

# ZEW Finanzmarktreport

Jahrgang 19 · März 2011

Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten

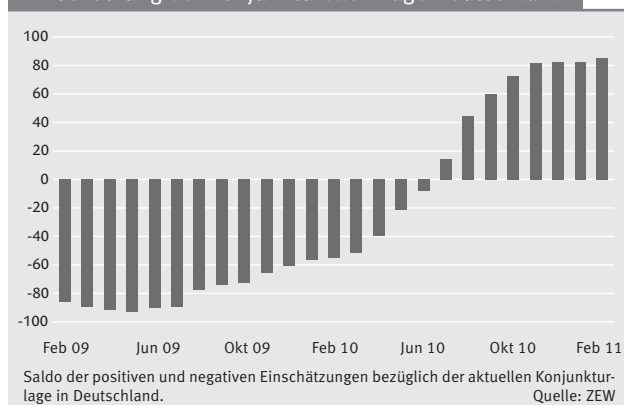
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 31.01-14.02.2011 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 18.02.2011) wiedergegeben.

## Positive Entwicklung setzt sich fort

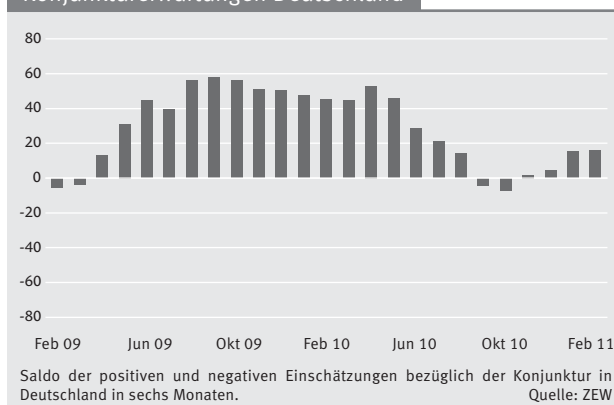
Mit einem Anstieg um lediglich 0,3 Punkte im Vergleich zum Vormonat zeigen sich die ZEW Konjunkturerwartungen im Februar 2011 nahezu konstant. Der entsprechende Saldo liegt nun bei 15,7 Punkten und drückt aus, dass der Anteil der Optimisten unter den befragten Finanzmarktexperten den der Pessimisten übersteigt. Die Befragten bestätigen somit ihre Einschätzung des Vormonats, nach der die Aufwärtchancen derzeit die Abwärtsrisiken überwiegen. Die jüngsten Meldungen zu einer Abschwächung des Wachstums im 4. Quartal 2010 dürften somit keine Trendwende im Konjunkturaufschwung ankündigen. Vielmehr lassen sich etwa die niedrigere Industrieproduktion und die schwächeren Auftragseingänge im Dezember 2010 durch Sondereffekte aufgrund von winterlichen Temperaturen bzw. einem besonders starken Vormonat erklären. Dass inzwischen fast zwei Drittel der Befragten der Meinung sind, dass keine Änderung der wirtschaftlichen Lage zu erwarten ist, stimmt hoffnungsvoll: Die Kapazitätsauslastung der deutschen Unternehmen ist inzwischen wieder auf einem Wert angekommen, der über ihrem historischen Mittel der letzten zehn Jahre liegt. Dies dürfte auch die Bewertung der gegenwärtigen Lage durch die Finanzmarktexperten beeinflussen. Diese erreicht mit einem Saldo von 85,2 Punkten den viertbesten Monatswert seit der ersten Erhebung des Finanzmarkttests im Dezember 1991.

Das Meinungsbild, das von einer robusten Konjunkturentwicklung in Deutschland ausgeht, hat sich nicht zuletzt auch des-

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



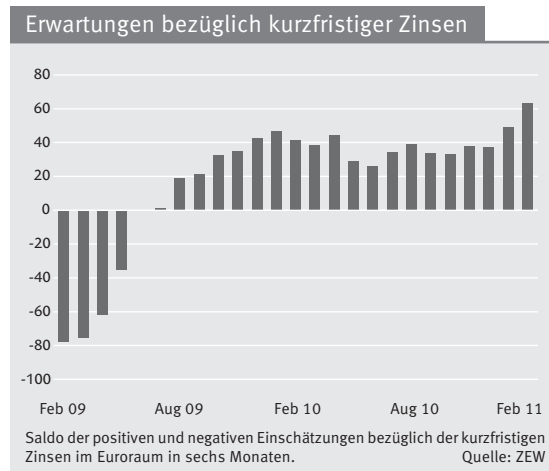
Konjunkturerwartungen Deutschland



wegen gefestigt, weil die Finanzmarktexperten sehr unterschiedlichen Branchen positive Geschäftsaussichten bescheinigen: Dass etwa in Bezug auf die Gewinnaussichten neben dem exportorientierten Sektor Maschinenbau mittlerweile auch der Sektor Konsum/Handel eine Spitzenposition einnimmt, zeigt, dass sich der Aufschwung in Deutschland inzwischen verbreitert hat. Impulse für die deutsche Konjunktur gehen somit nicht allein vom Außenhandel, sondern auch von der Binnennachfrage aus. Die Konjunkturerwartungen dürften sich für Deutschland auch deswegen stabilisiert haben, weil sich inzwischen auch für die USA (siehe Seite 2) und für die gesamte Eurozone Lage und Erwartungen nach Auffassung der Finanzmarktexperten positiv entwickelt haben. Während die Sorgen bezüglich der Robustheit des gegenwärtigen Aufschwungs derzeit abnehmen, wird die Inflation zunehmend zum Thema. Im Januar haben sich die Preise in Deutschland im Jahresvergleich um zwei Prozent erhöht, vor allem auf Grund von gestiegenen Energiepreisen. Dieser Preisanstieg vor dem Hintergrund der florierenden Konjunktur in Deutschland birgt die Gefahr von Zweitrundeneffekten in sich. Als Folge der zunehmenden Inflation und Leitzinserhöhungen erhöht sich nach Auffassung der Experten die Wahrscheinlichkeit, dass die langfristigen Zinsen in Deutschland steigen werden. Dies kann dann durchaus auch konjunkturelle Auswirkungen haben: Steigende Zinsen erhöhen die Kosten von Investitionen, so dass entsprechende Ausgaben nicht mehr getätigt werden können.

Christian D. Dick

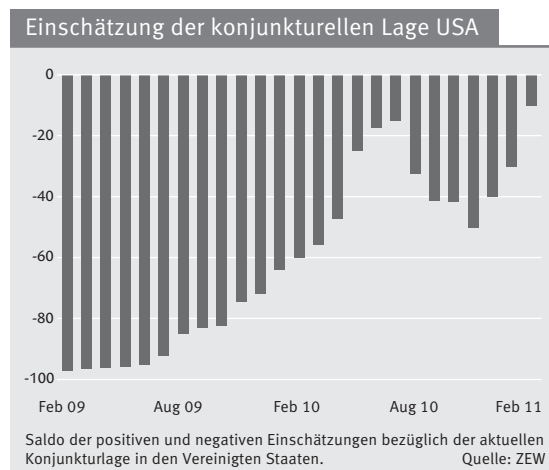
## EZB: Reaktion auf Inflationsgefahr erwartet



Die Inflationsrate liegt derzeit in Deutschland bei zwei Prozent. Das stellt zwar keine Bedrohung für die Preisstabilität dar, zumal die Europäische Zentralbank (EZB) ein Inflationsziel von leicht unter zwei Prozent ausgegeben hat. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass nach Auffassung der vom ZEW befragten Finanzmarktexperten die Inflationsrate auf Sicht der nächsten sechs Monate weiter steigen wird. So ist im Februar der Saldo der Inflationserwartungen für Deutschland um 5,7 Punkte auf 69,8 Punkte geklettert. Dies gibt zu denken: Zentralbanken sehen sich in ihrem Handlungsspielraum eingeschränkt, wenn die Marktakteure dauerhaft mit hohen Inflationsraten rechnen. Dass nun die Finanzmarktexperten mit einer großen Mehrheit von fast zwei Dritteln mit steigenden kurzfristigen Zinsen in der Eurozone rechnen, hängt wohl vor allem damit zusammen, dass sie der EZB ein entschlossenes Vorgehen gegen aufkommende Inflationsgefahren zutrauen.

*Christian D. Dick*

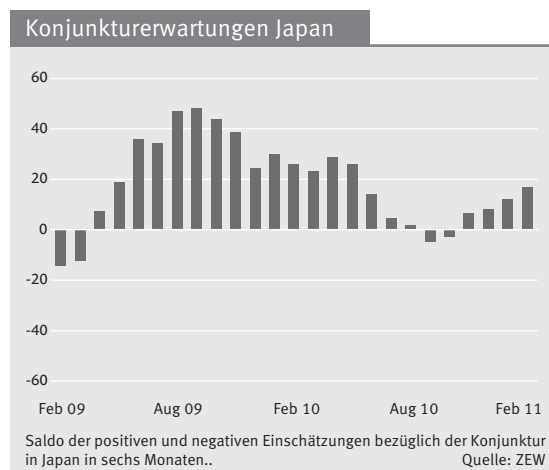
## USA: Lageeinschätzung deutlich verbessert



Der Aufschwung in den Vereinigten Staaten scheint sich zu festigen. Die aktuelle Nachrichtenlage deutet darauf hin, dass es der US-amerikanischen Wirtschaft besser geht als bislang angenommen. Deutlich belegt wird diese Entwicklung durch die jüngste Bankenumfrage der US-Notenbank. Sie ergab, dass sich sowohl die Kreditvergabekonditionen als auch die Nachfrage nach Bankkrediten im Schlussquartal 2010 verbessert haben. Auf einen guten Zustand der US-Konjunktur deuten darüber hinaus die jüngsten Anstiege des ISM Einkaufsmanagerindex, der Industrieproduktion und der Arbeitslöhne hin. Dieser Kanon positiver Neuigkeiten hat zu einer deutlich verbesserten Lageeinschätzung für die US-Wirtschaft geführt. Der entsprechende Saldo positiver und negativer Einschätzungen legt im Februar um 20,0 Punkte zu und steht nun bei minus 10,3 Punkten. Ebenso haben sich die Konjunkturerwartungen abermals leicht verbessert. Der entsprechende Saldo steigt um 2,8 auf 44,1 Punkte.

*Frieder Mokinski*

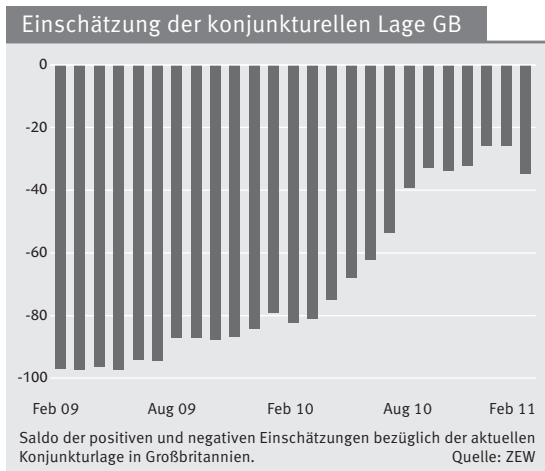
## Japan: Erwartungssaldo steigt



Im Schlussquartal 2010 verringerte sich das japanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) saisonbereinigt um 0,3 Prozent. Trotz dieses Rückgangs wuchs das japanische BIP auf Jahressicht um 3,9 Prozent. Nicht zu unterschätzen ist hierbei der Einfluss verschiedener kostspieliger Stimuli, mit denen unter anderem die japanische Bevölkerung dazu bewegt werden sollte, ihre Konsumausgaben zu erhöhen. Aufgrund der großzügigen Ausgabenpolitik und der dadurch angehäuften Schulden wurde die japanische Bonität von Standard & Poor's erst vor wenigen Wochen herabgestuft. Langfristig wird die japanische Regierung nicht umhin kommen, sich mit dem Schuldenproblem zu befassen. In Anbetracht ermutigender Entwicklungen in der monatlichen Außenhandelsstatistik und bei den Auftragseingängen für Ausrüstung trauen die Experten der japanischen Wirtschaft jedoch auf mittlere Sicht eine schnelle Rückkehr zu positiven Wachstumsraten zu. Der entsprechende Erwartungssaldo steigt im Februar um 4,9 Punkte auf 17,1 Punkte.

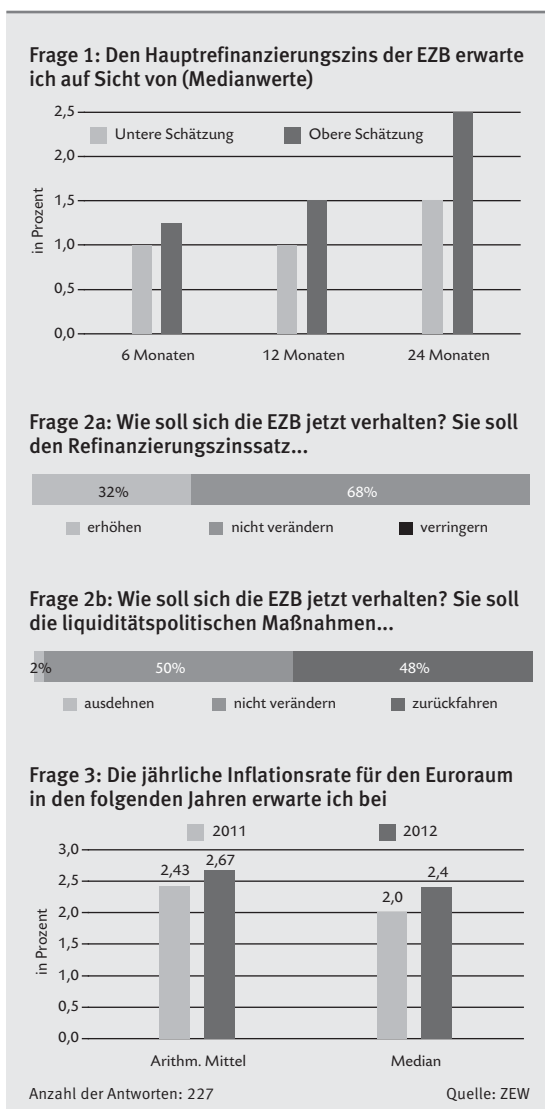
*Frieder Mokinski*

## Großbritannien: enttäuschte Hoffnungen



Erwartet wurde eine schwarze null vor dem Komma, herausgekommen ist eine rote. Das Wachstum des saisonbereinigten BIP im Schlussquartal 2010 fiel enttäuschend aus. Ursächlich waren schwache Entwicklungen beim Bau und den Dienstleistungen. Auch das Verbrauchervertrauen ließ im Dezember angesichts der anstehenden Mehrwertsteuererhöhung deutlich nach. Die Finanzmarktexperten scheinen durch die jüngste Entwicklung in ihren Hoffnungen enttäuscht worden zu sein: Ihre Lageeinschätzung hat sich im Februar deutlich verschlechtert. Der entsprechende Saldo fällt um 9,1 Punkte auf minus 34,7 Punkte. Gleichzeitig deuten Vorlaufindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes der Bau- und Dienstleistungsgewerbes darauf hin, dass die aktuelle Entwicklung nicht der Auftakt eines neuerlichen Einbruchs, sondern eine vorübergehende Wachstumsdelle ist. So scheinen das auch die Finanzmarktexperten zu sehen: Ihre Konjunkturerwartungen erhöhen sich um 6,0 Punkte. *Frieder Mokinski*

## Sonderfrage: Aktuelle Geldpolitik im Euroraum



Seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Oktober 2008 hat die Europäische Zentralbank (EZB) zahlreiche Maßnahmen gegen die Finanzkrise ergriffen. Ihre konventionellen Maßnahmen bestanden in Senkungen der Leitzinsen, die die Konjunktur stimulieren sollten. Die unkonventionellen Maßnahmen beinhalteten vor allem liquiditätspolitische Maßnahmen, die den Banken die Möglichkeit gaben, sich bei der EZB zu refinanzieren, als dies über den Interbankenmarkt nicht möglich war. Seit einiger Zeit normalisiert sich nun die konjunkturelle Situation, die Inflationsrisiken steigen und geringere Risikoprämien am Interbankenmarkt deuten darauf hin, dass sich der Handel an diesem normalisiert. Vor diesem Hintergrund wurden die Experten gefragt, welche künftigen geldpolitischen Schritte sie von Seiten der EZB erwarten und für wie angemessen sie diese halten.

Die Finanzmarktexperten meinen, dass die EZB die Geldpolitik künftig weniger expansiv gestalten wird, und die entsprechenden Änderungen nur allmählich umsetzen wird. So rechnen 80 Prozent der Befragten damit, dass die nächste Erhöhung des Hauptrefinanzierungssatzes in vier bis zwölf Monaten bevorsteht, im Median wird mit einer Zinserhöhung im Oktober 2011 gerechnet. Auf Sicht von einem Jahr gehen die Experten von einem Hauptrefinanzierungssatz zwischen 1,0 und 1,5 Prozent aus, auf Sicht von zwei Jahren beträgt das Intervall 1,5 und 2,5 Prozent. Der entsprechende Zins in der Mitte des Intervalls beträgt also im Februar 2012 1,25 Prozent und im Februar 2013 2,0 Prozent. Mit 2,0 Prozent würde der Leitzins dem niedrigsten Niveau entsprechen, das der Leitzins in der Phase vor Beginn der Finanzkrise angenommen hat. Eine Erhöhung des Refinanzierungssatzes betrachten 32 Prozent der Experten als angemessen, 68 Prozent sind der Ansicht, dass für die nahe Zukunft das aktuelle Niveau von einem Prozent angemessen ist. Hinsichtlich der liquiditätspolitischen Maßnahmen ist genau die Hälfte der Experten der Ansicht, dass diese zunächst im aktuellen Umfang beibehalten werden sollten, 48 Prozent sprechen sich hingegen für ein Zurückfahren dieser unkonventionellen Maßnahmen aus. Die Inflationsrisiken nehmen den Experten zufolge mittelfristig eindeutig zu. So erwarten sie im Median für 2012 eine Inflationsrate von 2,4 Prozent. *Sandra Schmidt, Frieder Mokinski*

ZEW - Finanzmarkttest Februar 2011: Belegung der Antwortkategorien						
Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo		
Euroraum	14.0 (+ 5.1)	78.1 (+ 2.0)	7.9 (- 7.1)	6.1 (+12.2)		
Deutschland	86.0 (+ 2.5)	13.2 (- 2.6)	0.8 (+ 0.1)	85.2 (+ 2.4)		
USA	11.7 (+ 8.5)	66.3 (+ 3.0)	22.0 (-11.5)	-10.3 (+20.0)		
Japan	6.8 (+ 0.3)	62.7 (+ 0.9)	30.5 (- 1.2)	-23.7 (+ 1.5)		
Großbritannien	3.2 (- 0.6)	58.9 (- 7.9)	37.9 (+ 8.5)	-34.7 (- 9.1)		
Frankreich	16.8 (+ 6.3)	72.2 (- 4.1)	11.0 (- 2.2)	5.8 (+ 8.5)		
Italien	4.3 (+ 0.9)	68.5 (- 2.4)	27.2 (+ 1.5)	-22.9 (- 0.6)		
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Euroraum	35.9 (+ 0.8)	57.7 (+ 2.5)	6.4 (- 3.3)	29.5 (+ 4.1)		
Deutschland (=ZEW Indikator)	26.3 (- 0.5)	63.1 (+ 1.3)	10.6 (- 0.8)	15.7 (+ 0.3)		
USA	52.1 (+ 1.5)	39.9 (- 0.2)	8.0 (- 1.3)	44.1 (+ 2.8)		
Japan	24.4 (+ 2.2)	68.3 (+ 0.5)	7.3 (- 2.7)	17.1 (+ 4.9)		
Großbritannien	33.4 (+ 3.2)	57.7 (- 0.4)	8.9 (- 2.8)	24.5 (+ 6.0)		
Frankreich	31.0 (- 0.2)	60.3 (+ 2.4)	8.7 (- 2.2)	22.3 (+ 2.0)		
Italien	27.7 (+ 0.6)	62.7 (+ 0.5)	9.6 (- 1.1)	18.1 (+ 1.7)		
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	71.7 (+11.8)	21.1 (-15.1)	7.2 (+ 3.3)	64.5 (+ 8.5)		
Deutschland	75.1 (+ 8.1)	19.6 (-10.5)	5.3 (+ 2.4)	69.8 (+ 5.7)		
USA	77.0 (+ 6.7)	20.3 (- 7.2)	2.7 (+ 0.5)	74.3 (+ 6.2)		
Japan	41.1 (+ 7.7)	56.8 (- 7.9)	2.1 (+ 0.2)	39.0 (+ 7.5)		
Großbritannien	66.2 (+11.1)	27.8 (-12.2)	6.0 (+ 1.1)	60.2 (+10.0)		
Frankreich	69.7 (+10.3)	25.1 (-12.1)	5.2 (+ 1.8)	64.5 (+ 8.5)		
Italien	69.7 (+10.7)	25.1 (-11.7)	5.2 (+ 1.0)	64.5 (+ 9.7)		
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	63.9 (+14.3)	35.7 (-14.3)	0.4 (+/- 0.0)	63.5 (+14.3)		
USA	49.4 (+12.1)	50.6 (-11.4)	0.0 (- 0.7)	49.4 (+12.8)		
Japan	22.2 (+ 3.2)	77.0 (- 3.6)	0.8 (+ 0.4)	21.4 (+ 2.8)		
Großbritannien	54.4 (+13.2)	45.6 (-12.8)	0.0 (- 0.4)	54.4 (+13.6)		
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Deutschland	73.2 (+ 0.6)	21.9 (- 1.5)	4.9 (+ 0.9)	68.3 (- 0.3)		
USA	71.4 (- 2.9)	24.4 (+ 0.5)	4.2 (+ 2.4)	67.2 (- 5.3)		
Japan	41.8 (+ 0.1)	55.7 (- 1.8)	2.5 (+ 1.7)	39.3 (- 1.6)		
Großbritannien	67.6 (- 0.9)	28.8 (+/- 0.0)	3.6 (+ 0.9)	64.0 (- 1.8)		
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
STOXX 50 (Euroraum)	64.9 (- 2.4)	23.9 (+ 0.2)	11.2 (+ 2.2)	53.7 (- 4.6)		
DAX (Deutschland)	65.2 (- 7.4)	22.5 (+ 4.4)	12.3 (+ 3.0)	52.9 (-10.4)		
TecDax (Deutschland)	64.1 (- 5.9)	24.1 (+ 3.2)	11.8 (+ 2.7)	52.3 (- 8.6)		
Dow Jones Industrial (USA)	60.6 (- 7.1)	25.7 (+ 4.0)	13.7 (+ 3.1)	46.9 (-10.2)		
Nikkei 225 (Japan)	53.0 (- 5.1)	35.0 (+ 2.7)	12.0 (+ 2.4)	41.0 (- 7.5)		
FT-SE-100 (Großbritannien)	56.3 (- 6.1)	29.0 (+ 1.1)	14.7 (+ 5.0)	41.6 (-11.1)		
CAC-40 (Frankreich)	61.2 (- 4.7)	25.6 (+ 1.5)	13.2 (+ 3.2)	48.0 (- 7.9)		
MIStel (Italien)	53.1 (- 7.0)	34.5 (+ 4.8)	12.4 (+ 2.2)	40.7 (- 9.2)		
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo		
Dollar	25.7 (+ 1.9)	30.8 (- 2.8)	43.5 (+ 0.9)	-17.8 (+ 1.0)		
Yen	11.8 (- 0.4)	47.6 (- 0.2)	40.6 (+ 0.6)	-28.8 (- 1.0)		
Brit. Pfund	16.6 (- 0.7)	50.6 (+ 0.2)	32.8 (+ 0.5)	-16.2 (- 1.2)		
Schw. Franken	22.9 (- 4.3)	37.1 (- 0.3)	40.0 (+ 4.6)	-17.1 (- 8.9)		
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Öl (Nordsee Brent)	55.0 (- 5.1)	29.0 (+ 1.0)	16.0 (+ 4.1)	39.0 (- 9.2)		
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Banken	37.5 (- 0.4)	48.9 (+ 1.1)	13.6 (- 0.7)	23.9 (+ 0.3)		
Versicherungen	30.5 (+ 2.8)	54.9 (- 2.4)	14.6 (- 0.4)	15.9 (+ 3.2)		
Fahrzeuge	57.3 (- 1.5)	35.0 (+ 0.7)	7.7 (+ 0.8)	49.6 (- 2.3)		
Chemie/Pharma	58.0 (- 3.9)	38.6 (+ 3.4)	3.4 (+ 0.5)	54.6 (- 4.4)		
Stahl/NE-Metalle	53.2 (+ 0.1)	36.8 (- 2.7)	10.0 (+ 2.6)	43.2 (- 2.5)		
Elektro	55.2 (- 2.9)	41.3 (+ 2.7)	3.5 (+ 0.2)	51.7 (- 3.1)		
Maschinen	65.9 (- 3.9)	30.2 (+ 3.7)	3.9 (+ 0.2)	62.0 (- 4.1)		
Konsum/Handel	61.4 (- 3.0)	35.1 (+ 4.4)	3.5 (- 1.4)	57.9 (- 1.6)		
Bau	38.7 (- 3.8)	53.6 (+ 7.3)	7.7 (- 3.5)	31.0 (- 0.3)		
Versorger	26.8 (- 2.9)	62.9 (+ 4.6)	10.3 (- 1.7)	16.5 (- 1.2)		
Dienstleister	41.9 (- 0.8)	53.7 (- 0.7)	4.4 (+ 1.5)	37.5 (- 2.3)		
Telekommunikation	19.4 (- 2.7)	72.0 (+ 1.9)	8.6 (+ 0.8)	10.8 (- 3.5)		
Inform.-Technologien	53.6 (- 1.4)	41.6 (+ 1.2)	4.8 (+ 0.2)	48.8 (- 1.6)		

Bemerkung: An der Februar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 31.1.2011 - 14.2.2011 beteiligten sich 267 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, 2009

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