

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 19 · September 2011

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

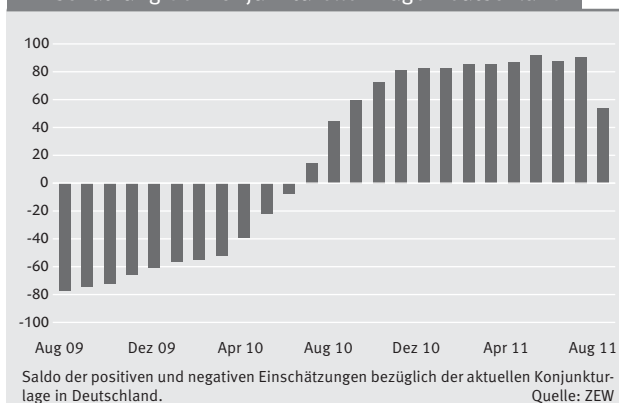
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 400 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 8.8.2011 - 22.8.2011 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 26.8.2011) wiedergegeben.

## Lage und Erwartungen brechen ein

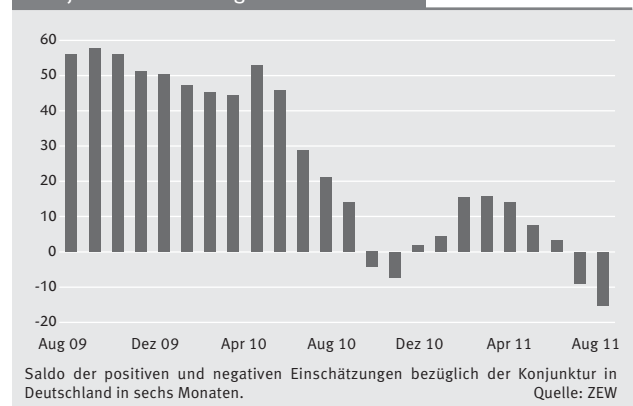
Eine bemerkenswerte Neubewertung der wirtschaftlichen Lage und des konjunkturellen Ausblicks haben die ZEW-Finanzmarktexperten im August 2011 vorgenommen: Die ZEW-Konjunkturerwartungen, die die Tendenz der wirtschaftlichen Entwicklung auf Sicht eines halben Jahres anzeigen, sind um 22,5 Punkte auf minus 37,6 Punkte eingebrochen. Fast die Hälfte der Befragten rechnet damit, dass die Konjunkturlage in Deutschland in einem halben Jahr schlechter aussehen wird als heute. Die Auffassung, dass die positive wirtschaftliche Lage andauern wird, wird somit erstmalig im aktuellen Aufschwung von einer größeren Gruppe der Befragten in Frage gestellt.

In Bezug auf die Einschätzung der wirtschaftlichen Lage ergeben sich in diesem Monat ebenfalls deutliche Veränderungen nach unten. Die Zeiten, in denen etwa 90 Prozent der Befragten die aktuelle Lage als „gut“ bewertete n, gehören anscheinend der Vergangenheit an. Nur noch etwa die Hälfte der Befragten bezeichnet die Lage als „gut“. Der entsprechende Indikator notiert nun bei 53,5 Punkten, dies sind 37,6 Punkte weniger als im Vormonat. Die Lageeinschätzung für Deutschland ist zwar im Vergleich zu den Salden für die USA noch ausgesprochen gut (vgl. Seite 2), allerdings könnte der massive Rückgang in diesem Monat den Beginn einer konjunkturellen Zeitenwende markieren, sollte sich diese Tendenz fortsetzen: Immerhin ist die Größenordnung der Korrektur der Erwartungen zur Konjunkturlage vergleichbar mit der nach dem Zusammenbruch der Lehman-Bank im Jahr 2008. Völlig unvorhergesehen kommt

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



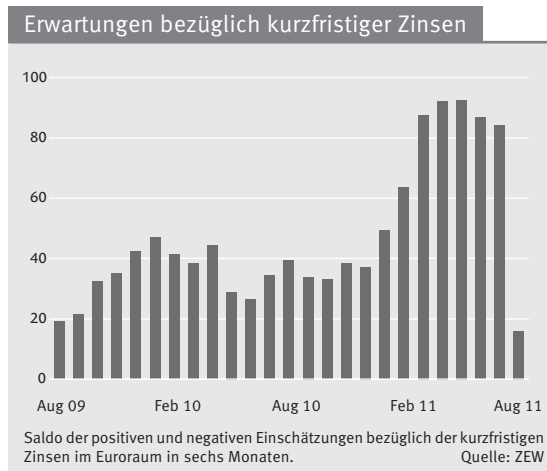
Konjunkturerwartungen Deutschland



der Rückgang der Lageeinschätzung in diesem Monat übrigens nicht, da die ZEW Konjunkturerwartungen (die der tatsächlichen Entwicklung der Wirtschaft um etwa ein halbes Jahr vorauslaufen) bereits seit Februar 2011 Monat für Monat gefallen sind. Seit die Ratingagentur Standard & Poor's die Bonität der USA herabgestuft hat, hat sich die Unsicherheit an den Finanzmärkten drastisch erhöht. Vor dem Hintergrund dieser Instabilität, die auch das weltwirtschaftliche Wachstum bedroht, reagieren die vom ZEW befragten Finanzmarktexperten offenbar sensibel auf die enttäuschenden Zahlen des Statistischen Bundesamtes für das Wachstum des BIP in Deutschland im zweiten Quartal 2011. Als Folge zeigt sich, dass die Finanzmarktexperten ein recht pessimistisches Szenario, nämlich eine negative Quartalswachstumsrate des deutschen BIP im vierten Quartal 2011, in diesem Monat für wahrscheinlicher halten als bisher. Gaben die Finanzmarktexperten in den vergangenen Monaten dieses Jahres an (im Median), dass die Wahrscheinlichkeit eines negativen BIP-Wachstums im Folgequartal bei etwa 10 Prozent liegt, so hat sich dieser Wert im August auf 20 Prozent verdoppelt. Dieser Anstieg verdeutlicht, dass die Sorgen der Finanzmarktexperten um die Konjunktur in den vergangenen Wochen gewachsen sind. Trotz alledem: Viel wahrscheinlicher ist aus Sicht der Finanzmarktexperten (mit einer durchschnittlichen Wahrscheinlichkeit von 80 Prozent), dass die deutsche Wirtschaft auch im vierten Quartal 2011 wachsen wird.

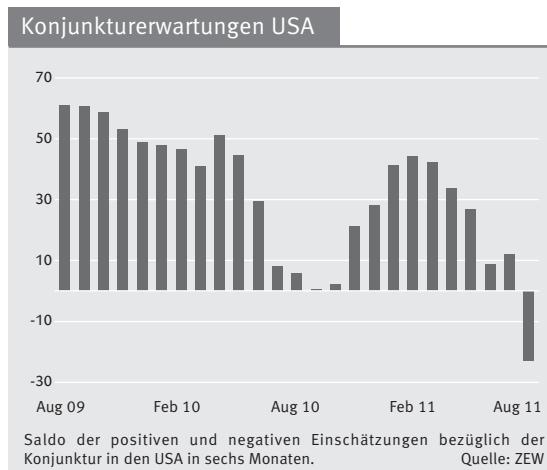
Christian D. Dick

## EZB: Geldpolitik vor Paradigmenwechsel?



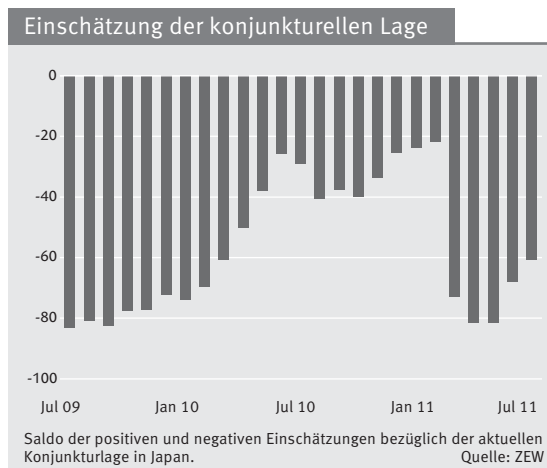
Die Europäische Zentralbank (EZB) hat in diesem Jahr den Leitzins in zwei Schritten von 1,0 auf 1,5 Prozent angehoben. Vor dem Hintergrund gestiegener Inflationsraten rechneten Beobachter mit weiteren Schritten hin zu einer restriktiveren Geldpolitik. Aus der Befragung wird nun aber deutlich, dass sich die Erwartungen in Bezug auf die EZB-Politik im August 2011 stark verschoben haben: Rechneten im Juli noch über 84 Prozent der Befragten mit steigenden Zinsen auf Halbjahressicht, so hat sich diese Zahl auf nun etwa 26 Prozent vermindert. Mit etwa 9,9 Prozent der Befragten gibt es erstmalig seit längerer Zeit wieder eine kleine Gruppe, die mit einer Korrektur der jüngsten Zinsentscheidung rechnet, also einer Senkung der Leitzinsen. Das Gros der Befragten (64,3 Prozent) rechnet inzwischen mit einem Gleichbleiben des Leitzinses auf Sicht von sechs Monaten, und nicht mehr mit einem Anstieg. Die Gefahr steigender Inflationsraten erachtet eine Mehrheit der Befragten derzeit als gering (siehe auch Sonderfrage). *Christian D. Dick*

## USA: Verunsicherung lässt Erwartungen abstürzen



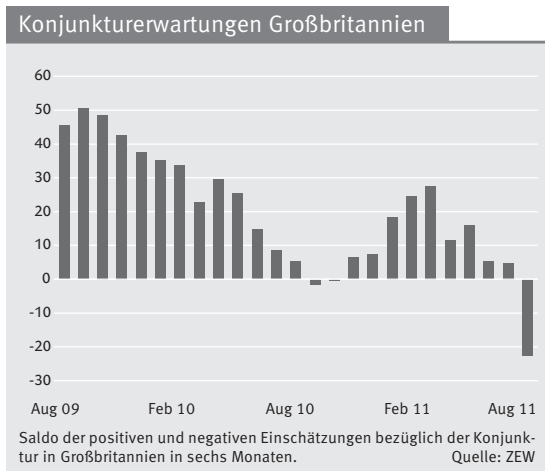
In den Vereinigten Staaten hat das politische Debakel um die Anhebung der Schuldengrenze für Verunsicherung gesorgt. Die Stimmungsindikatoren deuten auf breiter Front auf einen erheblichen Vertrauensverlust hin. Diese Stimmungseintrübung spiegelt sich in herben Verlusten beim ISM Einkaufsmanagerindex und dem Konsumklima wider. Zudem sank die Kreditnachfrage. Dass es sich hierbei vor allem um eine angeknackste Marktpsyche handelt, wird an den realwirtschaftlichen Zahlen deutlich, die überwiegend die in sie gesetzten Erwartungen erfüllen konnten. Zwar blieben das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal und die Auftragseingänge leicht hinter den Erwartungen zurück. Dafür entwickelten sich die Beschäftigung, die Umsätze im Einzelhandel und die Industrieproduktion allerdings erfreulich. Derweil hat auch das Vertrauen der Umfrageteilnehmer in die Konjunktur in den Vereinigten Staaten gelitten. Die Erwartungen auf Sicht eines halben Jahres gehen im August um 34,8 Punkte auf minus 22,9 Punkte zurück. *Frieder Mokinski*

## Japan: Erholung setzt sich vorerst fort



Die Entwicklung der japanischen Wirtschaft ist ein schwacher Lichtblick im eingetrübten weltwirtschaftlichen Umfeld. Realwirtschaftliche Indikatoren deuten darauf hin, dass Nippon die Erholung von seiner Erdbebenkatastrophe viel zügiger als erwartet meistern wird. Hierauf weist insbesondere die Entwicklung der Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal hin. Gemeinhin war angenommen worden, dass das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Vergleich zum ersten Quartal deutlich geringer sein würde. Zwar gab es beim BIP tatsächlich einen Rückgang, dieser fiel aber viel schwächer aus als erwartet. Zudem entwickelten sich die Einzelkomponenten des BIP im Quartalsverlauf erfreulich. So haben der private Konsum und die Investitionstätigkeit am Quartalsende beinahe ihr Niveau von vor der Erdbebenkatastrophe erreicht. Diese positive Entwicklung schlägt sich in einer verbesserten Lageeinschätzung nieder. Der entsprechende Saldo steigt im August 2011 um 7,0 Punkte und steht nun bei minus 60,8 Punkten. *Frieder Mokinski*

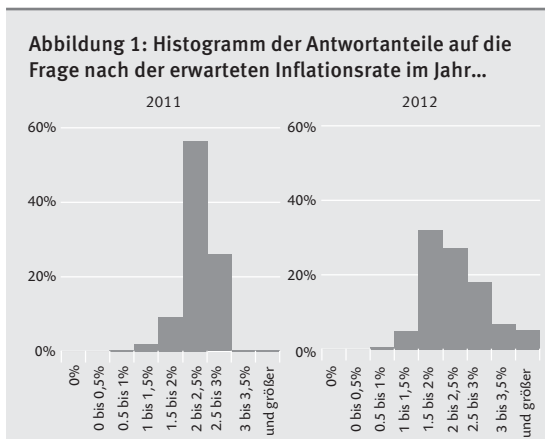
## Großbritannien: Konjunkturerwartungen erheblich verschlechtert



In der zweiten Augustwoche veröffentlichte die britische Notenbank ihre Inflationsprojektionen. Man rechnet nun mittelfristig mit einer Inflationsrate, die bei gleichbleibend niedrigem Leitzinsniveau unter den Zielwert von 2,0 Prozent fällt. Als eine Ursache für den nachlassenden Preisdruck wird die unerwartet schwache Konjunkturdynamik genannt. So hatte zuletzt die Industrieproduktion stagniert und das Bruttoinlandsprodukt war im zweiten Quartal 2011 nur um 0,2 Prozent gewachsen. Als weitere Ursache wurde die Abschwächung der Wachstumsperspektiven ausgemacht. Besondere Sorgen macht sich die Notenbank dabei um die Konjunktur im Euroraum.

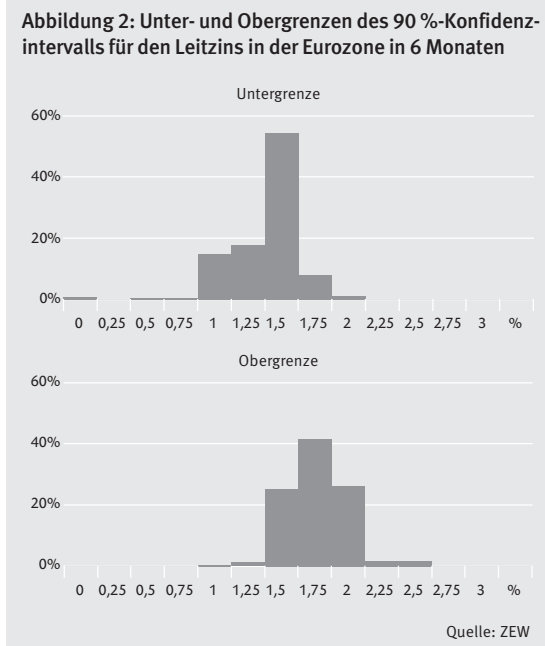
Die Finanzmarktexperten folgen in ihren Einschätzungen der Notenbank und haben ihre Konjunkturerwartungen ebenfalls deutlich zurück genommen. Der entsprechende Saldo positiver und negativer Erwartungen auf Sicht von sechs Monaten verschlechtert sich im August 2011 um 27,4 Punkte auf minus 22,6 Punkte. *Frieder Mokinski*

## Sonderfrage: Inflation und Geldpolitik



Einmal im Quartal werden die Finanzmarktexperten zu ihren Erwartungen hinsichtlich Inflation und Geldpolitik befragt. Stand die letzte Umfrage dieser Art im Mai 2011 noch im Zeichen der bevorstehenden Erhöhung der Leitzinsen durch die Europäische Zentralbank (EZB) im Juli, könnte sich in diesem Monat aufgrund der deutlichen Verschlechterung der konjunkturellen Einschätzungen (s.o.) auch ein Paradigmenwechsel in Bezug auf Geldpolitik- und Inflationserwartungen ergeben.

Die Umfrageergebnisse zeigen, dass die Mehrheit der Experten weiterhin von tendenziell steigenden Leitzinsen ausgeht, wenn auch der Druck nach oben nur noch schwach ausgeprägt zu sein scheint. So liegt die Leitzins-Untergrenze, die auf Sicht von sechs Monaten nach Auffassung einer Mehrheit von 55 Prozent der ZEW Finanzmarktexperten zu erwarten ist, exakt beim gegenwärtigen Niveau von 1,5 Prozent. Immerhin 35 von Hundert Befragten könnten sich sogar Zinssenkungen vorstellen. Als Obergrenze rechnet die Mehrheit der Befragten (73 Prozent) mit einem Zinsschritt von mindestens 25 Basispunkten, wobei etwa 30 Prozent einen Anstieg des Leitzinses auf 2 Prozent oder sogar mehr für möglich halten.



Im Vergleich zur Umfrage im Mai sind die Inflationserwartungen sowohl für das laufende als auch das nächste Jahr etwas gefallen: So erwarten die Finanzmarktexperten für die Jahre 2011 und 2012 jeweils eine Inflationsrate (HVPI) von 2,5 Prozent beziehungsweise 2,4 Prozent, im Mai waren das noch 2,6 Prozent für beide Jahre. Vermutlich aufgrund dieser Tendenz, aber auch vor dem Hintergrund der deutlich veränderten wirtschaftlichen Lage (vgl. Seite 1) sehen derzeit eher wenig der befragten Experten (13 Prozent) die Notwendigkeit für eine zügige Umsetzung weiterer Zinserhöhungen. Vielmehr würden augenblicklich mehr als 79 Prozent der Befragten der EZB raten, den Leitzins unverändert zu lassen. Eine Revision der Zinserhöhungen vom Juli durch die EZB halten allerdings nur acht Prozent der Befragten für geboten. Offenbar ist eine große Mehrheit der Befragten mit den Leitzinsentscheidungen der Europäischen Zentralbank der vergangenen Monate einverstanden. Allerdings äußern immerhin 36 Prozent der Befragten in der gegenwärtigen Situation, die EZB solle ihre liquiditätspolitischen Maßnahmen ausweiten. *Christian D. Dick*

ZEW - Finanzmarkttest August 2011: Belegung der Antwortkategorien						
Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo		
Euroraum	6.0 (-6.8)	68.9 (-7.8)	25.1 (+14.6)	-19.1		(-21.4)
Deutschland	57.4 (-33.2)	38.7 (+29.3)	3.9 (+3.9)	53.5		(-37.1)
USA	1.1 (-0.3)	41.2 (-17.2)	57.7 (+17.5)	-56.6		(-17.8)
Japan	2.2 (+1.5)	34.8 (+4.0)	63.0 (-5.5)	-60.8		(+7.0)
Großbritannien	0.7 (-0.4)	43.8 (-13.9)	55.5 (+14.3)	-54.8		(-14.7)
Frankreich	7.0 (-9.7)	72.6 (-3.8)	20.4 (+13.5)	-13.4		(-23.2)
Italien	0.7 (-1.5)	53.8 (-10.1)	45.5 (+11.6)	-44.8		(-13.1)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Euroraum	8.2 (-8.5)	43.6 (-16.0)	48.2 (+24.5)	-40.0		(-33.0)
Deutschland (=ZEW Indikator)	8.5 (-2.3)	45.4 (-17.9)	46.1 (+20.2)	-37.6		(-22.5)
USA	15.7 (-15.1)	45.7 (-4.6)	38.6 (+19.7)	-22.9		(-34.8)
Japan	37.0 (-18.6)	45.4 (+9.7)	17.6 (+8.9)	19.4		(-27.5)
Großbritannien	10.1 (-7.2)	57.2 (-13.0)	32.7 (+20.2)	-22.6		(-27.4)
Frankreich	9.4 (-3.4)	46.6 (-25.0)	44.0 (+28.4)	-34.6		(-31.8)
Italien	8.7 (-2.3)	47.9 (-20.5)	43.4 (+22.8)	-34.7		(-25.1)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	29.9 (-10.9)	33.8 (-2.5)	36.3 (+13.4)	-6.4		(-24.3)
Deutschland	31.6 (-13.6)	33.5 (-0.9)	34.9 (+14.5)	-3.3		(-28.1)
USA	33.7 (-12.9)	39.8 (+4.2)	26.5 (+8.7)	7.2		(-21.6)
Japan	19.2 (-6.4)	69.3 (+2.0)	11.5 (+4.4)	7.7		(-10.8)
Großbritannien	27.7 (-8.2)	40.6 (-1.5)	31.7 (+9.7)	-4.0		(-17.9)
Frankreich	27.8 (-11.5)	39.6 (-2.3)	32.6 (+13.8)	-4.8		(-25.3)
Italien	28.3 (-13.1)	37.4 (-0.7)	34.3 (+13.8)	-6.0		(-26.9)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	25.8 (-58.7)	64.3 (+49.2)	9.9 (+9.5)	15.9		(-68.2)
USA	11.4 (-22.7)	83.2 (+18.4)	5.4 (+4.3)	6.0		(-27.0)
Japan	5.6 (-7.9)	91.8 (+6.8)	2.6 (+1.1)	3.0		(-9.0)
Großbritannien	16.9 (-33.1)	74.5 (+25.6)	8.6 (+7.5)	8.3		(-40.6)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Deutschland	59.3 (-14.2)	32.2 (+8.1)	8.5 (+6.1)	50.8		(-20.3)
USA	61.4 (-10.0)	32.9 (+6.1)	5.7 (+3.9)	55.7		(-13.9)
Japan	26.6 (-9.1)	70.0 (+6.1)	3.4 (+3.0)	23.2		(-12.1)
Großbritannien	51.3 (-12.8)	41.9 (+7.1)	6.8 (+5.7)	44.5		(-18.5)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
STOXX 50 (Euroraum)	61.5 (+7.3)	23.3 (-7.6)	15.2 (+0.3)	46.3		(+7.0)
DAX (Deutschland)	67.3 (+7.1)	16.9 (-9.4)	15.8 (+2.3)	51.5		(+4.8)
TecDax (Deutschland)	61.6 (+5.7)	21.6 (-9.9)	16.8 (+4.2)	44.8		(+1.5)
Dow Jones Industrial (USA)	58.1 (+5.5)	21.5 (-7.9)	20.4 (+2.4)	37.7		(+3.1)
Nikkei 225 (Japan)	58.2 (+3.8)	26.7 (-5.5)	15.1 (+1.7)	43.1		(+2.1)
FT-SE-100 (Großbritannien)	54.6 (+10.1)	27.8 (-13.5)	17.6 (+3.4)	37.0		(+6.7)
CAC-40 (Frankreich)	55.9 (+4.7)	26.5 (-9.3)	17.6 (+4.6)	38.3		(+0.1)
MIStel (Italien)	51.2 (+9.3)	28.2 (-9.6)	20.6 (+0.3)	30.6		(+9.0)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo		
Dollar	15.9 (-4.4)	36.9 (+4.1)	47.2 (+0.3)	-31.3		(-4.7)
Yen	17.9 (+5.8)	49.8 (-2.0)	32.3 (-3.8)	-14.4		(+9.6)
Brit. Pfund	16.2 (+0.7)	53.1 (+6.7)	30.7 (-7.4)	-14.5		(+8.1)
Schw. Franken	20.9 (-9.5)	26.6 (-4.9)	52.5 (+14.4)	-31.6		(-23.9)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Öl (Nordsee Brent)	28.5 (-6.1)	41.0 (-6.7)	30.5 (+12.8)	-2.0		(-18.9)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Banken	6.5 (-10.9)	34.4 (-10.5)	59.1 (+21.4)	-52.6		(-32.3)
Versicherungen	4.9 (-9.7)	48.6 (-5.1)	46.5 (+14.8)	-41.6		(-24.5)
Fahrzeuge	15.1 (-23.1)	46.9 (-4.7)	38.0 (+27.8)	-22.9		(-50.9)
Chemie/Pharma	19.0 (-24.5)	59.5 (+9.1)	21.5 (+15.4)	-2.5		(-39.9)
Stahl/NE-Metalle	12.6 (-19.8)	49.0 (-6.5)	38.4 (+26.3)	-25.8		(-46.1)
Elektro	14.0 (-21.8)	64.9 (+8.4)	21.1 (+13.4)	-7.1		(-35.2)
Maschinen	21.4 (-30.2)	48.6 (+9.5)	30.0 (+20.7)	-8.6		(-50.9)
Konsum/Handel	13.5 (-24.3)	59.6 (+10.4)	26.9 (+13.9)	-13.4		(-38.2)
Bau	14.5 (-17.5)	56.6 (+6.6)	28.9 (+10.9)	-14.4		(-28.4)
Versorger	7.0 (-1.9)	42.6 (-0.9)	50.4 (+2.8)	-43.4		(-4.7)
Dienstleister	16.1 (-13.7)	69.4 (+4.1)	14.5 (+9.6)	1.6		(-23.3)
Telekommunikation	9.4 (-6.0)	70.9 (-1.9)	19.7 (+7.9)	-10.3		(-13.9)
Inform.-Technologien	22.4 (-15.7)	60.6 (+5.7)	17.0 (+10.0)	5.4		(-25.7)

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 8.8.2011 - 22.8.2011 beteiligten sich 286 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