

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 19 · Juli 2011

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

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 30.05.-20.06.2011 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 24.06.2011) wiedergegeben.

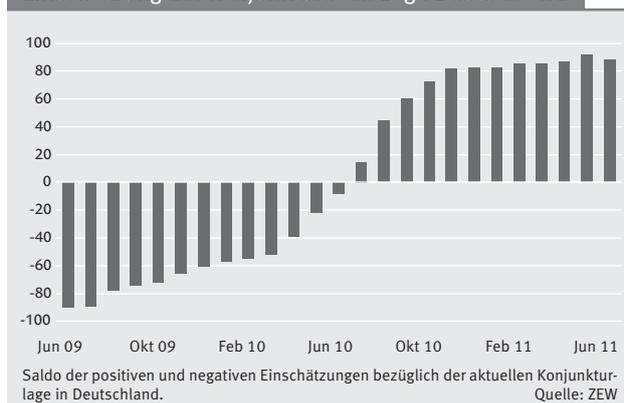
## Deutlicher Rückgang der Erwartungen

Zwei Umständen dürfte es geschuldet sein, dass die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland im Juni deutlich um 12,1 Punkte gefallen sind und nun bei minus 9,0 Punkten notieren: Zum einen lenkt der Refinanzierungsbedarf Griechenlands den Blick der Finanzmärkte erneut auf die Schuldenkrise an der Peripherie der Eurozone. Zum anderen hat sich die Sichtweise der ZEW-Finanzmarktexperten auf die US-Konjunktur im Vergleich zum Vormonat eingetrübt, was auch die Erwartungen für die deutschen Exporte dämpfen dürfte.

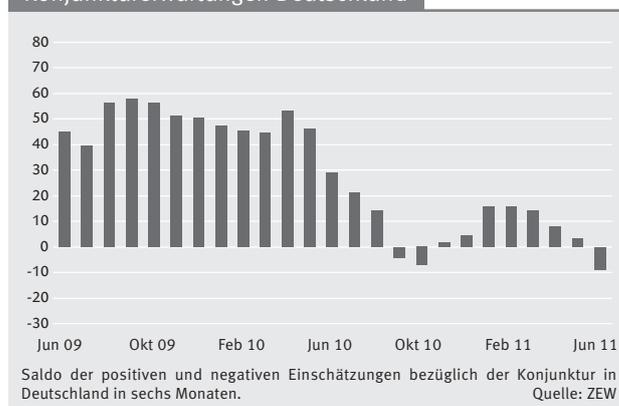
Die Ausgangslage der deutschen Wirtschaft wird von den vom ZEW befragten Finanzmarktexperten nach wie vor ausgesprochen positiv eingeschätzt. So äußern 87,6 Prozent, dass die Wirtschaftslage in Deutschland derzeit gut sei; der Rest bezeichnet die Lage immerhin als neutral. Im Vergleich zum Rekordwert des Vormonats ist die Einschätzung der Lage zwar um 3,9 Punkte zurückgegangen, doch der aktuelle Saldo der Lageeinschätzung übertrifft immer noch den Wert des Monats April. Die Finanzmarktexperten schreiben somit die erfreuliche Wirtschaftsentwicklung des ersten Quartals 2011, in dem die Wirtschaft um 1,5 Prozent gegenüber dem Vorquartal gewachsen ist, auch in das aktuelle Quartal hinein fort.

Gleichwohl wird in der aktuellen Umfrage auch deutlich, dass sich der konjunkturelle Höhenflug der deutschen Wirtschaft auf Sicht der nächsten sechs Monate abschwächen könnte. Die Gründe dafür verrät der Blick auf die Branchenerwartungen

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland

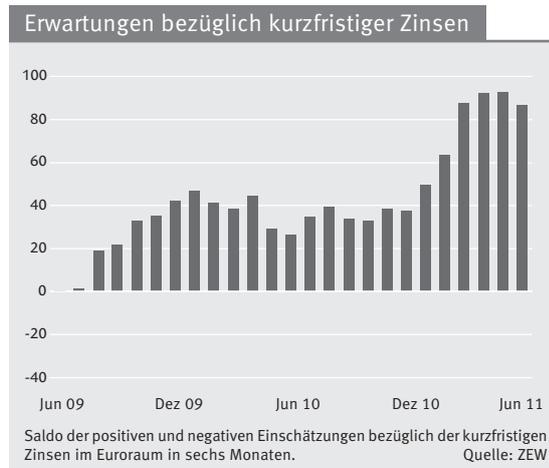


Konjunkturerwartungen Deutschland



der ZEW-Finanzmarktexperten: Auffallend ist hier, dass die Geschäftsaussichten keiner anderen Branche so stark eingebrochen sind wie die der Banken. Aber auch die Salden für die exportorientierten Branchen sind beträchtlich gesunken. Es ist also naheliegend, die Gründe für den Rückgang der ZEW-Konjunkturerwartungen einerseits in der Unsicherheit aufgrund der Schuldenkrise einiger Länder der Eurozone zu sehen, was besonders die Banken betrifft, und andererseits in einem befürchteten schwächeren Welthandel, der sich auf die Exportwirtschaft in Deutschland auswirken würde. Desillusioniert blicken die Finanzmarktexperten vor allem auf die USA (siehe Seite 2), deren aktuelle Wirtschaftsdaten eine Konjunkturabschwächung nahelegen, so dass die Vereinigten Staaten auch in der näheren Zukunft als Stütze der Weltkonjunktur ausfallen dürften. Dies könnte sich dann auf die deutschen Ausfuhren nachteilig auswirken, wenn die bisherigen Treiber des Exporthandels, die asiatischen Schwellenländer, ihrerseits schwächere Wachstumsraten verzeichnen. Weiterhin gibt auch die Schuldenkrise einiger Länder im Euro-Raum Anlass zur Besorgnis und ist in den vergangenen Wochen wieder stärker in den Vordergrund getreten. Es bleibt unklar, inwieweit notwendige Konsolidierungsmaßnahmen in den verschiedenen Ländern konsensfähig sind und politisch durchgesetzt werden können. Auch dies drückt auf die Stimmung der Finanzmarktexperten und lässt die ZEW-Konjunkturerwartungen im Juni zurückgehen. *Christian D. Dick*

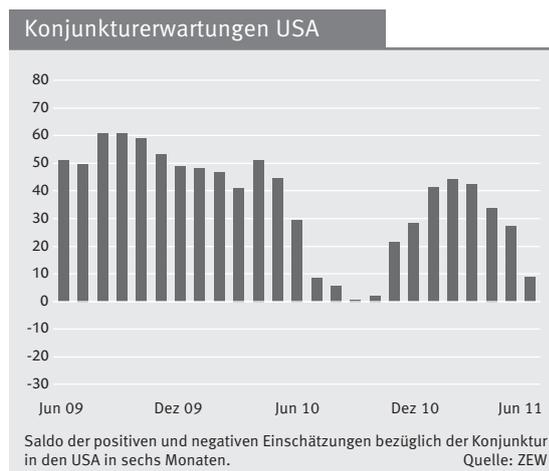
## EZB: Inflationserwartungen der Experten gesunken



Seit Monaten schon rechnet eine sehr große Mehrheit der vom ZEW befragten Experten mit steigenden kurzfristigen Zinsen in der Eurozone. Trotz eines leichten Rückgangs um 5,7 Punkte bestätigt sich diese allgemeine Tendenz auch im Juni: Mehr als 87 Prozent der Befragten erwarten ein steigendes Zinsniveau. In der Tat hat die Europäische Zentralbank (EZB) kürzlich erneut ihre „erhöhte Wachsamkeit“ in Bezug auf die Preisentwicklung zum Ausdruck gebracht und damit die Erwartung genährt, dass sie im Juli den Leitzins anheben wird. Eine derartige Reaktion erscheint der EZB geboten, da sich die Inflationsrate in der Eurozone mit derzeit 2,7 Prozent oberhalb der Zwei-Prozent-Schwelle befindet. In Deutschland liegt die Inflationsrate mit 2,3 Prozent etwas niedriger. Die Erwartung weiter steigender Inflationsraten hat die EZB jedenfalls ein Stück weit ausgebremst: Der Saldo der Inflationserwartungen für Deutschland steht mit 32,5 Punkten so niedrig wie seit September 2010 nicht mehr.

*Christian D. Dick*

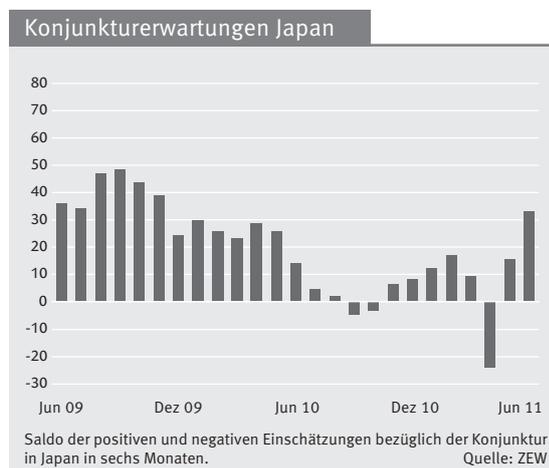
## USA: Konjunkturerwartungen trüben sich ein



Die Konjunkturerwartungen für die US-Wirtschaft trüben sich weiter ein. Der entsprechende Saldo aus positiven und negativen Erwartungen hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den kommenden sechs Monaten verliert im Juni 2011 18,1 Punkte und steht aktuell bei 8,9 Punkten. Das ist der schlechteste Stand seit Oktober 2010. Zu der Eintrübung der Expertenstimmung dürfte beigetragen haben, dass die Konjunkturindikatoren derzeit auf ein langsames Wirtschaftswachstum hindeuten: Enttäuschende Entwicklungen bei Auftragseingängen und Einkaufsmanagerindizes zeigen bereits einen Rückgang der Nachfrage an. Gleichzeitig verschlechtert sich die Konsumentenstimmung, der gerade in den Vereinigten Staaten, mit ihrem hohen Anteil von privatem Konsum am Volkseinkommen, besondere Bedeutung zukommt. Hierzu dürfte ebenfalls eine zuletzt schwächere Beschäftigungsentwicklung beigetragen haben: Überraschend stieg die Arbeitslosenquote auf 9,1 Prozent an.

*Frieder Mokinski*

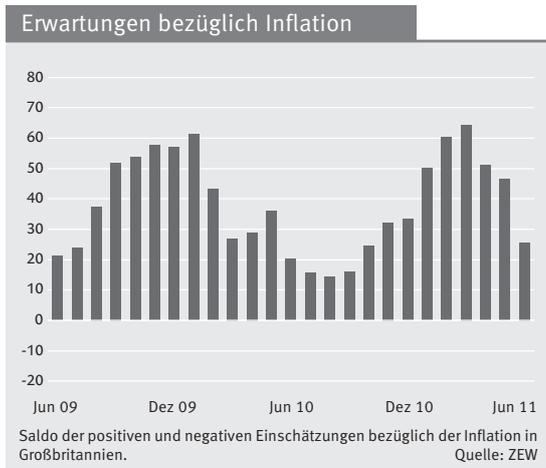
## Japan: Konjunkturerwartungen hellen sich auf



Die schweren Erdbeben im März haben zu einem Einbruch der japanischen Wirtschaftsleistung geführt: Im ersten Quartal 2011 ging das japanische Bruttoinlandsprodukt um 0,9 Prozent zurück. Noch deutlicher wird das Ausmaß der Schäden, wenn man die Industrieproduktion betrachtet. Diese ging zwischen April 2010 und April 2011 um mehr als 13 Prozent zurück. Gleichzeitig besteht Anlass zur Hoffnung, dass sich die Situation bald verbessern könnte, denn im Vergleich zum Krisenmonat März legte die Industrieproduktion im April um über eineinhalb Prozent zu. Darüber hinaus deutet der kräftige Anstieg der Einzelhandelsumsätze um 4,1 Prozent im April 2011 auf eine intakte Konsumentennachfrage hin. Vor dem Hintergrund der desaströsen Ausgangslage haben die schwachen Erholungsanzeichen dazu geführt, dass die Experten die konjunkturellen Perspektiven für die japanische Wirtschaft wieder etwas besser beurteilen. Der entsprechende Saldo verbessert sich im Juni um 17,5 Punkte auf 33,0 Punkte.

*Frieder Mokinski*

## Großbritannien: Inflationserwartungen rückläufig



In Großbritannien steigen die Preise aktuell außergewöhnlich schnell. Die jährliche Inflationsrate im Mai betrug 4,5 Prozent – allein im Vergleich zum April stiegen die Preise um 0,2 Prozent. Dieser Anstieg der Preise hängt mit Sondereffekten zusammen – so wurde die Mehrwertsteuer im Januar 2011 angehoben. Gleichzeitig erfolgt der Preisanstieg bei einer insgesamt schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Dies wird beispielsweise an zuletzt rückläufigen Entwicklungen bei den Einzelhandelsumsätzen, der Industrieproduktion und den Einkaufsmangerindizes deutlich. Gleichzeitig deuten auch die Einkaufsmangerindizes nicht auf eine dynamische Erholung hin. Gemeinsam betrachtet deuten die schwachen Konjunkturindikatoren darauf hin, dass die Preisentwicklung sich mittelfristig normalisieren wird. Hierauf weisen auch die Inflationserwartungen der Finanzmarktexperten hin. Der entsprechende Saldo verliert gegenüber Mai 2011 21,0 Punkte und steht nun bei 25,5 Punkten.

*Frieder Mokinski*

## Wahrscheinlichkeitsverteilung von Aktienrenditen



Im Rahmen der monatlichen Sonderfrage wurden die Finanzmarktexperten im Juni um ihre Einschätzung der Wahrscheinlichkeitsverteilung der DAX-Rendite in den kommenden vier Wochen gebeten: Jedem einzelnen der fünf nachfolgenden Rendite-Intervalle, (1) -100% bis -15%, (2) -15% bis -5%, (3) -5% bis +5%, (4) +5% bis 15% und (5) mehr als +15%, sollte eine Eintrittswahrscheinlichkeit zugeordnet werden. Mit dieser Frage sollte geprüft werden, wie die Finanzmarktexperten die Schwankungsanfälligkeit des DAX während der kommenden Wochen einschätzen.

Ausgewertet wurden 232 Antworten. Für jedes einzelne der fünf Intervalle wurde der Median der angegebenen Wahrscheinlichkeiten berechnet. Dabei ergibt sich die links in Abbildung (1) dargestellte mittlere Antwortverteilung. Es fällt auf, dass den betragsmäßig sehr großen Renditen eine erhebliche Wahrscheinlichkeit zugeordnet werden: Die Teilnehmer schätzen die Wahrscheinlichkeit dafür, dass der DAX in den kommenden vier Wochen um 15 Prozent oder mehr fallen wird oder dass der Index um 15 oder mehr Prozent zulegen wird, mit jeweils fünf Prozent ein. Der Vergleich mit historischen Eintrittshäufigkeiten von 4-Wochen-Renditen ermöglicht eine Einordnung der Umfrageergebnisse: Abbildung (2) zeigt die Verteilung der 4-Wochenrenditen in den vergangenen zehn Jahren. Hier zeigt sich, dass in weit weniger als fünf Prozent der Fälle extreme Verluste von mehr als minus 15 Prozent oder Gewinne von mehr als plus 15 Prozent innerhalb von 4-Wochen-Zeiträumen eingetreten sind. Im langfristigen Vergleich scheinen die Experten folglich die Aktienmarktentwicklung der kommenden Wochen als verhältnismäßig schwankungsanfällig einzuschätzen. Etwas relativiert wird die Einschätzung allerdings durch einen zweiten Vergleich: Abbildung (3) zeigt die Verteilung der Kursentwicklungen des DAX im Jahr 2008, dem Jahr des Lehman-Zusammenbruchs. Der Vergleich der aktuellen Experteneinschätzungen mit der damaligen Häufigkeit von Aktienrenditen zeigt, dass die Umfrageteilnehmer heute das Risiko stark negativer Einbrüche zwar für erheblich halten, jedoch nicht in einem Umfang, wie es ihn im Jahr 2008 gegeben hat. Zusammengefasst deuten die Expertenprognosen auf einen weiteren turbulenten Monat am deutschen Aktienmarkt hin.

*Christian D. Dick und Frieder Mokinski*

ZEW - Finanzmarkttest Juni 2011: Belegung der Antwortkategorien						
Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo		
Euroraum	13.2 (- 7.6)	77.4 (+ 5.4)	9.4 (+ 2.2)	3.8	(- 9.8)	
Deutschland	87.6 (- 3.9)	12.4 (+ 3.9)	0.0 (+/- 0.0)	87.6	(- 3.9)	
USA	3.9 (- 5.0)	62.7 (- 7.2)	33.4 (+12.2)	-29.5	(-17.2)	
Japan	0.3 (+/- 0.0)	17.8 (- 0.2)	81.9 (+ 0.2)	-81.6	(- 0.2)	
Großbritannien	3.3 (- 0.9)	58.1 (+ 0.1)	38.6 (+ 0.8)	-35.3	(- 1.7)	
Frankreich	25.6 (- 4.2)	69.7 (+ 5.9)	4.7 (- 1.7)	20.9	(- 2.5)	
Italien	4.8 (- 3.4)	70.5 (- 0.9)	24.7 (+ 4.3)	-19.9	(- 7.7)	
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Euroraum	19.3 (- 5.6)	55.5 (- 8.3)	25.2 (+13.9)	-5.9	(-19.5)	
Deutschland (=ZEW Indikator)	17.2 (- 2.9)	56.6 (- 6.3)	26.2 (+ 9.2)	-9.0	(-12.1)	
USA	28.5 (- 9.5)	51.9 (+ 0.9)	19.6 (+ 8.6)	8.9	(-18.1)	
Japan	48.5 (+ 7.4)	36.0 (+ 2.7)	15.5 (-10.1)	33.0	(+17.5)	
Großbritannien	19.5 (- 5.9)	66.2 (+ 1.1)	14.3 (+ 4.8)	5.2	(-10.7)	
Frankreich	16.3 (- 6.3)	67.5 (+ 2.4)	16.2 (+ 3.9)	0.1	(-10.2)	
Italien	12.9 (- 8.0)	68.6 (+ 1.0)	18.5 (+ 7.0)	-5.6	(-15.0)	
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	46.9 (-20.8)	35.2 (+13.1)	17.9 (+ 7.7)	29.0	(-28.5)	
Deutschland	49.7 (-20.0)	33.1 (+13.0)	17.2 (+ 7.0)	32.5	(-27.0)	
USA	52.7 (-24.4)	33.9 (+15.1)	13.4 (+ 9.3)	39.3	(-33.7)	
Japan	23.0 (- 5.7)	70.2 (+ 9.1)	6.8 (- 3.4)	16.2	(- 2.3)	
Großbritannien	42.2 (-14.9)	41.1 (+ 8.8)	16.7 (+ 6.1)	25.5	(-21.0)	
Frankreich	45.4 (-21.1)	37.0 (+12.4)	17.6 (+ 8.7)	27.8	(-29.8)	
Italien	45.2 (-19.3)	37.9 (+11.1)	16.9 (+ 8.2)	28.3	(-27.5)	
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	87.2 (- 5.7)	12.5 (+ 5.7)	0.3 (+/- 0.0)	86.9	(- 5.7)	
USA	42.9 (- 9.5)	56.4 (+ 8.8)	0.7 (+ 0.7)	42.2	(-10.2)	
Japan	11.5 (- 1.2)	87.8 (+ 1.9)	0.7 (- 0.7)	10.8	(- 0.5)	
Großbritannien	60.0 (-13.6)	39.6 (+13.2)	0.4 (+ 0.4)	59.6	(-14.0)	
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Deutschland	73.0 (- 2.4)	24.6 (+ 2.4)	2.4 (+/- 0.0)	70.6	(- 2.4)	
USA	67.1 (- 4.4)	29.4 (+ 3.0)	3.5 (+ 1.4)	63.6	(- 5.8)	
Japan	32.1 (+ 2.0)	66.1 (- 1.3)	1.8 (- 0.7)	30.3	(+ 2.7)	
Großbritannien	66.5 (- 4.2)	32.4 (+ 3.8)	1.1 (+ 0.4)	65.4	(- 4.6)	
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
STOXX 50 (Euroraum)	50.1 (- 4.4)	35.2 (+ 5.5)	14.7 (- 1.1)	35.4	(- 3.3)	
DAX (Deutschland)	59.2 (+ 2.0)	27.3 (+ 0.9)	13.5 (- 2.9)	45.7	(+ 4.9)	
TecDax (Deutschland)	54.0 (- 3.2)	31.7 (+ 5.9)	14.3 (- 2.7)	39.7	(- 0.5)	
Dow Jones Industrial (USA)	52.3 (- 1.9)	27.2 (- 2.5)	20.5 (+ 4.4)	31.8	(- 6.3)	
Nikkei 225 (Japan)	38.1 (- 0.5)	43.2 (+ 4.3)	18.7 (- 3.8)	19.4	(+ 3.3)	
FT-SE-100 (Großbritannien)	39.9 (- 7.3)	45.4 (+ 9.7)	14.7 (- 2.4)	25.2	(- 4.9)	
CAC-40 (Frankreich)	48.4 (- 4.6)	38.3 (+ 6.3)	13.3 (- 1.7)	35.1	(- 2.9)	
MIStel (Italien)	38.4 (- 5.5)	44.4 (+ 6.9)	17.2 (- 1.4)	21.2	(- 4.1)	
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo		
Dollar	25.4 (- 6.9)	31.5 (+ 5.1)	43.1 (+ 1.8)	-17.7	(- 8.7)	
Yen	11.6 (+ 0.4)	44.6 (+ 7.0)	43.8 (- 7.4)	-32.2	(+ 7.8)	
Brit. Pfund	18.1 (- 2.0)	49.4 (+/- 0.0)	32.5 (+ 2.0)	-14.4	(- 4.0)	
Schw. Franken	31.2 (+11.0)	35.7 (-15.6)	33.1 (+ 4.6)	-1.9	(+ 6.4)	
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Öl (Nordsee Brent)	28.5 (- 3.3)	45.3 (+ 7.8)	26.2 (- 4.5)	2.3	(+ 1.2)	
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Banken	21.7 (-13.6)	46.1 (+ 2.6)	32.2 (+11.0)	-10.5	(-24.6)	
Versicherungen	19.5 (- 1.3)	49.4 (- 4.7)	31.1 (+ 6.0)	-11.6	(- 7.3)	
Fahrzeuge	39.5 (- 9.7)	48.0 (+ 6.2)	12.5 (+ 3.5)	27.0	(-13.2)	
Chemie/Pharma	45.8 (- 8.6)	48.2 (+ 7.7)	6.0 (+ 0.9)	39.8	(- 9.5)	
Stahl/NE-Metalle	34.4 (-11.3)	56.0 (+11.5)	9.6 (- 0.2)	24.8	(-11.1)	
Elektro	35.8 (- 7.0)	57.4 (+ 6.0)	6.8 (+ 1.0)	29.0	(- 8.0)	
Maschinen	47.2 (-12.2)	43.7 (+10.5)	9.1 (+ 1.7)	38.1	(-13.9)	
Konsum/Handel	40.4 (- 2.4)	46.2 (- 3.2)	13.4 (+ 5.6)	27.0	(- 8.0)	
Bau	37.1 (- 2.3)	51.0 (+ 0.6)	11.9 (+ 1.7)	25.2	(- 4.0)	
Versorger	8.0 (- 4.2)	39.8 (+ 0.2)	52.2 (+ 4.0)	-44.2	(- 8.2)	
Dienstleister	27.1 (- 7.0)	67.7 (+ 7.0)	5.2 (+/- 0.0)	21.9	(- 7.0)	
Telekommunikation	15.6 (- 3.1)	69.6 (+ 1.1)	14.8 (+ 2.0)	0.8	(- 5.1)	
Inform.-Technologien	37.4 (- 5.4)	55.8 (+ 3.8)	6.8 (+ 1.6)	30.6	(- 7.0)	

Bemerkung: An der Juni-Umfrage des Finanzmarkttests vom 30.5.2011 - 20.6.2011 beteiligten sich 290 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

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, www.zew.eu  
Prof. Dr. 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, 2011

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