

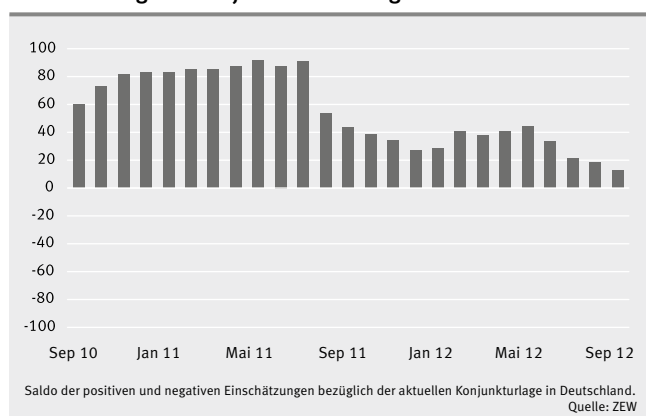
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 400 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 31.8.2012 – 17.9.2012 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 21.9.2012) wiedergegeben.

## Konjunkturerwartungen hellen sich leicht auf

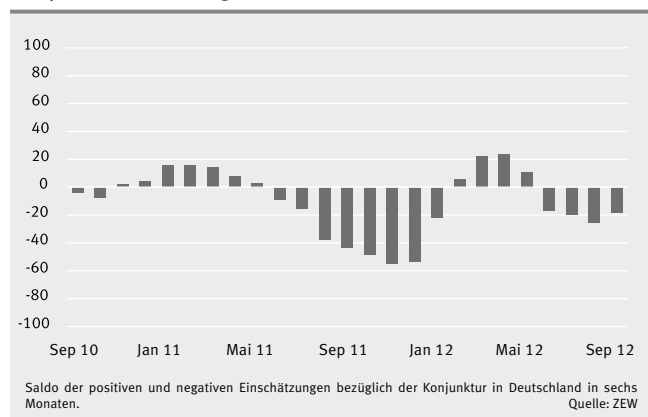
Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im September 2012 erstmalig seit April 2012 wieder gestiegen. Der entsprechende Indikator notiert um 7,3 Punkte höher als noch im Vormonat und befindet sich nun bei einem Stand von minus 18,2 Punkten. Während die Talfahrt der Konjunkturerwartungen somit vorerst gestoppt scheint, verschlechtert sich die Einschätzung der aktuellen Konjunkturlage in Deutschland erneut: Der entsprechende Indikator sinkt um 5,6 Punkte und notiert jetzt bei 12,6 Punkten. Damit ist die Gruppe der Experten, die die aktuelle Wirtschaftslage in Deutschland für „gut“ halten, auf gerade einmal ein Fünftel der Befragten abgeschmolzen – im Mai 2012 machte diese Gruppe noch fast die Hälfte der Befragten aus. Im Gegensatz dazu geben im September fast 70 Prozent der Befragten an, dass sie die derzeitige Lage der deutschen Wirtschaft als „normal“ einstufen.

Vor dem Hintergrund der Konjunkturabschwächung der letzten Monate ist der jüngste Anstieg der Erwartungen für Deutschland auf Halbjahressicht sicherlich erfreulich. Überbewerten sollte man ihn allerdings nicht: Zwar dürften die verbesserten konjunkturellen Aussichten für die anderen Länder der Eurozone (siehe unten) einen positiven Einfluss auf die Konjunkturerwartungen in Deutschland gehabt haben; allerdings entspricht die Höhe des Anstiegs der Konjunkturerwartungen (plus 7,3 Punkte) in etwa der Höhe des Rückgangs der Lageeinschätzung (minus 5,6 Punkte). Der Anstieg der Konjunkturerwartungen dürfte somit zumindest teilweise auch eine „technische“ Reaktion auf die verschlechterte Lageeinschätzung sein: Finanzmarktexper-

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



### Konjunkturerwartungen Deutschland



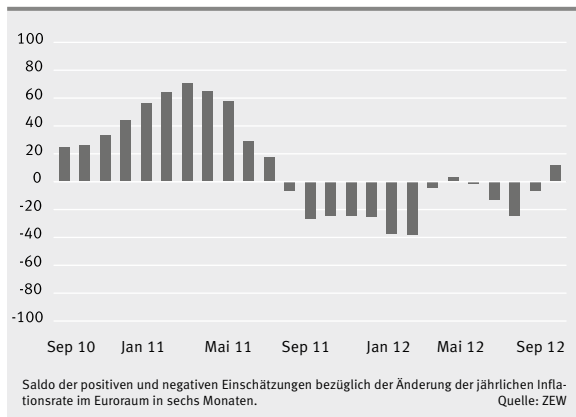
ten, die ihre Einschätzung der Lage von „gut“ auf „normal“ revidieren, werden möglicherweise die zuvor erwartete Verschlechterung der Lage als bestätigt ansehen. Wenn sie nachfolgend nicht mit einer weiteren Verschlechterung rechnen, werden sie ihre Einschätzung von „verschlechtern“ auf „gleichbleibend“ hochstufen. Dementsprechend ist der Anstieg der Konjunkturerwartungen für Deutschland wohl eher kein Ausdruck einer neuerlichen Wende zur Konjunkturverbesserung. Denn nach wie vor trägt der Indikator ein negatives Vorzeichen, was erkennen lässt, dass sich die deutsche Wirtschaft nach Auffassung der befragten Finanzmarktexperten auf Sicht der nächsten sechs Monate weiter abkühlen wird.

Deutlich verbessert hat sich die Einschätzung des konjunkturellen Ausblicks für die gesamte Eurozone. Der entsprechende Indikator steigt im September von minus 21,4 Punkten auf minus 3,8 Punkte. Zu dieser Verbesserung dürfte die Ankündigung der Europäischen Zentralbank, unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen, beigetragen haben. Es gilt bei dieser Entwicklung allerdings zu beachten, dass die Mehrheit der vom ZEW Befragten (54,8 Prozent) mit einer unveränderten Lage auf Sicht der nächsten sechs Monate rechnet. Dies stimmt wenig hoffnungsfroh, zumal die Einschätzung der Wirtschaftslage in der Eurozone im September nach Auffassung der Finanzmarktexperten praktisch unverändert bei minus 76,3 Punkten (minus 1,2 Punkte zum Vormonat) verharrt. Dieser – im Gegensatz zur Lageeinschätzung für Deutschland – stark negative Wert verdeutlicht die Ungleichgewichte in der Eurozone.

Christian D. Dick

## EZB: Inflationserwartungen steigen

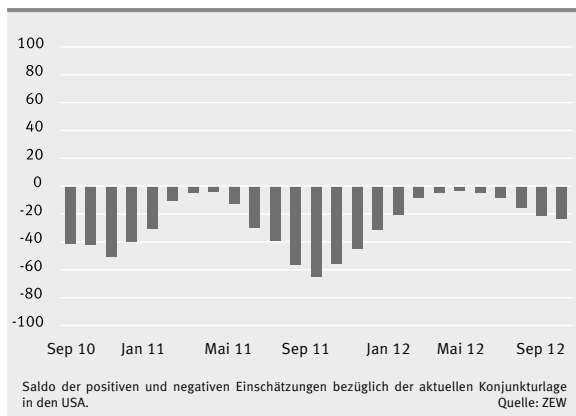
Erwartungen bezüglich Inflation



Die Anzahl der Finanzmarktexperten, die mit einer steigenden Inflationsrate in Deutschland auf Sicht von einem halben Jahr rechnen, ist im September vergleichsweise stark gestiegen: Der entsprechende Anteil der Experten erhöht sich um 10,1 Prozentpunkte auf nun 34,6 Prozent der Befragten. Der Auffassung, dass die derzeitige Inflationsrate in Deutschland in Höhe von 2,1 Prozent auf Sicht von sechs Monaten wieder fällt, sind nur 15 Prozent der Befragten. Ähnlich sehen die vom ZEW befragten Finanzmarktexperten auch die Entwicklung der Teuerungsrate in der gesamten Eurozone. Die Finanzmarktexperten zeigen sich somit überwiegend skeptisch, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Ziel, die Teuerungsrate unter zwei Prozent zu halten, erreichen kann. Dies mag darin begründet sein, dass die Politik der EZB derzeit expansiv ausgerichtet ist. Dementsprechend erwartet eine übergroße Mehrheit der Befragten einen weiteren Rückgang, zumindest aber eine Beibehaltung des aktuell niedrigen Niveaus der kurzfristigen Zinsen. Christian D. Dick

## USA: Konjunkturerwartungen legen leicht zu

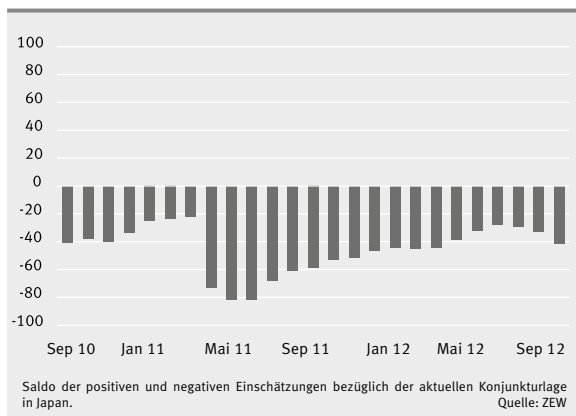
Einschätzung der konjunkturellen Lage



Die Erwartungen der vom ZEW befragten Finanzmarktexperten bezüglich der US-amerikanischen Konjunktur in sechs Monaten konnten im September im Saldo leicht zulegen. Der entsprechende Indikator steigt von 4,4 auf 9,5 Punkte. Es ist durchaus vorstellbar, dass auch die US-amerikanische Wirtschaft von der derzeitigen Beruhigung im Euroraum profitiert. Insgesamt bedeutet dieser Indikatorstand allerdings, dass der Anteil der Optimisten bezüglich der größten Volkswirtschaft der Welt nur geringfügig größer ist als der der Pessimisten. Eine Mehrheit der Finanzmarktexperten rechnet damit, dass die wirtschaftliche Situation auf Sicht von sechs Monaten unverändert bleiben wird. Diese Einschätzung ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass beinahe drei von vier Finanzmarktexperten (71,3 Prozent der Befragten) die wirtschaftliche Lage derzeit lediglich als „normal“ einschätzen. Unter dem Strich bedeutet dies, dass die Wachstumsschwäche der USA nach Auffassung der Finanzmarktexperten noch eine Weile anhalten wird. Christian D. Dick

## Japan: Lageeinschätzung erneut eingetrübt

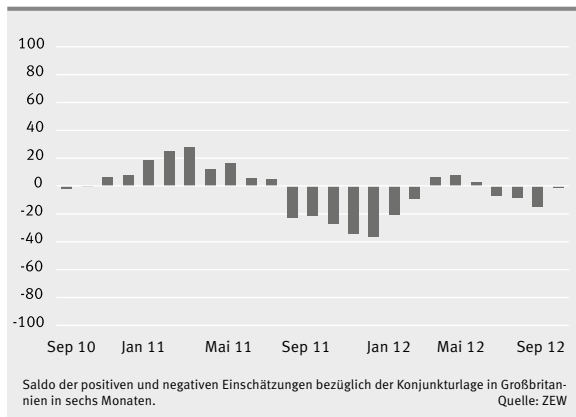
Einschätzung der konjunkturellen Lage



Die japanische Notenbank hat in ihrer jüngsten Sitzung die Ausweitung ihres Anleihekaufprogramms beschlossen, um der schwächelnden japanischen Wirtschaft auf die Sprünge zu helfen. Als Grund für diese Maßnahme gibt die Zentralbank an, dass sich das noch in der ersten Jahreshälfte erfreuliche Wachstum inzwischen deutlich verringert habe. Diese Einschätzung wird auch von den Finanzmarktexperten geteilt: Der Saldo zur Einschätzung der wirtschaftlichen Lage in Japan ist im September um 8,4 Punkte auf minus 41,4 Punkte zurückgegangen. Bis in den Juni 2012 war diese Einschätzung über ein Jahr lang Monat für Monat gestiegen. Im September hingegen beobachten wir bereits den dritten Rückgang in Folge. Die Erwartungen der Finanzmarktexperten bezüglich der japanischen Konjunktur in den nächsten sechs Monaten bewegen sich dabei in einem neutralen Bereich, sodass keine klare Tendenz bezüglich einer bevorstehenden Verbesserung oder Verschlechterung erkennbar ist. Christian D. Dick

## Großbritannien: Lage und Konjunkturerwartungen verbessert

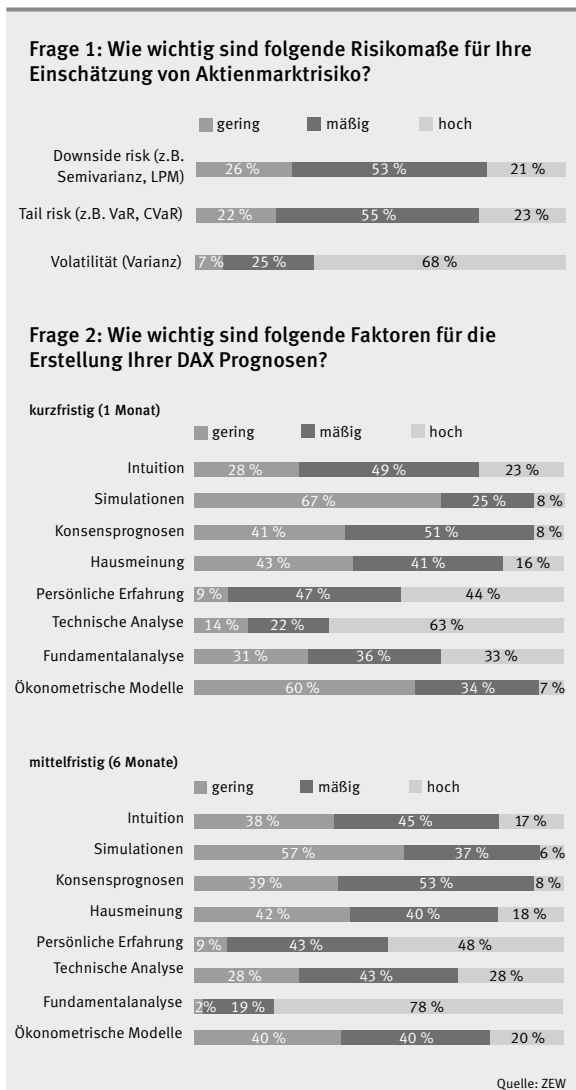
### Konjunkturerwartungen Großbritannien



Doppelt gute Nachrichten gibt es seitens der Finanzmarktexperten im September in Bezug auf Großbritannien: Sowohl der Saldo für die Konjunkturerwartungen als auch für die Einschätzung der gegenwärtigen wirtschaftlichen Lage hat sich verbessert. Zwar steigt der Lageindikator mit 4,8 Punkten nur gering, allerdings verläuft diese Entwicklung gegenläufig zum negativen Trend, der in diesem Monat für die Lageeinschätzung in Deutschland, Japan, den USA oder der Eurozone zu beobachten ist. Die Konjunkturerwartungen steigen immerhin um 13,8 Punkte, also stärker als für Deutschland und nur etwas schwächer als für die Eurozone. Nicht vergessen darf man bei alledem allerdings, dass das Niveau der Lageeinschätzung für Großbritannien beinahe so schlecht ist wie für die Eurozone, da mehr als zwei Drittel der Befragten die wirtschaftliche Lage als „schlecht“ bezeichnen. Die Finanzmarktexperten erwarten zudem, dass das britische Pfund gegenüber dem Euro tendenziell abwertet.

Christian D. Dick

## Sonderfrage: Methoden für Aktienmarktprognosen und Risikoeinschätzung



Die Finanzmarktkrise und die nachfolgende Schuldenkrise haben die Aktienmarktprognose und die Einschätzung der Risiken und Unsicherheiten auf den Finanzmärkten zu einer echten Herausforderung gemacht. Im Rahmen der monatlichen Sonderfrage des ZEW Finanzmarkttests haben sich die befragten Experten dazu geäußert, welche Modelle am besten dazu geeignet sind, Aktienmarktrisiken richtig einzuschätzen und Aktienmarktrenditen zu prognostizieren. Um das Risiko einer Anlage auf dem deutschen Aktienmarkt verlässlich einzuschätzen, sollte man die klassische Volatilität (Varianz) heranziehen. Diesem Risikomaß vertrauen rund 68 Prozent der befragten Experten. Im Gegensatz dazu geben knapp 21 Prozent der Finanzmarktexperten an, dass sie positive Kursänderungen als Chancen und nicht als Risiken bewerten. Als alternatives Risikomaß ziehen sie deswegen Downside Risiko Maße wie etwa Semivarianz oder Lower Partial Moments vor. Weitere 23 Prozent der Befragten geben an, dass sie auf die extremen Werte der Renditeverteilung achten und Tail Risiko Maße, wie Value at Risk (VaR) oder Conditional Value at Risk (CVaR), in ihre Risikobewertung einbeziehen. Als weitere Risikomaße ziehen die Experten auch Korrelationsmaße, Maße für systematisches Risiko und Szenarioanalysen heran. Welche Modelle am besten geeignet sind, um die Entwicklung am Aktienmarkt zu prognostizieren, hängt vor allem davon ab, ob mittelfristige (sechs Monate) oder kurzfristige (ein Monat) Prognosen gemacht werden sollen. Für mittelfristige DAX-Prognosen verwendet die große Mehrheit der Finanzmarktexperten (78 Prozent) vorwiegend Fundamentalanalysen. Kurzfristig erweist sich laut der Erfahrung der Befragten allerdings die technische Analyse als hilfreicher. Ihr vertrauen immerhin 63 Prozent der Umfrageteilnehmer. Mittelfristig spielt die technische Analyse allerdings nach Ansicht von 71 Prozent der Experten nur eine geringe Rolle. Unabhängig vom Prognosezeitraum vertraut fast die Hälfte der Experten vorwiegend ihrer persönlichen Erfahrung. Überraschenderweise haben ökonometrische Modelle nur eine nachrangige Bedeutung für DAX-Prognosen von professionellen Prognostikern. Bei kurzfristigen Prognosen spielen ökonometrische Modelle laut 60 Prozent der Befragten nur eine geringe Rolle. Etwas häufiger verwendet wird die Zeitreihenökonomie, allerdings hauptsächlich bei der Erstellung von mittelfristigen Prognosen in der Praxis.

Zwetelina Iliewa

ZEW - Finanzmarkttest September 2012: Belegung der Antwortkategorien							
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo
Euroraum	0.0	(+/- 0.0)	23.7	(- 1.2)	76.3	(+ 1.2)	-76.3 (- 1.2)
Deutschland	21.4	(- 3.4)	69.8	(+ 1.2)	8.8	(+ 2.2)	12.6 (- 5.6)
USA	2.6	(- 0.1)	71.3	(- 1.9)	26.1	(+ 2.0)	-23.5 (- 2.1)
Japan	1.6	(+ 0.4)	55.7	(- 9.2)	42.7	(+ 8.8)	-41.1 (- 8.4)
Großbritannien	0.0	(- 0.4)	32.4	(+ 5.6)	67.6	(- 5.2)	-67.6 (+ 4.8)
Frankreich	0.4	(+/- 0.0)	32.0	(- 5.8)	67.6	(+ 5.8)	-67.2 (- 5.8)
Italien	0.0	(+/- 0.0)	11.7	(+ 0.7)	88.3	(- 0.7)	-88.3 (+ 0.7)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Euroraum	20.7	(+ 5.5)	54.8	(+ 6.4)	24.5	(-11.9)	-3.8 (+17.4)
Deutschland (=ZEW Indikator)	18.4	(+ 4.4)	45.0	(- 1.5)	36.6	(- 2.9)	-18.2 (+ 7.3)
USA	26.4	(+ 2.9)	56.7	(- 0.7)	16.9	(- 2.2)	9.5 (+ 5.1)
Japan	15.4	(+ 1.7)	67.9	(- 0.1)	16.7	(- 1.6)	-1.3 (+ 3.3)
Großbritannien	18.0	(+ 6.3)	62.9	(+ 1.2)	19.1	(- 7.5)	-1.1 (+13.8)
Frankreich	15.5	(+ 5.7)	58.2	(+ 5.2)	26.3	(-10.9)	-10.8 (+16.6)
Italien	20.2	(+ 9.2)	52.0	(+ 2.6)	27.8	(-11.8)	-7.6 (+21.0)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	31.5	(+10.5)	48.5	(- 3.3)	20.0	(- 7.2)	11.5 (+17.7)
Deutschland	34.6	(+10.1)	50.4	(- 6.4)	15.0	(- 3.7)	19.6 (+13.8)
USA	31.8	(+11.2)	60.1	(- 8.6)	8.1	(- 2.6)	23.7 (+13.8)
Japan	13.2	(+ 0.4)	80.2	(+ 0.3)	6.6	(- 0.7)	6.6 (+ 1.1)
Großbritannien	26.0	(+ 9.4)	58.1	(- 2.2)	15.9	(- 7.2)	10.1 (+16.6)
Frankreich	28.5	(+ 9.3)	53.9	(- 5.3)	17.6	(- 4.0)	10.9 (+13.3)
Italien	29.1	(+ 7.0)	50.6	(+ 1.2)	20.3	(- 8.2)	8.8 (+15.2)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	5.8	(+ 1.5)	66.8	(+ 3.4)	27.4	(- 4.9)	-21.6 (+ 6.4)
USA	2.4	(- 3.5)	92.2	(+ 5.1)	5.4	(- 1.6)	-3.0 (- 1.9)
Japan	2.4	(+ 0.4)	95.1	(- 1.2)	2.5	(+ 0.8)	-0.1 (- 0.4)
Großbritannien	3.3	(- 1.3)	84.9	(+ 5.5)	11.8	(- 4.2)	-8.5 (+ 2.9)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Deutschland	58.1	(+10.8)	38.1	(- 8.0)	3.8	(- 2.8)	54.3 (+13.6)
USA	40.2	(+ 6.3)	57.1	(- 2.3)	2.7	(- 4.0)	37.5 (+10.3)
Japan	24.4	(+ 4.1)	74.4	(- 3.2)	1.2	(- 0.9)	23.2 (+ 5.0)
Großbritannien	41.4	(+10.5)	54.9	(- 5.6)	3.7	(- 4.9)	37.7 (+15.4)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	40.5	(+ 0.7)	37.6	(- 1.4)	21.9	(+ 0.7)	18.6 (+/- 0.0)
DAX (Deutschland)	41.5	(- 1.7)	34.6	(+ 0.2)	23.9	(+ 1.5)	17.6 (- 3.2)
TecDax (Deutschland)	39.7	(+ 2.9)	39.6	(- 0.8)	20.7	(- 2.1)	19.0 (+ 5.0)
Dow Jones Industrial (USA)	42.5	(- 2.7)	40.3	(+ 3.5)	17.2	(- 0.8)	25.3 (- 1.9)
Nikkei 225 (Japan)	30.3	(- 6.5)	56.3	(+ 8.7)	13.4	(- 2.2)	16.9 (- 4.3)
FT-SE-100 (Großbritannien)	32.9	(+ 3.4)	48.6	(- 2.3)	18.5	(- 1.1)	14.4 (+ 4.5)
CAC-40 (Frankreich)	31.1	(+ 4.5)	42.7	(- 4.1)	26.2	(- 0.4)	4.9 (+ 4.9)
MITel (Italien)	32.1	(+ 5.5)	42.0	(+ 1.0)	25.9	(- 6.5)	6.2 (+12.0)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo
Dollar	30.8	(-15.1)	34.8	(+ 5.7)	34.4	(+ 9.4)	-3.6 (-24.5)
Yen	15.8	(-11.3)	54.2	(+ 6.2)	30.0	(+ 5.1)	-14.2 (-16.4)
Brit. Pfund	17.4	(- 6.9)	47.7	(+ 0.3)	34.9	(+ 6.6)	-17.5 (-13.5)
Schw. Franken	8.5	(- 4.9)	73.8	(- 2.8)	17.7	(+ 7.7)	-9.2 (-12.6)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Öl (Nordsee Brent)	32.2	(+ 3.1)	43.5	(- 6.3)	24.3	(+ 3.2)	7.9 (- 0.1)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Banken	15.1	(+ 6.6)	34.2	(+ 6.4)	50.7	(-13.0)	-35.6 (+19.6)
Versicherungen	12.0	(+ 3.9)	39.1	(+ 2.6)	48.9	(- 6.5)	-36.9 (+10.4)
Fahrzeuge	9.4	(+ 0.3)	40.6	(- 8.5)	50.0	(+ 8.2)	-40.6 (- 7.9)
Chemie/Pharma	19.3	(+ 0.2)	59.6	(- 3.1)	21.1	(+ 2.9)	-1.8 (- 2.7)
Stahl/NE-Metalle	13.0	(+ 4.8)	45.7	(- 4.8)	41.3	(+/- 0.0)	-28.3 (+ 4.8)
Elektro	14.5	(+ 4.8)	58.4	(- 7.0)	27.1	(+ 2.2)	-12.6 (+ 2.6)
Maschinen	12.7	(+ 1.8)	47.7	(- 3.0)	39.6	(+ 1.2)	-26.9 (+ 0.6)
Konsum/Handel	18.3	(- 0.8)	66.1	(+ 1.1)	15.6	(- 0.3)	2.7 (- 0.5)
Bau	22.7	(+ 0.9)	52.7	(- 4.1)	24.6	(+ 3.2)	-1.9 (- 2.3)
Versorger	17.6	(+ 0.2)	65.2	(- 1.8)	17.2	(+ 1.6)	0.4 (- 1.4)
Dienstleister	25.1	(+ 4.0)	65.8	(- 2.1)	9.1	(- 1.9)	16.0 (+ 5.9)
Telekommunikation	9.5	(+ 0.8)	75.2	(- 0.1)	15.3	(- 0.7)	-5.8 (+ 1.5)
Inform.-Technologien	26.1	(+ 4.2)	62.2	(- 5.7)	11.7	(+ 1.5)	14.4 (+ 2.7)

Bemerkung: An der September-Umfrage des Finanzmarkttests vom 31.8.2012 - 17.9.2012 beteiligten sich 263 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

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