

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 27.02.2012 – 12.3.2012 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 16.03.2012) wiedergegeben.

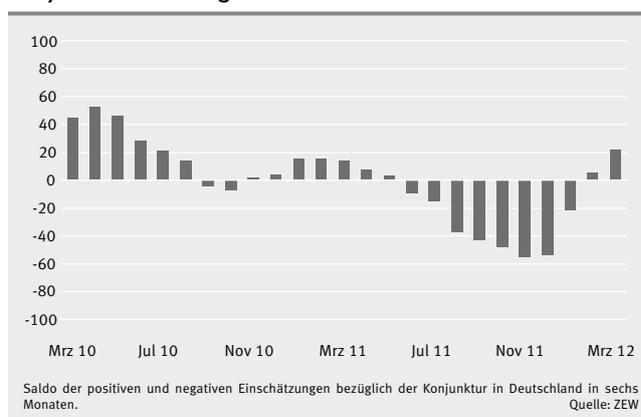
## Positive Konjunkturerwartungen festigen sich

Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im März 2012 um 16,9 Punkte gestiegen und notieren nun bei 22,3 Punkten. Dies ist der vierte Anstieg in Folge; er macht deutlich, dass sich der positive Ausblick für Deutschland aus Sicht der ZEW Finanzmarktexperten festigt.

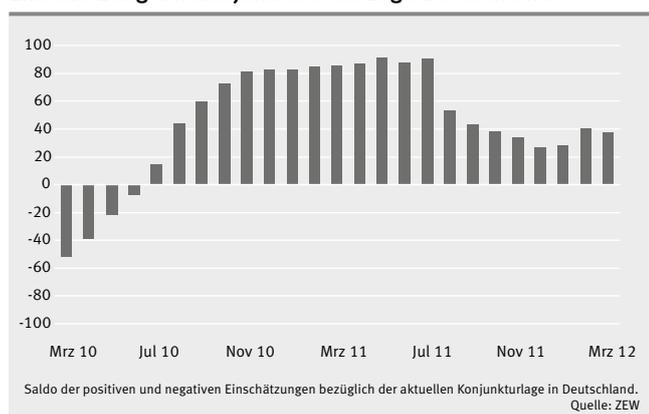
Als im vergangenen Monat die ZEW Konjunkturerwartungen erstmals seit Mai 2011 wieder in den positiven Bereich kletterten, wurde dies als ein beruhigendes Zeichen vor dem Hintergrund des relativ schwachen vierten Quartals 2011 gesehen. Die ZEW Konjunkturerwartungen vom März 2012 untermauern diese Erwartung: Die Anzahl derer, die mit einer weiteren Verschlechterung der Wirtschaftslage in Deutschland auf Sicht eines halben Jahres rechnen, ist mit 13,5 Prozent in eine deutliche Minderheitenposition gerückt. Im Februar rechneten noch fast 24 Prozent, im Januar sogar beinahe 40 Prozent der Befragten mit einem solchen Szenario. Umgekehrt steigt die die Anzahl der Experten, die mit einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage im gleichen Zeitraum rechnen, um 6,6 Prozentpunkte auf 35,8 Prozent der Befragten an. Die ZEW Konjunkturerwartungen geben also zweifellos Anlass zu einem gewissen Optimismus. Gleichwohl zeigt der Umstand, dass die Mehrheit der Befragten (50,7 Prozent) mit einer unveränderten Situation auf Sicht der nächsten sechs Monate rechnet, dass die konjunkturellen Bäume nicht gleich in den Himmel wachsen.

In der Tat liegen in der schwachen Konjunkturerwicklung vieler anderer europäischer Staaten weiterhin erhebliche Risiken für die deutsche Volkswirtschaft. Daran ändert sich auch nichts da-

Konjunkturerwartungen Deutschland



Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland

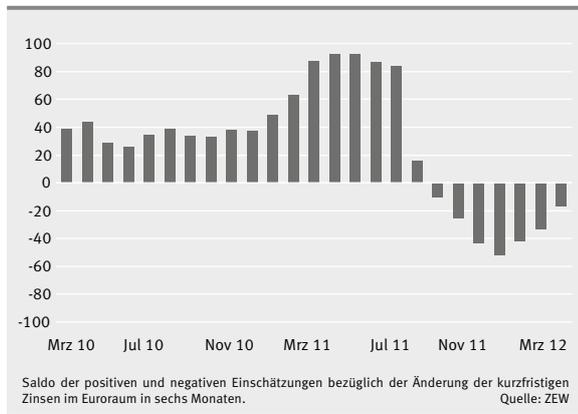


durch, dass auf den Finanzmärkten bezüglich des Themas „Euro-Krise“ derzeit eine gewisse Beruhigung eingesetzt zu haben scheint: Dass andere Länder in der Eurozone und auch Großbritannien aktuell eine ausgeprägte konjunkturelle Schwäche durchleben, dürfte sich nämlich besonders für die exportorientierten Branchen in Deutschland nachteilig auswirken. Vor diesem Hintergrund stimmt es bedenklich, dass der Lageindikator für die gesamte Eurozone (inkl. Deutschland) mit minus 48,4 Punkten auf einem niedrigen Niveau verharret. Dass sich die Konjunkturerwartungen für die gesamte Eurozone in diesem Monat mit plus 19,1 Punkten auf 11,0 Punkte verbessern konnten, ist angesichts der schlechten Lageeinschätzung nur ein kleiner Lichtblick. Für Großbritannien sieht die Lageeinschätzung mit einem Saldo von minus 57,9 Punkten im März noch düsterer aus. Dass sich die wirtschaftliche Lage bislang in Deutschland deutlich besser darstellt als in der Eurozone, hängt nicht zuletzt auch mit der Binnenkonjunktur zusammen, die schon im Jahr 2011 eine wichtige Stütze der Volkswirtschaft war. Diese Entwicklung dürfte sich nach Auffassung der befragten Experten auch im Laufe dieses Jahres weiter fortsetzen. Dies machen auch die Branchenerwartungen des ZEW Finanzmarkttest deutlich: Hier wird gefragt, ob sich nach Auffassung der Finanzmarktexperten die Geschäftssituation bestimmter Branchen auf Sicht eines halben Jahres verschlechtert oder verbessert. Für keine andere Branche gibt es diesbezüglich derartig viele Optimisten wie für die Branche Konsum und Handel – dicht gefolgt von der Bauwirtschaft.

Christian D. Dick

## EZB: Wachsamkeit bei Inflation geboten

Erwartungen bezüglich kurzfristiger Zinsen

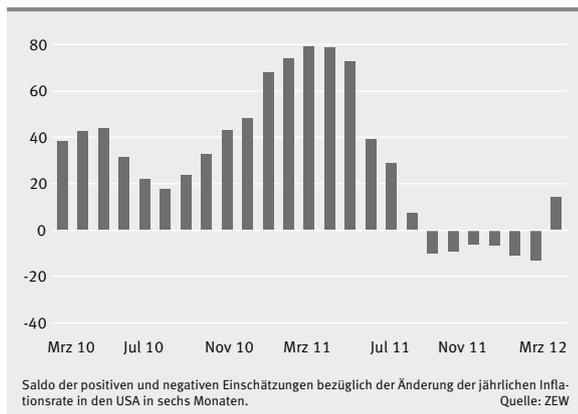


Immer mehr Umfrageteilnehmer rechnen auf Sicht von sechs Monaten damit, dass das Niveau der kurzfristigen Zinsen in der Eurozone unverändert bleiben wird. Mit 68,6 Prozent der Befragten ist diese Gruppe deutlich größer als die derjenigen, die mit einer weiteren Absenkung der Zinsen rechnet (24,3 Prozent). Das Zinsniveau ist bei einem Hauptrefinanzierungssatz der Europäischen Zentralbank (EZB) von einem Prozent auf historisch niedrigem Niveau; in den vergangenen Monaten schien allerdings manchen Beobachtern noch zusätzlicher Spielraum für die EZB nach unten zu bestehen. Wie der Finanzmarkttest im März zeigt, vertreten diese Erwartung nur noch wenige Finanzmarktexperten. Dazu dürfte auch die Tatsache beigetragen haben, dass sich die Inflationsrate derzeit mit 2,3 Prozent in Deutschland und 2,7 Prozent in der Eurozone hartnäckig über der Zielmarke von zwei Prozent festsetzt. Nur noch 31 Prozent der Befragten rechnen mit einem Rückgang der Inflationsrate auf Halbjahres-sicht – im Vormonat waren dies noch 50 Prozent.

Christian D. Dick

## USA: Inflationserwartungen steigen deutlich an

Inflationserwartungen USA

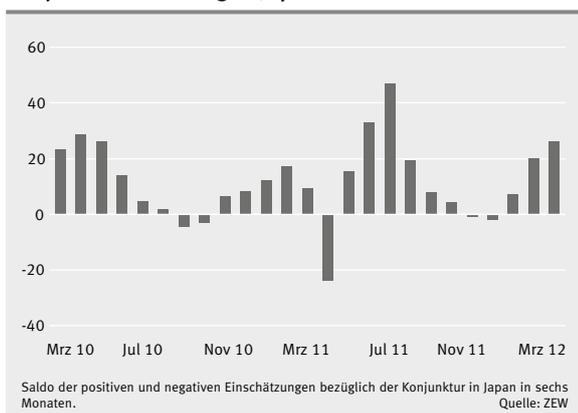


Die Finanzmarktexperten haben ihre Prognosen hinsichtlich der Entwicklung der jährlichen Inflationsrate in den kommenden sechs Monaten deutlich angehoben. Der entsprechende Saldo nimmt im März 2012 um 27,2 Punkte zu und steht nun bei 14,1 Punkten. Der Anstieg der Inflationserwartungen für die Vereinigten Staaten dürfte zwei Hauptursachen haben: Einerseits besteht das Risiko, dass die weiterhin äußerst expansive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank die Teuerung mittelfristig beschleunigt. Weil sich die konjunkturellen Perspektiven während der vergangenen Monate deutlich aufgehellt haben, ist dieses Risiko gestiegen. Wenngleich die positiven Konjunktursignale im zurückliegenden Monat etwas rarer gesät waren, so waren doch immerhin vom amerikanischen Arbeitsmarkt positive Signale zu vernehmen. Andererseits dürfte die Entwicklung des Benzinpreises zum Anstieg bei den Inflationserwartungen beigetragen haben: Innerhalb von vier Wochen ist dieser um etwa acht Prozent angestiegen.

Frieder Mokinski

## Japan: Konjunkturerwartungen im Aufwärtstrend

Konjunkturerwartungen Japan

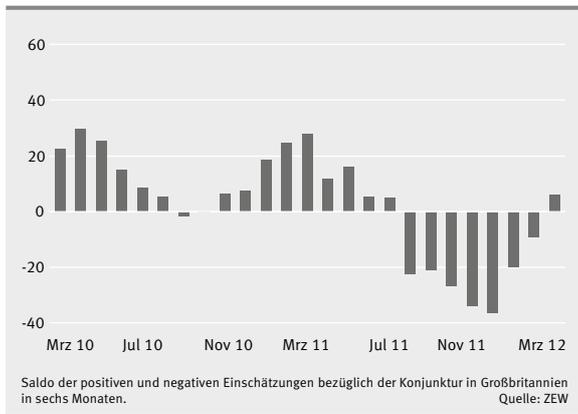


Die japanische Wirtschaft ist mit Schwung ins Jahr 2012 gestartet. So weist unter anderem die Industrieproduktion einen eindeutigen Aufwärtstrend auf: Den aktuellsten Zahlen zu Folge ist sie nun bereits zum zweiten Mal in Folge gewachsen: Im Januar 2012 legte sie um 2,0 Prozent zu, im Dezember 2011 war sie sogar um 4,1 Prozent gewachsen. Einer regelmäßig unter den Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes durchgeführten Umfrage zu Folge gehen die Betriebe davon aus, dass sich dieser Trend auch im Februar und März 2012 fortsetzen wird. Es spricht also vieles dafür, dass das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im ersten Quartal 2012 im Gegensatz zum vierten Quartal 2011 positiv ausfallen wird. Die Finanzmarktexperten scheinen davon auszugehen, dass sich diese positive Entwicklung auch mittelfristig fortsetzen wird. Hierauf deuten die Konjunkturerwartungen auf Sicht von sechs Monaten hin, die im März bereits zum dritten Mal in Folge gestiegen sind.

Frieder Mokinski

## Großbritannien: Konjunkturerwartungen weiter im Aufwind

### Konjunkturerwartungen Großbritannien

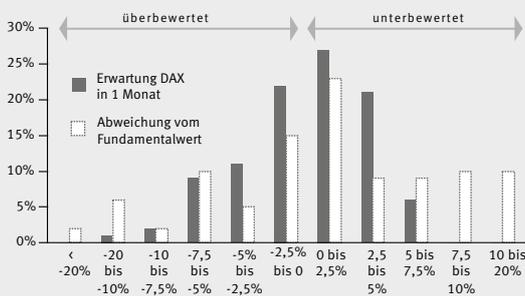


Obwohl die wichtigsten Konjunkturindikatoren in den vergangenen Wochen ein unklares Bild ablieferten, haben sich die Konjunkturerwartungen für das Vereinigte Königreich abermals verbessert. Der Saldo der positiven und negativen Erwartungen hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung im Vereinigten Königreich auf Sicht eines halben Jahres verbessert sich im März 2012 um 15,6 Punkte und steht nun bei 6,3 Punkten. Damit weist der Index erstmals seit Juli 2011 einen positiven Stand auf. Einerseits überrascht diese Entwicklung, weil viele vorlaufende Indikatoren aktuell eher auf eine gedämpfte Nachfrage nach britischen Gütern hindeuten. So waren zuletzt mehrere Einkaufsmanagerindizes deutlicher als erwartet zurückgegangen. Andererseits bleibt zu beachten, dass diese Indizes die britische Finanzbranche ausklammern. Die britischen Finanzinstitute hingegen dürften erheblich davon profitieren, dass die Eurokrise derzeit eine Atempause einlegt.

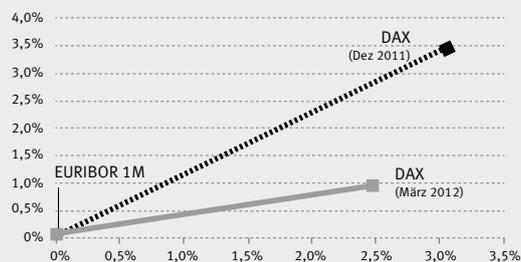
Frieder Mokinski

## Sonderfrage: DAX Index unterbewertet – kurzfristig Anstieg erwartet

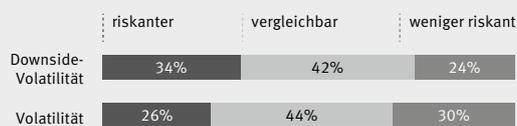
Frage 1: Geschätzte derzeitige Abweichung des DAX vom Fundamentalwert und Erwartungen über die Entwicklung des Indexes in 1 Monat



Frage 2: Geschätzte Kapitalmarktlinie für ein-monatige Anlage auf dem deutschen Aktienmarkt (März 2012 im Vergleich zu Dezember 2011)



Frage 3: Im Vergleich zu den vergangenen 6 Monaten ist eine DAX-Anlage für die nächsten 6 Monate...



Quelle: ZEW

Der deutsche Aktienmarktindex ist derzeit unterbewertet. Diese Einschätzung teilt mit 62 Prozent die Mehrheit der befragten Finanzmarktexperten. Auf Sicht eines Monats wird sich der DAX zwar in Richtung des Fundamentalwerts bewegen, dass dieser aber kurzfristig erreicht wird, ist nicht zu erwarten. Dies sind Ergebnisse der Sonderfrage in März. Des Weiteren wurden die Finanzmarktexperten gebeten, die Volatilität des deutschen Aktienmarktes auf Sicht eines Monats abzuschätzen.

Der DAX weicht derzeit von seinem fundamental begründeten, fairen Wert (Fundamentalwert) um minus 1,9 Prozent ab. Die Mehrheit der Experten (62 Prozent) hält den Index damit für unterbewertet. Dabei befürchtet ein Zehntel der befragten Experten, dass die Abweichung vom Fundamentalwert stark ist (über 11 Prozent). Im Median liegen die Erwartungen der Experten zur Entwicklung des DAX in den kommenden vier Wochen bei 0,9 Prozent – eine ungenügende Bewegung um die Lücke zum Fundamentalwert zu schließen. Dabei ist fast die Hälfte der Experten (45 Prozent) der Meinung, dass der DAX im nächsten Monat sogar sinken wird und dadurch kurzfristig noch stärker vom fairen Wert abweichen wird. Dieses Ergebnis ist wenig überraschend, schließlich haben akademische Studien eine Abkopplung des Aktienmarktes von dessen makroökonomischen Fundamentalvariablen in der kurzen Frist dokumentiert.

Die erwartete kurzfristige Rendite des DAX ist im Vergleich zum Dezember 2011 von 3,1 Prozent auf 0,9 Prozent gesunken. Allerdings hat auch die geschätzte Volatilität des Indexes von 3,1 Prozent auf 2,7 Prozent abgenommen. Demzufolge schätzen die Experten eine einmonatige Anlage im deutschen Aktienmarkt heute als etwas weniger riskant ein als noch vor drei Monaten. Ähnliches ergibt sich aus den Erwartungen der Experten auf einen mittelfristigen Anlagehorizont von sechs Monaten. Während die Mehrheit von 44 Prozent der Umfrageteilnehmer die Volatilität einer DAX-Anlage als unverändert im Vergleich zu den letzten sechs Monaten antizipiert, sind rund 29 Prozent der Befragten der Meinung, dass die Volatilität gesunken ist. Betrachtet man aber als alternatives Risikomaß die Downside-Volatilität einer DAX-Anlage, so vertreten die Experten stärker die Meinung, dass die Risiken im Vergleich zu den letzten sechs Monaten gestiegen sind. Experten erwarten demzufolge derzeit mehr Risiken als Chancen auf dem deutschen Aktienmarkt.

Zwetelina Iliewa

ZEW - Finanzmarkttest März 2012: Belegung der Antwortkategorien						
Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo		
Euroraum	2.5 (+/- 0.0)	46.6 (+ 0.7)	50.9 (- 0.7)	-48.4	(+ 0.7)	
Deutschland	42.2 (- 2.7)	53.2 (+ 2.7)	4.6 (+/- 0.0)	37.6	(- 2.7)	
USA	9.0 (+ 0.7)	77.3 (+ 2.4)	13.7 (- 3.1)	-4.7	(+ 3.8)	
Japan	1.9 (+ 1.1)	52.2 (- 1.6)	45.9 (+ 0.5)	-44.0	(+ 0.6)	
Großbritannien	1.1 (- 0.1)	39.9 (+ 5.1)	59.0 (- 5.0)	-57.9	(+ 4.9)	
Frankreich	3.7 (+ 1.8)	63.3 (+ 6.2)	33.0 (- 8.0)	-29.3	(+ 9.8)	
Italien	0.7 (+ 0.3)	23.8 (+ 6.2)	75.5 (- 6.5)	-74.8	(+ 6.8)	
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Euroraum	31.1 (+ 7.2)	48.8 (+ 4.7)	20.1 (-11.9)	11.0	(+19.1)	
Deutschland (=ZEW Indikator)	35.8 (+ 6.6)	50.7 (+ 3.7)	13.5 (-10.3)	22.3	(+16.9)	
USA	44.2 (+ 0.1)	48.0 (+ 1.8)	7.8 (- 1.9)	36.4	(+ 2.0)	
Japan	34.5 (+ 6.9)	57.2 (- 7.7)	8.3 (+ 0.8)	26.2	(+ 6.1)	
Großbritannien	19.8 (+ 4.7)	66.4 (+ 5.9)	13.8 (-10.6)	6.0	(+15.3)	
Frankreich	22.9 (+ 4.6)	57.8 (+ 7.4)	19.3 (-12.0)	3.6	(+16.6)	
Italien	19.2 (+ 3.5)	57.9 (+ 7.9)	22.9 (-11.4)	-3.7	(+14.9)	
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	26.5 (+15.7)	42.4 (+ 2.1)	31.1 (-17.8)	-4.6	(+33.5)	
Deutschland	26.7 (+15.2)	43.8 (+ 5.7)	29.5 (-20.9)	-2.8	(+36.1)	
USA	30.9 (+15.2)	52.3 (- 3.2)	16.8 (-12.0)	14.1	(+27.2)	
Japan	19.6 (+10.3)	75.0 (- 7.6)	5.4 (- 2.7)	14.2	(+13.0)	
Großbritannien	26.3 (+11.4)	50.8 (+ 3.9)	22.9 (-15.3)	3.4	(+26.7)	
Frankreich	26.5 (+16.9)	47.4 (+ 2.2)	26.1 (-19.1)	0.4	(+36.0)	
Italien	25.4 (+14.0)	46.2 (+ 4.0)	28.4 (-18.0)	-3.0	(+32.0)	
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	7.1 (+ 1.7)	68.6 (+12.8)	24.3 (-14.5)	-17.2	(+16.2)	
USA	7.9 (+ 4.3)	88.1 (- 3.9)	4.0 (- 0.4)	3.9	(+ 4.7)	
Japan	3.8 (+ 1.9)	94.7 (- 2.2)	1.5 (+ 0.3)	2.3	(+ 1.6)	
Großbritannien	6.9 (+ 2.1)	82.1 (+ 2.3)	11.0 (- 4.4)	-4.1	(+ 6.5)	
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Deutschland	56.6 (- 0.6)	40.9 (+ 2.4)	2.5 (- 1.8)	54.1	(+ 1.2)	
USA	53.1 (+ 3.9)	46.2 (- 1.3)	0.7 (- 2.6)	52.4	(+ 6.5)	
Japan	28.6 (+ 3.7)	71.0 (- 2.9)	0.4 (- 0.8)	28.2	(+ 4.5)	
Großbritannien	42.7 (+ 2.6)	54.7 (+ 0.5)	2.6 (- 3.1)	40.1	(+ 5.7)	
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
STOXX 50 (Euroraum)	41.6 (+ 3.1)	39.3 (- 1.2)	19.1 (- 1.9)	22.5	(+ 5.0)	
DAX (Deutschland)	50.2 (+ 8.4)	31.2 (- 8.7)	18.6 (+ 0.3)	31.6	(+ 8.1)	
TecDax (Deutschland)	43.2 (+ 3.9)	38.4 (- 3.4)	18.4 (- 0.5)	24.8	(+ 4.4)	
Dow Jones Industrial (USA)	52.3 (+ 7.9)	30.7 (- 9.1)	17.0 (+ 1.2)	35.3	(+ 6.7)	
Nikkei 225 (Japan)	39.0 (+ 0.6)	44.1 (- 3.5)	16.9 (+ 2.9)	22.1	(- 2.3)	
FT-SE-100 (Großbritannien)	29.8 (+ 3.1)	51.2 (- 2.1)	19.0 (- 1.0)	10.8	(+ 4.1)	
CAC-40 (Frankreich)	32.3 (+ 1.5)	46.6 (+ 0.9)	21.1 (- 2.4)	11.2	(+ 3.9)	
MBTel (Italien)	29.0 (+ 0.4)	46.9 (+ 0.4)	24.1 (- 0.8)	4.9	(+ 1.2)	
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo		
Dollar	32.4 (- 0.8)	32.5 (+ 0.8)	35.1 (+/- 0.0)	-2.7	(- 0.8)	
Yen	14.8 (- 2.8)	47.1 (- 1.3)	38.1 (+ 4.1)	-23.3	(- 6.9)	
Brit. Pfund	13.6 (- 0.1)	48.6 (- 2.0)	37.8 (+ 2.1)	-24.2	(- 2.2)	
Schw. Franken	4.7 (+ 0.5)	74.8 (+ 4.0)	20.5 (- 4.5)	-15.8	(+ 5.0)	
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Öl (Nordsee Brent)	38.3 (+ 1.6)	37.9 (- 7.5)	23.8 (+ 5.9)	14.5	(- 4.3)	
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Banken	20.8 (+ 5.5)	40.2 (+ 5.5)	39.0 (-11.0)	-18.2	(+16.5)	
Versicherungen	17.7 (+ 6.5)	43.9 (- 0.7)	38.4 (- 5.8)	-20.7	(+12.3)	
Fahrzeuge	18.4 (+ 0.4)	58.2 (- 3.7)	23.4 (+ 3.3)	-5.0	(- 2.9)	
Chemie/Pharma	29.1 (+ 5.1)	62.9 (- 3.9)	8.0 (- 1.2)	21.1	(+ 6.3)	
Stahl/NE-Metalle	21.0 (+ 3.0)	55.9 (+ 3.6)	23.1 (- 6.6)	-2.1	(+ 9.6)	
Elektro	22.5 (+ 6.4)	66.4 (- 3.9)	11.1 (- 2.5)	11.4	(+ 8.9)	
Maschinen	26.6 (- 0.6)	55.3 (+ 3.0)	18.1 (- 2.4)	8.5	(+ 1.8)	
Konsum/Handel	35.3 (+ 8.1)	52.1 (- 6.5)	12.6 (- 1.6)	22.7	(+ 9.7)	
Bau	32.3 (+ 7.1)	55.9 (+ 0.3)	11.8 (- 7.4)	20.5	(+14.5)	
Versorger	13.9 (+ 2.5)	57.4 (+ 0.9)	28.7 (- 3.4)	-14.8	(+ 5.9)	
Dienstleister	19.2 (- 5.6)	74.0 (+ 6.5)	6.8 (- 0.9)	12.4	(- 4.7)	
Telekommunikation	9.3 (- 2.5)	73.8 (+ 1.3)	16.9 (+ 1.2)	-7.6	(- 3.7)	
Inform.-Technologien	28.7 (- 0.8)	65.4 (+ 2.2)	5.9 (- 1.4)	22.8	(+ 0.6)	

Bemerkung: An der März-Umfrage des Finanzmarkttests vom 27.2.2012 - 12.3.2012 beteiligten sich 285 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.



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