

ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 19 · August 2011

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

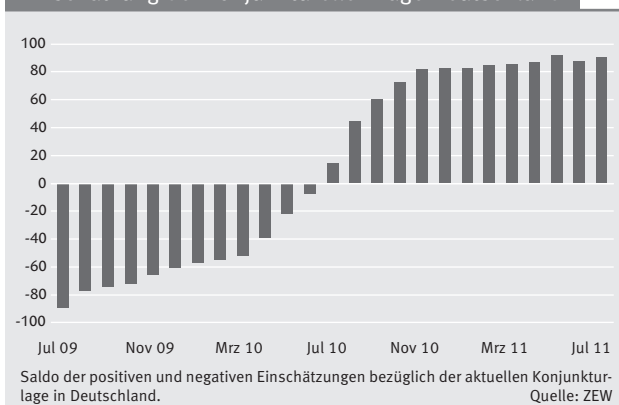
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 400 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 04.07.-18.07.2011 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 22.07.2011) wiedergegeben.

Konjunkturoptimismus geht zurück

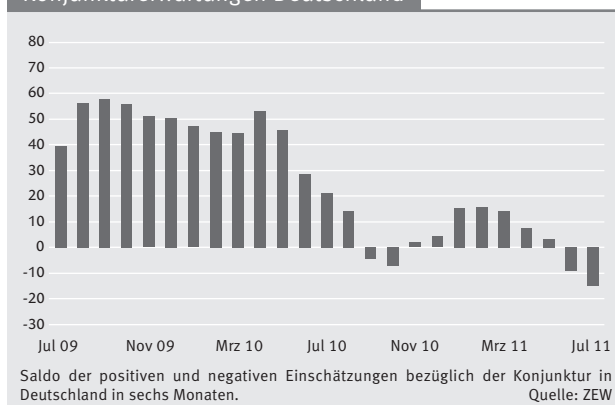
Richtiger Konjunkturoptimismus ist unter den ZEW Finanzmarktexperten immer seltener anzutreffen: Immer weniger Umfrageteilnehmer nehmen an, dass auf Sicht der nächsten sechs Monate mit einer weiteren Verbesserung der wirtschaftlichen Lage in Deutschland zu rechnen sei. Dadurch bedingt ist der Saldo der ZEW-Konjunkturerwartungen um 6,1 Punkte auf nun minus 15,1 Punkte gefallen. Dies ist der fünfte Rückgang des Indikators in Folge, und unterhalb der Nulllinie steht der Indikator bereits seit dem Vormonat. Will heißen: Der Anteil der Optimisten ist geringer als der der Pessimisten. Zuletzt befand er sich im Januar 2009 auf diesem Niveau.

Alarmierend ist dieser Befund aus zwei Gründen indes nicht. Erstens gibt nicht alles, was die Euphorie dämpft, auch gleich dem Lager der Pessimisten Auftrieb: So ist die Gruppe der befragten Experten, die mit einer Verschlechterung der Wirtschaftslage in Deutschland auf Halbjahressicht rechnen, trotz Rückgang des Indikators im Juli nicht größer geworden. Gewachsen ist hingegen die Gruppe derjenigen, die mit einer unveränderten wirtschaftlichen Situation in sechs Monaten rechnen. Zu ihr gehören inzwischen fast zwei Drittel aller Umfrageteilnehmer. Zweitens ist die Ausgangslage der deutschen Wirtschaft so stark, dass die Aussicht auf eine unveränderte Situation in sechs Monaten eher als Verheißung denn als Bedrohung anzusehen ist: Schließlich wird die aktuelle Lage der deutschen Wirtschaft bei einem Saldo von 90,6 Punkten nahezu mit Rekordwerten bedacht. Hierin vor

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



Konjunkturerwartungen Deutschland

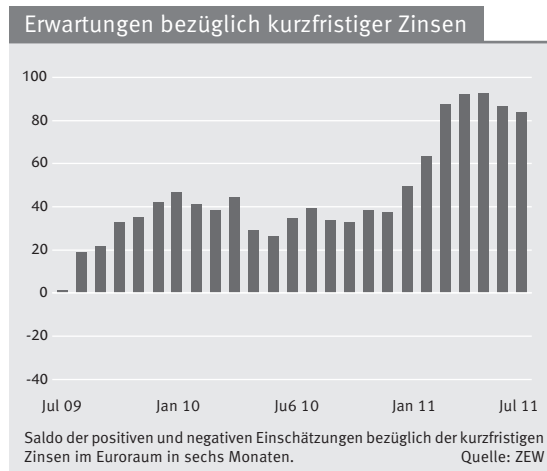


allem unterscheidet sich die gegenwärtige Situation von derjenigen von Anfang 2009. Damals gab es zwar ähnlich niedrige Werte der Konjunkturerwartungen, die Situationseinschätzung bewegte sich aber im tiefroten Bereich.

Dass die Zahl der Optimisten im ZEW-Finanzmarkttest im Juli gesunken ist, gießt trotzdem etwas Wasser in den Wein der ansonsten erfreulichen Konjunktur: Die Industrieproduktion ist im Mai um 1,2 Prozent gestiegen, was Hoffnung auf gute BIP-Wachstumsraten für das zweite Quartal macht. Auch die jüngsten Zahlen zu den Auftragseingängen zeigen nach oben; dieser Indikator wird häufig als vorlaufender Konjunkturindikator interpretiert. Der Rückgang der ZEW-Konjunkturerwartungen lenkt allerdings den Blick auf die Risiken der gegenwärtigen Konjunkturentwicklung. So lässt es das insgesamt recht instabile weltwirtschaftliche Umfeld fraglich erscheinen, wie lange der deutsche Konjunkturzug noch mit der gegenwärtigen hohen Geschwindigkeit fahren wird. Auch die gefallenen Inflationserwartungen deuten darauf hin, dass in den nächsten sechs Monaten eher mit moderaten Wachstumsraten als mit einer Konjunkturüberhitzung zu rechnen ist. Da wichtige Industriezweige der deutschen Wirtschaft stark exportorientiert sind, spielt die wirtschaftliche Verfassung unserer Handelspartner eine wichtige Rolle. Hier verunsichert die Experten die Wachstumsschwäche und Verschuldungsproblematik in den USA (siehe Seite 2) ebenso wie die Refinanzierungsschwierigkeiten einiger Euroländer.

Christian D. Dick

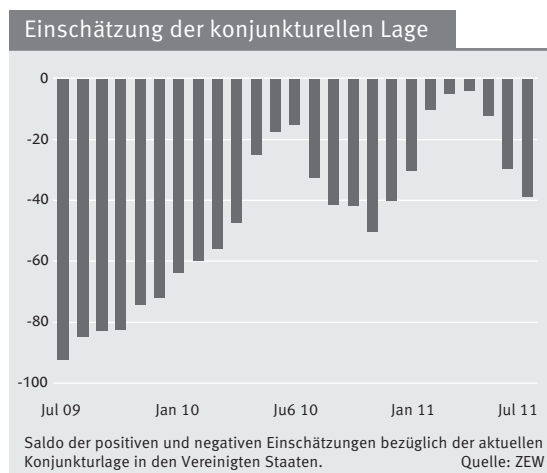
EZB: Zinserhöhung im Juli nur Zwischenschritt



Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Juli den Leitzins erwartungsgemäß auf 1,5 Prozent angehoben. Dies dürfte nach Auffassung der ZEW-Finanzmarktexperten abermals nur ein Zwischenschritt sein: Beinahe unverändert zum Vormonat rechnen 84,5 Prozent der Befragten damit, dass das kurzfristige Zinsniveau in der Eurozone auf Halbjahres-sicht steigen wird. Die Finanzmarktexperten grenzen hiermit die Geldpolitik der EZB deutlich von den Maßnahmen der US-amerikanischen Notenbank Fed ab: In Bezug auf die USA rechnet lediglich ein gutes Drittel der Befragten mit einem steigenden Zinsniveau auf Sechsmonats-sicht. Während hierzulande die gestiegenen Inflationsraten die Aufmerksamkeit der Währungshüter erregt haben, sorgen sich ihre Kollegen auf der anderen Seite des Atlantiks derzeit vor allem um die dortige Konjunkturschwäche. Eine Erhöhung des US-amerikanischen Leitzinses, der sich nach wie vor auf dem historisch niedrigen Niveau von 0,25 Prozent bewegt, hat somit aktuell wenig Priorität.

Christian D. Dick

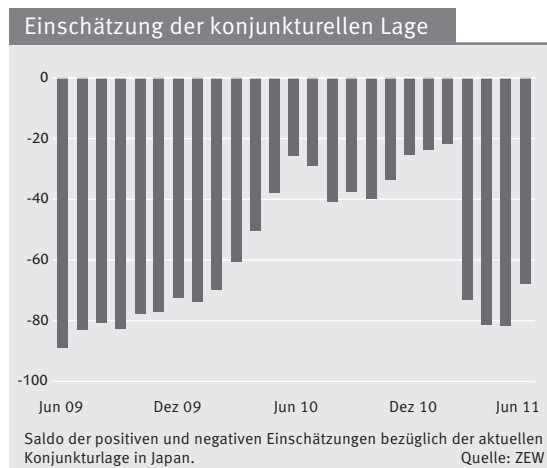
USA: Lageeinschätzung erneut verschlechtert



Zum dritten Mal in Folge verschlechtert sich die Einschätzung der konjunkturellen Lage in den Vereinigten Staaten im Vormonatsvergleich. Der entsprechende Saldo fällt im Juli um 9,3 Punkte und steht nun bei minus 38,8 Punkten. Zu dem Rückgang dürfte die schwache Beschäftigungsentwicklung beigetragen haben. Wie zuletzt bekannt wurde, stieg die Arbeitslosenquote im Juni überraschend auf 9,2 Prozent. Darüber hinaus stagnierten die privaten Konsumausgaben. Beides deutet darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum im gerade abgelaufenen zweiten Quartal 2011 schwach ausgefallen sein dürfte. Positiver erscheint der Blick in die nahe Zukunft. Erstmals seit Februar 2011 sind die Konjunkturerwartungen auf Sicht von sechs Monaten nicht zurückgegangen. Im Juli legt der entsprechende Saldo um 3,0 Punkte zu und steht nun bei 11,9 Punkten. Erfreuliche Entwicklungen bei mehreren vorlaufenden Indikatoren dürften hierzu beigetragen haben. Unter anderem stiegen die Auftragseingänge über alle Sektoren hinweg an.

Frieder Mokinski

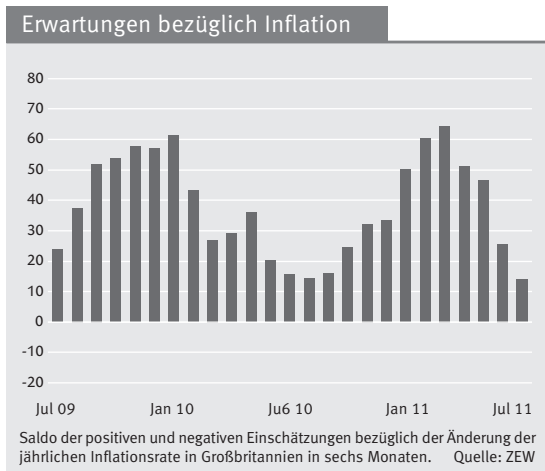
Japan: Erholung verläuft erfreulich



In Japan mehren sich die Anzeichen für eine schnelle Erholung von der Erdbebenkatastrophe. Bereits im Mai, nur wenige Wochen nach der Katastrophe, stieg die Industrieproduktion aktuellen Zahlen zufolge um mehr als fünf Prozent. Damit ist das Vorkatastrophenniveau zwar noch nicht erreicht, aber in Sichtweite. Darüber hinaus deutet ein unerwarteter starker Rückgang der Arbeitslosenquote darauf hin, dass in Japan die Kräfte für einen schnellen Wiederaufbau gebündelt werden. Die erfreulichen Lagedaten schlagen sich in einer deutlichen Verbesserung der Einschätzung der konjunkturellen Lage für Japan nieder. Der entsprechende Saldo legt 13,8 Punkte zu und steht nun bei minus 67,8 Punkten. Vorlaufende Indikatoren wie die Auftragseingänge oder der Index der Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Erholung zügig fortsetzen wird. Hiervon scheinen auch die Finanzmarktexperten überzeugt zu sein. Ihre Konjunkturerwartungen auf Halbjahressicht verbessern sich im Juli um 13,9 auf 46,9 Punkte.

Frieder Mokinski

Großbritannien: Inflationserwartungen rückläufig



Seit Monaten beharrt das „Monetary Policy Committee“ der Bank von England darauf, dass von den derzeit hohen Teuerungsraten in Anbetracht der schwachen Konjunktur keine Gefahr von Zweitrundeneffekten ausgeht. Das Komitee dürfte sich durch die jüngsten Zahlen zur Preisentwicklung im Vereinigten Königreich bestätigt sehen: Der harmonisierte Verbraucherpreisindex ging im Juni 2011 erstmals seit Juli 2010 im Vormonatsvergleich zurück. Der Grund dafür dürfte sein, dass sich die reale Ökonomie nur schwach entwickelt. Dieser Umstand spiegelt sich auch in der aktuellen Lageeinschätzung der Finanzmarktexperten wider. Sie ist im Vergleich zum Juni um 4,8 Punkte auf minus 40,1 Punkte zurückgegangen. Gleichzeitig sind die Inflationserwartungen der Finanzmarktexperten gesunken. Der entsprechende Saldo verliert im Juli 11,6 Punkte und steht nun bei 13,9 Punkten. Damit befinden sich die Finanzmarktexperten in Übereinstimmung mit der Einschätzung des geldpolitischen Komitees. *Frieder Mokinski*

Anreize für nachhaltige Schuldenpolitik

Abbildung 1: Relevante Erfolgsfaktoren einer staatlichen Finanzinnovation

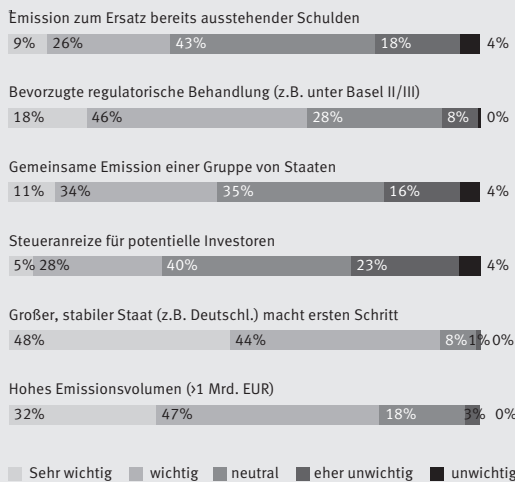
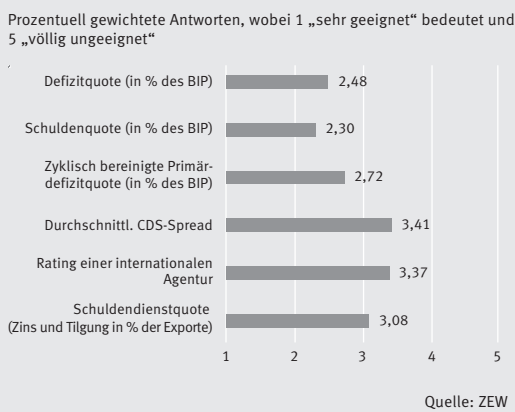


Abbildung 2: Relative Eignung verschiedener Referenzgrößen



Die derzeitigen Turbulenzen in der Europäischen Währungsunion, ausgelöst unter anderem durch exzessive Staatsverschuldung und versäumte Reformen, beschäftigen unisono alle Wirtschaftsteilnehmer. Mit vereinten Kräften wird versucht, die Stabilität der EWU wieder herzustellen.

Die aktuelle Sonderfrage beschäftigt sich damit, wie eine schlussendlich wiedererlangte Stabilität langfristig gesichert werden kann. Konkret geht es darum, ob Performance Sensitive Government Bonds (PSGB) zur Stabilisierung beitragen können. PSGB sind Staatsanleihen mit der Besonderheit einer variablen Verzinsung. Diese ist an eine Referenzgröße gekoppelt, die die Bonität der Emittentin abbildet. Steigt die Referenzgröße über eine vordefinierte Schwelle, sind am darauffolgenden Zinstermin höhere Zahlungen zu leisten. Spiegelbildlich verhält sich die Verzinsung bei Bonitätsverbesserungen. Somit werden Emittenten für eine nachhaltige Schuldenpolitik belohnt und direkte Anreize für eine solche geschaffen. Der Investor erhält zu jeder Zeit eine angemessene Prämie für das von ihm eingegangene (Zahlungsausfall-) Risiko. Da PSGB eine Finanzinnovation darstellen, wurde im ersten Teil der aktuellen Sonderfrage die Bedeutung bestimmter Faktoren für den Erfolg einer solchen innovativen Staatsanleihe abgefragt. Dabei zeigte sich, dass über 90 Prozent der Finanzmarktexperten das beispielhafte Vorgehen eines großen, stabilen Staates als „sehr wichtig“ bzw. „wichtig“ für den Erfolg einer solchen Anleihe betrachten. Ein hohes Emissionsvolumen und eine bevorzugte regulatorische Behandlung (beispielsweise geringere Eigenkapitalerfordernisse unter Basel III oder eine bevorzugte Behandlung nach IFRS) beurteilten immerhin noch über 60 Prozent als relevante Faktoren.

Der zweite Teil der Sonderfrage präsentierte den Finanzmarktexperten unterschiedliche Vorschläge für die Referenzgröße zur Bonitätsmessung. Die Eignung der Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts als Referenzgrößen wurde dabei bestätigt. 35 Prozent der Befragten hielten dabei die Schuldenquote für die am besten geeignete Referenzgröße. Den geringsten Zuspruch unter den unterbreiteten Vorschlägen erhielten Ratings internationaler Ratingagenturen gemeinsam mit durchschnittlichen CDS Spreads eines Staates. *Dominic Walch*

ZEW - Finanzmarkttest Juli 2011: Belegung der Antwortkategorien						
Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo		
Euroraum	12.8 (-0.4)	76.7 (+0.7)	10.5 (+1.1)	2.3	(-1.5)	
Deutschland	90.6 (+3.0)	9.4 (-3.0)	0.0 (+/-0.0)	90.6	(+3.0)	
USA	1.4 (-2.5)	58.4 (-4.3)	40.2 (+6.8)	-38.8	(-9.3)	
Japan	0.7 (+0.4)	30.8 (+13.0)	68.5 (-13.4)	-67.8	(+13.8)	
Großbritannien	1.1 (-2.2)	57.7 (-0.4)	41.2 (+2.6)	-40.1	(-4.8)	
Frankreich	16.7 (-8.9)	76.4 (+6.7)	6.9 (+2.2)	9.8	(-11.1)	
Italien	2.2 (-2.6)	63.9 (-6.6)	33.9 (+9.2)	-31.7	(-11.8)	
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Euroraum	16.7 (-2.6)	59.6 (+4.1)	23.7 (-1.5)	-7.0	(-1.1)	
Deutschland (=ZEW Indikator)	10.8 (-6.4)	63.3 (+6.7)	25.9 (-0.3)	-15.1	(-6.1)	
USA	30.8 (+2.3)	50.3 (-1.6)	18.9 (-0.7)	11.9	(+3.0)	
Japan	55.6 (+7.1)	35.7 (-0.3)	8.7 (-6.8)	46.9	(+13.9)	
Großbritannien	17.3 (-2.2)	70.2 (+4.0)	12.5 (-1.8)	4.8	(-0.4)	
Frankreich	12.8 (-3.5)	71.6 (+4.1)	15.6 (-0.6)	-2.8	(-2.9)	
Italien	11.0 (-1.9)	68.4 (-0.2)	20.6 (+2.1)	-9.6	(-4.0)	
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	40.8 (-6.1)	36.3 (+1.1)	22.9 (+5.0)	17.9	(-11.1)	
Deutschland	45.2 (-4.5)	34.4 (+1.3)	20.4 (+3.2)	24.8	(-7.7)	
USA	46.6 (-6.1)	35.6 (+1.7)	17.8 (+4.4)	28.8	(-10.5)	
Japan	25.6 (+2.6)	67.3 (-2.9)	7.1 (+0.3)	18.5	(+2.3)	
Großbritannien	35.9 (-6.3)	42.1 (+1.0)	22.0 (+5.3)	13.9	(-11.6)	
Frankreich	39.3 (-6.1)	41.9 (+4.9)	18.8 (+1.2)	20.5	(-7.3)	
Italien	41.4 (-3.8)	38.1 (+0.2)	20.5 (+3.6)	20.9	(-7.4)	
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	84.5 (-2.7)	15.1 (+2.6)	0.4 (+0.1)	84.1	(-2.8)	
USA	34.1 (-8.8)	64.8 (+8.4)	1.1 (+0.4)	33.0	(-9.2)	
Japan	13.5 (+2.0)	85.0 (-2.8)	1.5 (+0.8)	12.0	(+1.2)	
Großbritannien	50.0 (-10.0)	48.9 (+9.3)	1.1 (+0.7)	48.9	(-10.7)	
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Deutschland	73.5 (+0.5)	24.1 (-0.5)	2.4 (+/-0.0)	71.1	(+0.5)	
USA	71.4 (+4.3)	26.8 (-2.6)	1.8 (-1.7)	69.6	(+6.0)	
Japan	35.7 (+3.6)	63.9 (-2.2)	0.4 (-1.4)	35.3	(+5.0)	
Großbritannien	64.1 (-2.4)	34.8 (+2.4)	1.1 (+/-0.0)	63.0	(-2.4)	
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
STOXX 50 (Euroraum)	54.2 (+4.1)	30.9 (-4.3)	14.9 (+0.2)	39.3	(+3.9)	
DAX (Deutschland)	60.2 (+1.0)	26.3 (-1.0)	13.5 (+/-0.0)	46.7	(+1.0)	
TecDax (Deutschland)	55.9 (+1.9)	31.5 (-0.2)	12.6 (-1.7)	43.3	(+3.6)	
Dow Jones Industrial (USA)	52.6 (+0.3)	29.4 (+2.2)	18.0 (-2.5)	34.6	(+2.8)	
Nikkei 225 (Japan)	54.4 (+16.3)	32.2 (-11.0)	13.4 (-5.3)	41.0	(+21.6)	
FT-SE-100 (Großbritannien)	44.5 (+4.6)	41.3 (-4.1)	14.2 (-0.5)	30.3	(+5.1)	
CAC-40 (Frankreich)	51.2 (+2.8)	35.8 (-2.5)	13.0 (-0.3)	38.2	(+3.1)	
MIbtel (Italien)	41.9 (+3.5)	37.8 (-6.6)	20.3 (+3.1)	21.6	(+0.4)	
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo		
Dollar	20.3 (-5.1)	32.8 (+1.3)	46.9 (+3.8)	-26.6	(-8.9)	
Yen	12.1 (+0.5)	51.8 (+7.2)	36.1 (-7.7)	-24.0	(+8.2)	
Brit. Pfund	15.5 (-2.6)	46.4 (-3.0)	38.1 (+5.6)	-22.6	(-8.2)	
Schw. Franken	30.4 (-0.8)	31.5 (-4.2)	38.1 (+5.0)	-7.7	(-5.8)	
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Öl (Nordsee Brent)	34.6 (+6.1)	47.7 (+2.4)	17.7 (-8.5)	16.9	(+14.6)	
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Banken	17.4 (-4.3)	44.9 (-1.2)	37.7 (+5.5)	-20.3	(-9.8)	
Versicherungen	14.6 (-4.9)	53.7 (+4.3)	31.7 (+0.6)	-17.1	(-5.5)	
Fahrzeuge	38.2 (-1.3)	51.6 (+3.6)	10.2 (-2.3)	28.0	(+1.0)	
Chemie/Pharma	43.5 (-2.3)	50.4 (+2.2)	6.1 (+0.1)	37.4	(-2.4)	
Stahl/NE-Metalle	32.4 (-2.0)	55.5 (-0.5)	12.1 (+2.5)	20.3	(-4.5)	
Elektro	35.8 (+/-0.0)	56.5 (-0.9)	7.7 (+0.9)	28.1	(-0.9)	
Maschinen	51.6 (+4.4)	39.1 (-4.6)	9.3 (+0.2)	42.3	(+4.2)	
Konsum/Handel	37.8 (-2.6)	49.2 (+3.0)	13.0 (-0.4)	24.8	(-2.2)	
Bau	32.0 (-5.1)	50.0 (-1.0)	18.0 (+6.1)	14.0	(-11.2)	
Versorger	8.9 (+0.9)	43.5 (+3.7)	47.6 (-4.6)	-38.7	(+5.5)	
Dienstleister	29.8 (+2.7)	65.3 (-2.4)	4.9 (-0.3)	24.9	(+3.0)	
Telekommunikation	15.4 (-0.2)	72.8 (+3.2)	11.8 (-3.0)	3.6	(+2.8)	
Inform.-Technologien	38.1 (+0.7)	54.9 (-0.9)	7.0 (+0.2)	31.1	(+0.5)	

Bemerkung: An der Juli-Umfrage des Finanzmarkttests vom 4.7.2011 - 18.7.2011 beteiligten sich 288 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