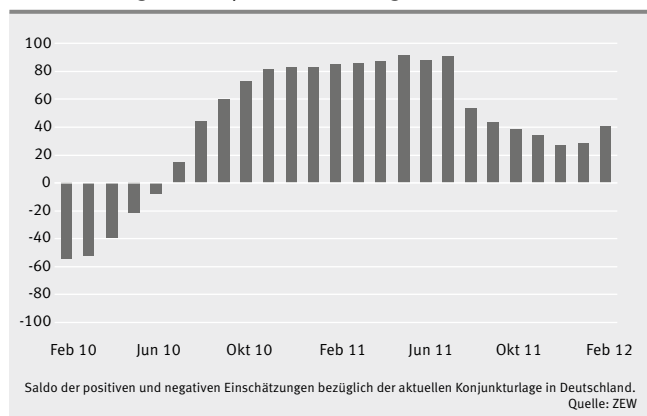
## Tauwetter bei den Konjunkturerwartungen

Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Februar 2012 um 27,0 Punkte gestiegen und notieren nun bei 5,4 Punkten. Erstmals seit Mai 2011 befindet sich der Indikator damit wieder im positiven Bereich. Dies besagt, dass sich die befragten Experten nun häufiger optimistisch als pessimistisch zur wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland auf Halbjahressicht äußern.

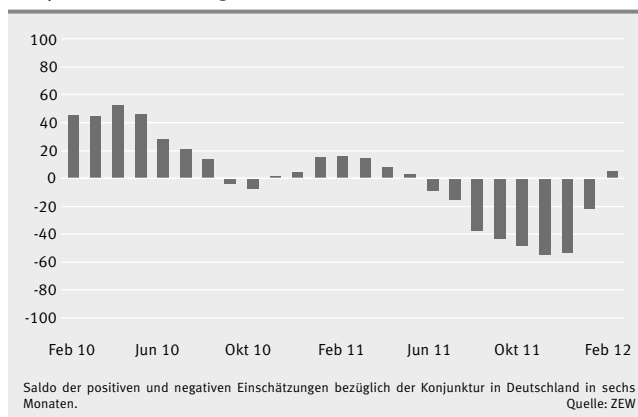
Der Vorsprung der Konjunkturoptimisten vor den Pessimisten fällt mit 29,2 zu 23,8 Prozent der Befragten allerdings eher knapp aus. Die größte Gruppe der Befragten (47,0 Prozent) verhält sich dagegen in dieser Frage neutral. Gleichwohl ist der deutliche Anstieg der Konjunkturerwartungen im Februar 2012 bemerkenswert, da bereits im Vormonat ein deutliches Plus dieses Indikators zu verzeichnen war. Die frostigen Erwartungen bezüglich der Konjunkturerwartungen in Deutschland, die bis zum Jahresende 2011 unter den Finanzmarktexperten vorherrschten (im Dezember stand der Indikator noch bei minus 53,8 Punkten), tauen somit seit zwei Monaten merklich auf.

Die jüngsten Zahlen des Statistischen Bundesamtes zur Industrieproduktion belegen eine deutliche Abkühlung der deutschen Konjunktur im Dezember 2011. Auch das Quartalswachstum des Bruttoinlandsprodukts ist im vierten Quartal 2011 zurückgegangen. Dass die deutsche Wirtschaft derzeit in einer Verfassung ist, die derartige Rückschläge relativ gut verkraftet, zeigt der Arbeitsmarkt: Die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit ist im Januar 2012 abermals gesunken. Aber auch an der Einschätzung der aktuellen Lage durch die ZEW Finanzmarktexperten lässt sich die Robustheit der Konjunktur gut ablesen. Immerhin notiert der

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



### Konjunkturerwartungen Deutschland



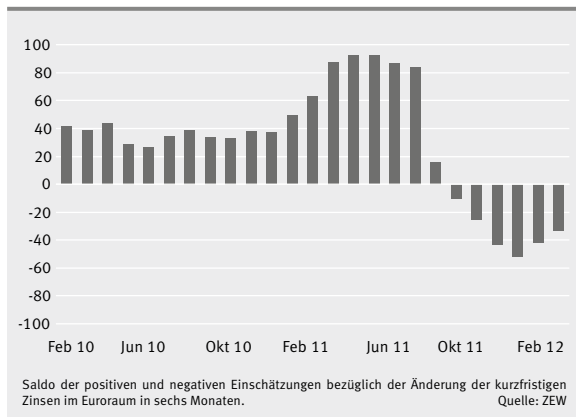
entsprechende Indikator bereits seit 20 Monaten im positiven Bereich. Allerdings ist der Indikator in der zweiten Hälfte des Jahres 2011 Monat für Monat gesunken und hat somit den Rückgang der Wirtschaftsdynamik im Vergleich zum starken ersten Halbjahr angezeigt. Mittlerweile gibt es am aktuellen Rand aber wieder Hoffnung auf ein Ende der Abwärtsbewegungen: Nach einem geringen Anstieg bereits im Januar 2012 konnte der ZEW-Indikator für die aktuelle wirtschaftliche Situation in Deutschland im Februar erneut zulegen, dieses Mal mit plus 11,9 Punkten sogar recht deutlich. Diese Entwicklung im Zusammenhang mit den positiven Konjunkturerwartungen lässt darauf schließen, dass die Finanzmarktexperten davon ausgehen, dass der vorläufige Tiefpunkt der Konjunkturerwartungen in Deutschland im vierten Quartal 2011 erreicht wurde.

Der größere Optimismus der Finanzmarktexperten bezüglich der weiteren Konjunkturerwartungen dürfte unter anderem auf eine günstigere Beurteilung der Weltkonjunktur zurückzuführen sein. Gestützt wird diese Einschätzung von der Verbesserung der Erwartungen für die US-Konjunktur und der positiveren Beurteilung der wirtschaftlichen Lage in den Vereinigten Staaten (siehe S. 2). Zur günstigeren Sicht der künftigen Konjunkturerwartungen trägt aber auch die Binnennachfrage in Deutschland bei, die weiterhin vom guten Arbeitsmarkt profitieren dürfte. Bemerkenswert ist außerdem, dass sich die Lageeinschätzung für die gesamte Eurozone erstmalig seit Mai 2011 im Februar nicht weiter verschlechtert hat – ein mögliches Hoffnungszeichen in der Eurokrise.

Christian D. Dick

## EZB: Konstante Zinserwartungen verfestigen sich

Erwartungen bezüglich kurzfristiger Zinsen

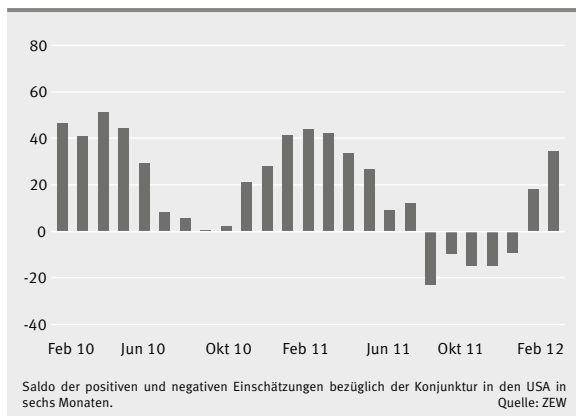


Mit Blick auf die kurzfristigen Zinsen sehen die ZEW-Finanzmarktexperten momentan nur zwei Möglichkeiten zur weiteren Entwicklung: Entweder bleiben die Zinsen auf dem aktuellen Niveau oder sie sinken weiter. Im Februar hat die Gruppe, die mit tendenziell gleich bleibenden kurzfristigen Zinsen auf Sicht der nächsten sechs Monate rechnet, im Vergleich zum Vormonat zugenommen: Erwarteten im Januar noch 46,4 Prozent der Befragten gleich bleibende Zinsen, ist dieser Anteil im Februar auf 55,8 Prozent gestiegen. Damit, dass die Europäische Zentralbank (EZB) das Niveau der kurzfristigen Zinsen im nächsten halben Jahr wieder anhebt, rechnet hingegen nach wie vor nur eine kleine Minderheit der Finanzmarktexperten. Denn auch wenn die Inflationsrate in der Eurozone derzeit immer noch 2,7 Prozent beträgt und damit oberhalb der Zielmarke der EZB liegt, gehen die Experten davon aus, dass die Inflationsrate auf Sicht des nächsten halben Jahres wieder sinken wird.

Christian D. Dick

## USA: Konjunkturoptimismus nimmt zu

Konjunkturerwartungen USA

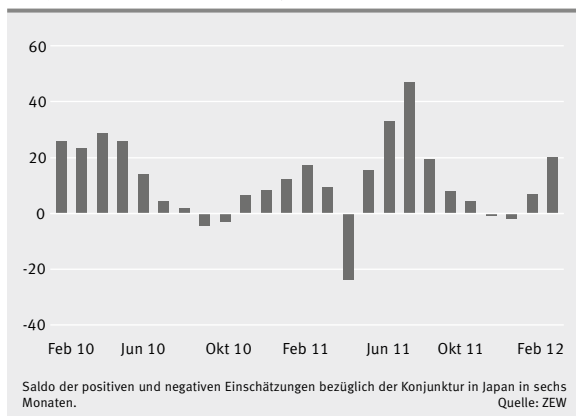


Die US-amerikanischen Verbraucher und Unternehmer sind davon überzeugt, dass die US-amerikanische Wirtschaft die Konjunkturdelle bald hinter sich lassen wird. Darauf jedenfalls deuten entsprechende Umfrageergebnisse hin. Schon vor Wochen war ein Aufwärtstrend bei der Beschäftigungsentwicklung zu erkennen. Nun haben die Produktionsindikatoren nachgezogen. Bruttoinlandsprodukt, Industrieproduktion und die Auslieferung von Industriegütern verzeichneten allesamt erfreuliche Zuwächse. Auch die vom ZEW befragten Finanzmarktexperten beurteilen die konjunkturellen Perspektiven auf Sicht von sechs Monaten für die Wirtschaft der Vereinigten Staaten erneut besser als im Vormonat. Der entsprechende Saldo legt um 16,3 Punkte zu und steht nun bei 34,4 Punkten. Es handelt sich dabei um den höchsten Stand des Indexes seit März 2011. Zudem wird die aktuelle wirtschaftliche Lage im Februar 2011 im Vormonatsvergleich besser beurteilt.

Frieder Mokinski

## Japan: Wirtschaftliche Perspektiven verbessern sich

Konjunkturerwartungen Japan

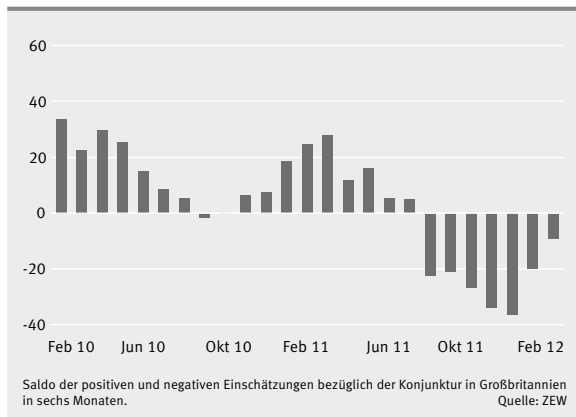


Die Anzeichen dafür, dass es mit der japanischen Wirtschaft wieder aufwärts gehen könnte, mehren sich. Zum Jahresende stiegen jüngsten Zahlen zufolge die Industrieproduktion und der Einzelhandelsumsatz. Gerade der Anstieg des Umsatzes im Einzelhandel ist in Anbetracht der anhaltenden Deflation ein gutes Zeichen. Dass die wirtschaftliche Entwicklung sogar auf breiter Front erfreulich ist, zeigt der Anstieg des gleich- und des vorlaufenden Indikators der Bank von Japan. Dennoch besteht kein Grund zum Überschwang. Hiervon zeugt unter anderem der Anstieg der Arbeitslosenquote. Entsprechend differenziert fallen die Einschätzungen der Finanzmarktexperten hinsichtlich der japanischen Konjunktur im Februar 2012 aus. Während die Perspektive für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auf Sicht von sechs Monaten deutlich besser als im Januar 2012 beurteilt wird – der entsprechende Saldo steigt um 13,1 Punkte auf 20,1 Punkte – fällt die Beurteilung der aktuellen konjunkturellen Lage unverändert schlecht aus.

Frieder Mokinski

## Großbritannien: Positive Tendenzen

Konjunkturerwartungen Großbritannien



Das britische Bruttoinlandsprodukt ist im vierten Quartal 2011 geschrumpft. Dennoch deutet der Anstieg der Industrieproduktion im Dezember 2011 auf einen Aufwärtstrend zum Jahresende hin. Diese positive Tendenz lässt sich auch an vielen Einkaufsmanagerindizes ablesen, die zuletzt ihren Stand verbesserten. Die Finanzmarktexperten stimmen den Einkaufsmanagern zu: Die Perspektiven für die britische Wirtschaft auf Sicht von sechs Monaten haben sich auch aus ihrer Sicht eindeutig verbessert. Der entsprechende Saldo steigt um 10,8 Punkte. Trotz des deutlichen Anstiegs bleibt der Saldenwert jedoch mit minus 9,3 Punkten im negativen Bereich. Hierin kommt zum Ausdruck, dass der Anteil der Finanzmarktexperten, der die Konjunkturperspektiven negativ bewertet, den Anteil der zuversichtlichen Experten noch immer übersteigt. Dass es der britischen Wirtschaft nach wie vor schlecht geht, wird aus den Einschätzungen zur aktuellen konjunkturellen Lage deutlich. Diese stehen, leicht verbessert, bei minus 62,8 Punkten. Frieder Mokinski

## Sonderfrage: Inflation und Geldpolitik

Abbildung 1: Erwarteter Hauptrefinanzierungszinssatz der EZB (Medianwerte)

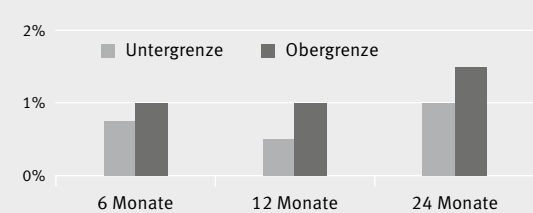


Abbildung 2: Wie soll sich die EZB jetzt verhalten? Sie soll den Hauptrefinanzierungszinssatz ...

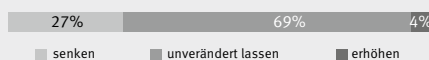
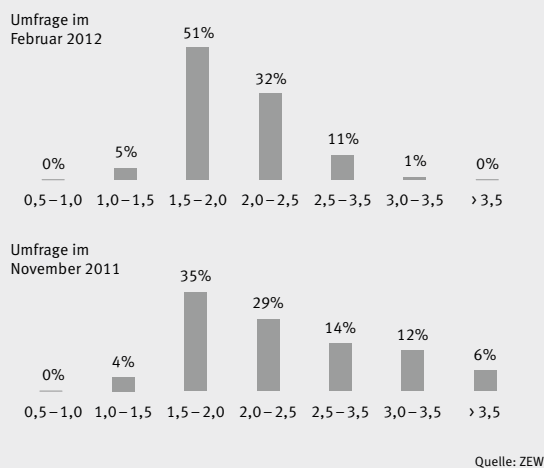


Abbildung 3: Histogramm der Antwortanteile auf die Frage nach der erwarteten Inflationsrate im Jahr 2012



Die Finanzmarktexperten haben ihre Erwartungen bezüglich der weiteren Entwicklung der Leitzinsen in der Eurozone deutlich korrigiert. Sie halten mittlerweile sogar weitere Zinssenkungen für vorstellbar, auch wenn sie mehrheitlich einen solchen Schritt nicht befürworten. Dies zeigen die Antworten auf die aktuelle Sonderfrage, die sich – wie im vierteljährlichen Turnus üblich – mit dem Thema Geldpolitik und Inflation befasst. Die Finanzmarktexperten wurden gefragt, welche Unter- und Obergrenze sie für die Leitzinsen in sechs, zwölf und 24 Monaten erwarten. Es wird deutlich, dass sie damit rechnen, dass die Europäische Zentralbank ihre expansive Geldpolitik fortführt. Die Untergrenze des Hauptrefinanzierungssatzes liegt auf Sicht von sechs Monaten im Median bei 0,75 Prozent und auf Sicht von zwölf Monaten sogar nur bei 0,5 Prozent. Die Obergrenze sehen die Finanzmarktexperten bei beiden Horizonten beim aktuellen Niveau der Leitzinsen von einem Prozent. Im Vergleich zur Novemberumfrage haben die Experten somit das von ihnen erwartete Zinsniveau deutlich nach unten abgesenkt: Damals wurde ein Leitzins von einem Prozent nicht als Ober- sondern als Untergrenze gesehen. Auf Sicht von zwei Jahren erscheinen nun im Median 1,5 Prozent und nicht (wie im November 2011) 2,0 Prozent als erwartetes Maximum. Für diesen Zeithorizont wird das aktuelle Zinsniveau von einem Prozent als Untergrenze angesehen.

In einer weiteren Frage wird deutlich, dass die Mehrheit der vom ZEW befragten Finanzmarktexperten eher ein vorsichtiges Vorgehen der EZB begrüßen würde: 69 Prozent der Befragten sagen, dass sie gleich bleibende Zinsen präferieren würden; nur 27 Prozent sprechen sich hingegen für weitere Zinssenkungen aus. Diejenigen, die zum jetzigen Zeitpunkt steigende Zinsen befürworten, sind mit vier Prozent in einer deutlichen Minderheit.

In einer letzten Frage wird deutlich, dass die Inflationserwartungen für das Jahr 2012 im Schnitt deutlich gesunken sind: Im November 2011 wurde im Mittel noch eine Inflationsrate von 2,53 Prozent prognostiziert. Dieser Wert ist in der aktuellen Umfrage auf 2,14 Prozent gefallen. Zudem herrscht unter den Finanzmarktexperten größere Einigkeit. Die Streuung der Ergebnisse hat sich jedenfalls verringert. Für 2013 gehen die Experten dann wieder von einer Teuerungsrate von durchschnittlich 2,41 Prozent aus. Christian D. Dick, Nicoletta Renner

ZEW - Finanzmarkttest Februar 2012: Belegung der Antwortkategorien							
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo
Euroraum	2.5	(+ 1.4)	45.9	(- 0.1)	51.6	(- 1.3)	-49.1 (+ 2.7)
Deutschland	44.9	(+ 8.9)	50.5	(- 5.9)	4.6	(- 3.0)	40.3 (+11.9)
USA	8.3	(+ 3.8)	74.9	(+ 4.7)	16.8	(- 8.5)	-8.5 (+12.3)
Japan	0.8	(- 0.3)	53.8	(+ 0.2)	45.4	(+ 0.1)	-44.6 (- 0.4)
Großbritannien	1.2	(+ 0.1)	34.8	(+ 2.3)	64.0	(- 2.4)	-62.8 (+ 2.5)
Frankreich	1.9	(- 0.2)	57.1	(- 0.4)	41.0	(+ 0.6)	-39.1 (- 0.8)
Italien	0.4	(+/- 0.0)	17.6	(- 0.8)	82.0	(+ 0.8)	-81.6 (- 0.8)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Euroraum	23.9	(+ 8.3)	44.1	(+ 7.8)	32.0	(-16.1)	-8.1 (+24.4)
Deutschland (=ZEW Indikator)	29.2	(+11.3)	47.0	(+ 4.4)	23.8	(-15.7)	5.4 (+27.0)
USA	44.1	(+11.5)	46.2	(- 6.7)	9.7	(- 4.8)	34.4 (+16.3)
Japan	27.6	(+ 3.4)	64.9	(+ 6.3)	7.5	(- 9.7)	20.1 (+13.1)
Großbritannien	15.1	(+ 2.2)	60.5	(+ 6.4)	24.4	(- 8.6)	-9.3 (+10.8)
Frankreich	18.3	(+ 4.2)	50.4	(+ 8.7)	31.3	(-12.9)	-13.0 (+17.1)
Italien	15.7	(+ 3.1)	50.0	(+12.2)	34.3	(-15.3)	-18.6 (+18.4)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	10.8	(- 4.6)	40.3	(+ 8.3)	48.9	(- 3.7)	-38.1 (- 0.9)
Deutschland	11.5	(- 4.8)	38.1	(+ 7.8)	50.4	(- 3.0)	-38.9 (- 1.8)
USA	15.7	(- 5.7)	55.5	(+ 9.1)	28.8	(- 3.4)	-13.1 (- 2.3)
Japan	9.3	(- 0.3)	82.6	(+ 3.7)	8.1	(- 3.4)	1.2 (+ 3.1)
Großbritannien	14.9	(- 4.9)	46.9	(+ 6.8)	38.2	(- 1.9)	-23.3 (- 3.0)
Frankreich	9.6	(- 5.6)	45.2	(+ 9.9)	45.2	(- 4.3)	-35.6 (- 1.3)
Italien	11.4	(- 6.8)	42.2	(+12.0)	46.4	(- 5.2)	-35.0 (- 1.6)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	5.4	(- 0.4)	55.8	(+ 9.4)	38.8	(- 9.0)	-33.4 (+ 8.6)
USA	3.6	(- 1.3)	92.0	(+ 2.2)	4.4	(- 0.9)	-0.8 (- 0.4)
Japan	1.9	(- 0.7)	96.9	(+ 0.6)	1.2	(+ 0.1)	0.7 (- 0.8)
Großbritannien	4.8	(- 4.2)	79.8	(+ 7.5)	15.4	(- 3.3)	-10.6 (- 0.9)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Deutschland	57.2	(+ 4.3)	38.5	(- 3.4)	4.3	(- 0.9)	52.9 (+ 5.2)
USA	49.2	(+ 4.6)	47.5	(- 5.8)	3.3	(+ 1.2)	45.9 (+ 3.4)
Japan	24.9	(+ 1.9)	73.9	(- 2.0)	1.2	(+ 0.1)	23.7 (+ 1.8)
Großbritannien	40.1	(- 0.9)	54.2	(- 1.5)	5.7	(+ 2.4)	34.4 (- 3.3)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	38.5	(- 7.5)	40.5	(+ 3.2)	21.0	(+ 4.3)	17.5 (-11.8)
DAX (Deutschland)	41.8	(- 9.6)	39.9	(+ 6.2)	18.3	(+ 3.4)	23.5 (-13.0)
TecDax (Deutschland)	39.3	(- 9.7)	41.8	(+ 7.4)	18.9	(+ 2.3)	20.4 (-12.0)
Dow Jones Industrial (USA)	44.4	(- 6.0)	39.8	(+ 3.3)	15.8	(+ 2.7)	28.6 (- 8.7)
Nikkei 225 (Japan)	38.4	(- 4.1)	47.6	(+ 3.7)	14.0	(+ 0.4)	24.4 (- 4.5)
FT-SE-100 (Großbritannien)	26.7	(- 9.0)	53.3	(+ 6.5)	20.0	(+ 2.5)	6.7 (-11.5)
CAC-40 (Frankreich)	30.8	(- 9.1)	45.7	(+ 4.7)	23.5	(+ 4.4)	7.3 (-13.5)
MITel (Italien)	28.6	(- 5.5)	46.5	(+ 6.0)	24.9	(- 0.5)	3.7 (- 5.0)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo
Dollar	33.2	(- 7.8)	31.7	(+ 1.1)	35.1	(+ 6.7)	-1.9 (-14.5)
Yen	17.6	(- 6.8)	48.4	(+ 2.3)	34.0	(+ 4.5)	-16.4 (-11.3)
Brit. Pfund	13.7	(- 7.4)	50.6	(+ 1.0)	35.7	(+ 6.4)	-22.0 (-13.8)
Schw. Franken	4.2	(- 5.0)	70.8	(+ 3.1)	25.0	(+ 1.9)	-20.8 (- 6.9)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Öl (Nordsee Brent)	36.7	(+ 4.8)	45.4	(- 2.3)	17.9	(- 2.5)	18.8 (+ 7.3)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Banken	15.3	(+ 3.2)	34.7	(+ 8.2)	50.0	(-11.4)	-34.7 (+14.6)
Versicherungen	11.2	(+ 3.9)	44.6	(+ 8.5)	44.2	(-12.4)	-33.0 (+16.3)
Fahrzeuge	18.0	(+ 1.8)	61.9	(+ 6.4)	20.1	(- 8.2)	-2.1 (+10.0)
Chemie/Pharma	24.0	(+ 3.3)	66.8	(+ 6.1)	9.2	(- 9.4)	14.8 (+12.7)
Stahl/NE-Metalle	18.0	(+ 2.3)	52.3	(+12.0)	29.7	(-14.3)	-11.7 (+16.6)
Elektro	16.1	(+ 3.6)	70.3	(+ 6.3)	13.6	(- 9.9)	2.5 (+13.5)
Maschinen	27.2	(+ 7.9)	52.3	(+ 5.3)	20.5	(-13.2)	6.7 (+21.1)
Konsum/Handel	27.2	(+ 8.8)	58.6	(- 7.7)	14.2	(- 1.1)	13.0 (+ 9.9)
Bau	25.2	(+ 6.2)	55.6	(+ 0.4)	19.2	(- 6.6)	6.0 (+12.8)
Versorger	11.4	(+ 0.8)	56.5	(+ 5.3)	32.1	(- 6.1)	-20.7 (+ 6.9)
Dienstleister	24.8	(+ 5.3)	67.5	(- 0.9)	7.7	(- 4.4)	17.1 (+ 9.7)
Telekommunikation	11.8	(+/- 0.0)	72.5	(- 0.3)	15.7	(+ 0.3)	-3.9 (- 0.3)
Inform.-Technologien	29.5	(+ 5.0)	63.2	(+ 0.1)	7.3	(- 5.1)	22.2 (+10.1)

Bemerkung: An der Februar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 30.1.2012 - 13.2.2012 beteiligten sich 284 Analysten. Abgefragt wurden die Erwartungen für die kommenden sechs Monate. Dargestellt sind die prozentualen Anteile der Antwortkategorien, in Klammern die Veränderungen gegenüber dem Vormonat. Die Salden ergeben sich aus der Differenz der positiven und der negativen Anteile.

# ZEW

Zentrum für Europäische  
Wirtschaftsforschung GmbH

ZEW Finanzmarktreport – ISSN 0941-3200, erscheint monatlich.

Herausgeber: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim  
L 7, 1 · 68161 Mannheim · Postanschrift: Postfach 103443 · 68034 Mannheim · Internet: www.zew.de, www.zew.eu  
Prof. Dr. h.c. mult. Wolfgang Franz (Präsident) · Thomas Kohl (Kaufmännischer Direktor)

Redaktion: Forschungsbereich Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement  
Dipl.-Volkswirt Christian D. Dick, Telefon 0621/1235-305, Telefax -223, E-Mail dick@zew.de  
Dipl.-Volkswirt Frieder Mokinski, Telefon 0621/1235-143, Telefax -223, E-Mail mokinski@zew.de

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2012

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars