

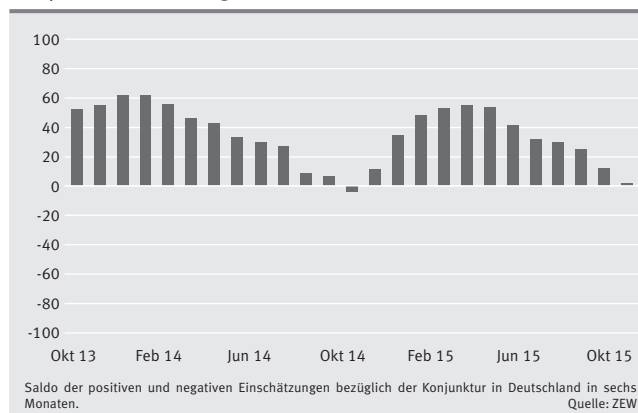
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 28.9.2015 – 12.10.2015 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 14.10.2015) wiedergegeben.

## Weiterer Dämpfer für Konjunkturerwartungen

Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland gehen im Oktober 2015 merklich zurück. Der entsprechende Indikator fällt gegenüber dem Vormonat um 10,2 Punkte auf einen Stand von 1,9 Punkten. Nach dem siebten Rückgang in Folge nähert sich der Index jetzt der Nulllinie. Wird diese erreicht, dann bedeutet dies, dass der Anteil der Finanzmarktexperten, die pessimistisch in die konjunkturelle Zukunft Deutschlands blicken genauso groß ist wie der Anteil derer, die optimistisch sind.

Ausschlaggebend für den anhaltenden Rückgang der Konjunkturerwartungen dürfte zuallererst die voranschreitende wirtschaftliche Abkühlung in wichtigen Schwellenländern sein. Insbesondere die rückläufige Importnachfrage Chinas bekommen sowohl rohstoffreiche Entwicklungsländer als auch Investitionsgüter produzierende Länder wie Deutschland zu spüren. Beim Blick auf die zuletzt veröffentlichten Wirtschaftsdaten für Deutschland schneiden diejenigen Indikatoren besonders schlecht ab, die stark mit der außenwirtschaftlichen Entwicklung verknüpft sind: Die Industrieproduktion verzeichnete im August gegenüber dem Vormonat einen Rückgang um 1,18 Prozent, die Auftragseingänge verminderten sich um 1,8 Prozent und besonders schwach entwickelten sich die Exporte. Sie sanken im August saisonbereinigt um knapp 5,2 Prozent im Vormonatsvergleich. Ein stärkerer Rückgang wurde zuletzt im Januar 2009 gemessen. Das schwunglose weltwirtschaftliche Umfeld dürfte allerdings nicht der einzige Grund für den zunehmenden Pessimismus unter den Finanzmarktexperten sein. Die ungewissen Auswirkungen des Abgasskandals bei Volkswagen werden

Konjunkturerwartungen Deutschland

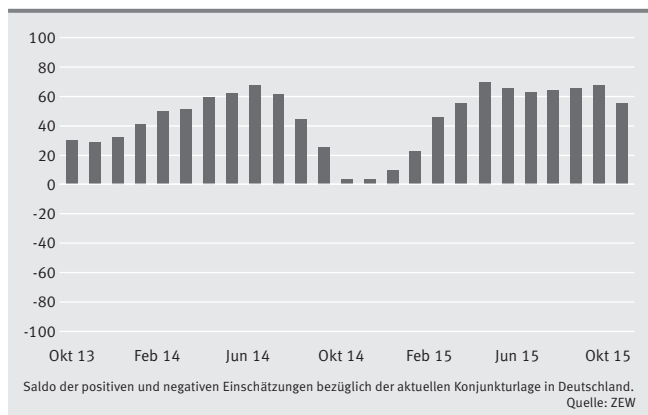


ebenfalls ihren Beitrag geleistet haben. Die Automobilindustrie ist mit etwa 368 Milliarden Euro Umsatz und 775 Tausend Beschäftigten die größte Industriebranche Deutschlands und VW ist mit einem Jahresumsatz von zuletzt über 200 Milliarden Euro ihr größtes Unternehmen. Strafzahlungen, Werkstattkosten, Prozesskosten und möglicherweise auch Umsatzrückgänge durch den erlittenen Ansehensverlust werden den Konzern massiv belasten und auch auf die Gesamtwirtschaft abfärben. Die ZEW-Finanzmarktexperten gehen mittelfristig von einer drastischen Verschlechterung der Ertragslage der Automobilindustrie aus. Der entsprechende Indikator fällt um 42,7 Punkte auf minus 56,2 Punkte.

Muss sich Deutschland angesichts dieser Entwicklungen vor einer nahenden Rezession fürchten? Nein, wohl kaum. Die deutsche Wirtschaft dürfte die Rückschläge verkraften. Trotz eines Rückgangs um 12,3 Punkte verglichen mit dem Vormonat liegt der Indikator, der die Bewertung der Finanzmarktexperten bezüglich der konjunkturellen Lage in Deutschland abbildet, mit 55,2 Punkten nach wie vor auf hohem Niveau. Außerdem schreitet der Gesundungsprozess der Eurozone voran und Exporte dorthin kompensieren zum Teil die schrumpfende Nachfrage aus den Schwellenländern. Auch wenn der Außenhandelsaldo, der im August bei 19,55 Milliarden Euro lag, in Summe wohl schrumpfen wird, ist es unwahrscheinlich, dass er in absehbarer Zeit ins Negative dreht. Ein nicht zuletzt durch die hohe Zuwanderung erwartetes Anziehen der Konsumtätigkeit im Inland, dürfte die Konjunktur zusätzlich stützen.

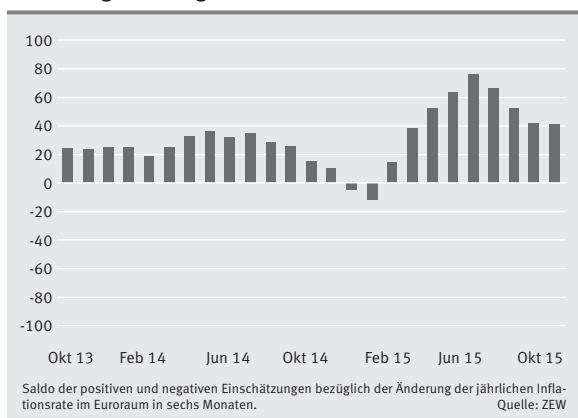
Jesper Riedler

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



## Eurozone: Inflationserwartungen weitgehend unverändert

Erwartungen bezüglich Inflation

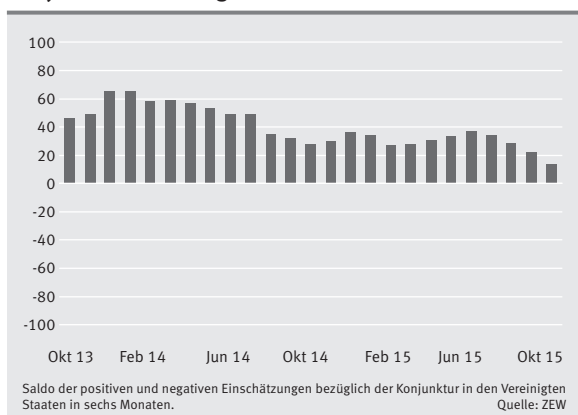


Die Erwartungen der Finanzmarktexperten bezüglich der Veränderung der Inflationsrate im Euroraum in sechs Monaten bleiben im Oktober 2015 nahezu unverändert. Der entsprechende Saldo nimmt nur geringfügig um 0,8 auf 41,2 Punkte ab. Nach den starken Rückgängen um jeweils mehr als zehn Punkte in den drei Vormonaten wurden die Experten offenbar nicht von der geringen Preisdynamik im September überrascht. So lag die von Eurostat ermittelte vorläufige Inflationsrate in der Eurozone im September mit minus 0,1 Prozent erstmals seit fünf Monaten wieder im negativen Bereich. Die weniger von den Schwankungen für Energiepreise beeinflusste Kernrate der Inflation blieb im September jedoch mit 0,9 Prozent auf dem Niveau des Vormonats. Dass der Saldo nicht stärker gesunken ist, könnte auch mit den anhaltenden Spekulationen um eine Ausweitung der „quantitativen Lockerung“ zusammenhängen. So betonte der EZB-Rat in seiner Sitzung Anfang September erneut seine Bereitschaft dazu.

Tobias Kahlenberg

## USA: Lage- und Erwartungseinschätzung gehen zurück

Konjunkturerwartungen USA

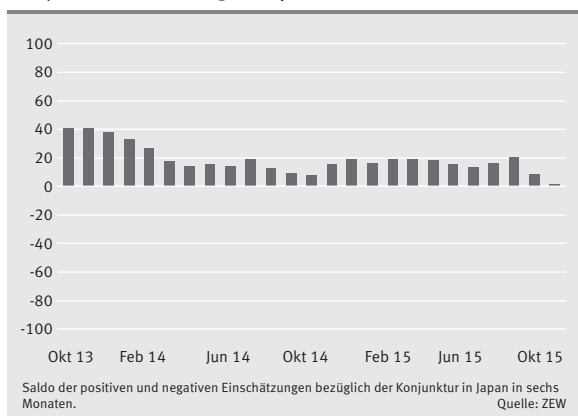


Die Erwartungen der Finanzmarktexperten an die konjunkturelle Entwicklung in den USA auf Halbjahressicht gehen im Oktober zurück. Der entsprechende Saldo verliert 8,3 Punkte und steht nun bei 13,7 Punkten. Dies ist der vierte Rückgang in Folge. Der Saldo für die Einschätzung der aktuellen Lage geht nach einem deutlichen Zugewinn im Vormonat ebenfalls zurück. Nach einem Verlust von 7,2 Punkten steht der Indikator nun bei 56,4 Punkten. Die Eintrübung dürfte mit der weiterhin schleppenden Preisdynamik sowie den möglichen negativen Konsequenzen einer weiteren konjunkturellen Abkühlung in den Schwellenländern zusammenhängen. So bleibt beispielsweise trotz einer positiven Entwicklung des Arbeitsmarktes der erhoffte Lohn- und Inflationsdruck weitgehend aus und das im August weiter gewachsene Handelsdefizit stimmt ebenfalls nachdenklich. Beide Entwicklungen dürften auch eine maßgebliche Rolle bei der erneuten Aufschiebung der lange angekündigten Leitzinserhöhung gespielt haben.

Dominik Rehse

## Japan: Konjunkturerwartungen sinken erneut

Konjunkturerwartungen Japan

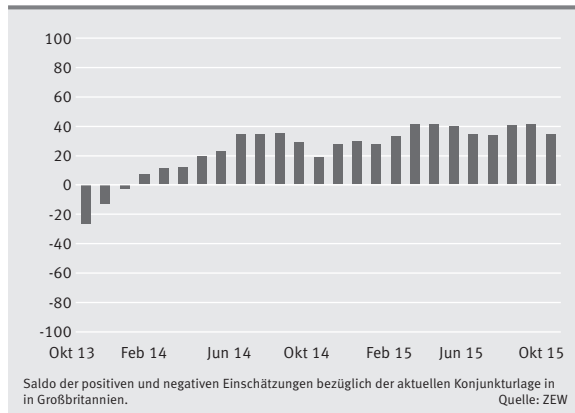


Im Oktober 2015 sind die Konjunkturerwartungen für Japan um 7,0 Punkte auf einen Saldo von 1,5 Punkten gesunken. Die japanische Industrieproduktion ist im August im Vergleich zum Vormonat überraschenderweise um 0,5 Prozent zurückgegangen. Sofern das Wirtschaftswachstum auch im dritten Quartal 2015 negativ ausfallen sollte, befände sich Japan damit abermals offiziell in einer Rezession. Auch die von der japanischen Zentralbank zur Zielgröße erklärte Kerninflation ist im August um 0,1 Prozent gesunken. Angesichts dieser Entwicklungen ziehen die ZEW-Finanzmarktexperten scheinbar in Zweifel, dass es der japanischen Regierung und der Zentralbank gelingen wird, Japans Wirtschaft dauerhaft aus ihrer Malaise zu befreien. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird sich die japanische Zentralbank in ihrer nächsten Sitzung Ende Oktober gezwungen sehen, ihre Anleihaufkäufe zur Konjunktur Stabilisierung weiter zu verstärken. Die aktuelle Wirtschaftslage hat sich aus Sicht der Finanzmarktexperten kaum verändert.

Moritz Stieglitz

## Großbritannien: Wirtschaftslage deutlich verschlechtert

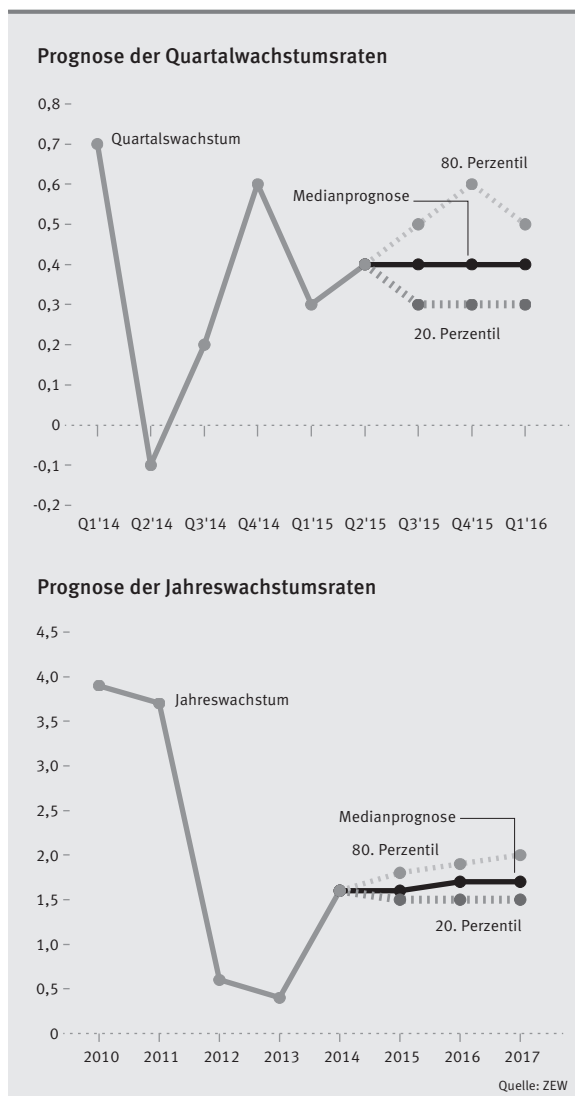
### Einschätzung der konjunkturellen Lage Großbritanniens



Aus Sicht der Finanzmarktexperten hat sich die wirtschaftliche Lage in Großbritannien deutlich verschlechtert. Der entsprechende Saldo fällt im Oktober 2015 um 6,9 Punkte auf nunmehr 34,8 Punkte. Die pessimistischere Einschätzung stellt wahrscheinlich eine Reaktion auf die jüngsten enttäuschenden Wirtschaftsdaten dar. Mit einem monatlichen Rückgang von 4,3 Prozent der Bauproduktion im August des laufenden Jahres liefert der britische Bausektor die schlechtesten Zahlen seit Dezember 2012. Zur Beunruhigung der Experten hat sicherlich auch beigetragen, dass das außergewöhnlich hohe britische Handelsbilanzdefizit aus dem Juli 2015, entgegen den Erwartungen, im August nur geringfügig gesunken ist. Angesichts dieser negativen Dynamik hat die britische Zentralbank die Leitzinsen bei ihrer Sitzung am 8. Oktober unverändert belassen, wodurch sich vermutlich auch die Finanzmarktexperten zu einer Abwärtsrevision ihrer Zinserwartungen veranlasst sahen. Der Saldo sinkt im Oktober um 12,1 auf 35,6 Punkte.

Moritz Stieglitz

## Sonderfrage: Wirtschaftswachstum



Im Oktober 2015 wurden die ZEW-Finanzmarktexperten im Rahmen der Sonderfrage zu ihren Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums in Deutschland befragt. Die Einschätzungen fallen gegenüber der letzten vergleichbaren Sonderfrage vom Juli 2015 etwas pessimistischer aus. Für das dritte und vierte Quartal des laufenden Jahres erwarten die Experten im Median ein Wachstum von 0,4 Prozent des realen und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts. Im Juli 2015 gingen sie noch von Wachstumsraten von 0,5 Prozent aus. Für das nun erstmals abgefragte erste Quartal 2016 wird im Median ebenfalls ein Wachstum von 0,4 Prozent prognostiziert. Demnach wird eine Fortsetzung des moderaten Wachstums des zweiten Quartals 2015 erwartet, das ebenfalls bei 0,4 Prozent lag. Auch die Einschätzung der Jahreswachstumsraten fällt in der Oktober-Befragung etwas pessimistischer aus als noch im Juli 2015. So ging die Medianerwartung für das Wachstum im laufenden Jahr um 0,1 Prozentpunkte auf 1,6 Prozent zurück. Damit liegen die Experten im Median weiterhin unter der Prognose der Bundesregierung, die kurz nach Ablauf des Umfragezeitraums ihre Wachstumsprognose für 2015 von 1,8 auf 1,7 Prozent senkte.

Die gedämpften Wachstumserwartungen passen zu den rückläufigen ZEW-Konjunkturerwartungen (siehe Seite 1). Die abflauende wirtschaftliche Dynamik in den Schwellenländern und die Unsicherheit über die Konsequenzen des Abgasskandals bei VW lassen sehr positive Szenarien weniger wahrscheinlich erscheinen. Die Experten erwarten gleichsam jedoch auch keine sehr negativen Szenarien, wie dem relativ engen Vorhersagekorridor zu entnehmen ist. So gehen nur 20 Prozent der Umfrageteilnehmer von einem Wachstum von weniger als 1,5 Prozent für das laufende Jahr aus. Für die Jahre 2016 und 2017 liegt die Medianprognose mit jeweils 1,7 Prozent nur unwesentlich über der Prognose für das laufende Jahr. Der durch die Prognosen skizzierte sehr moderate Wachstumspfad passt zu einem Szenario, in dem die Schwächeperiode der Schwellenländer die exportabhängige deutsche Volkswirtschaft weiterhin belastet, aber durch die zunehmende wirtschaftliche Dynamik in Europa zumindest teilweise kompensiert wird. Mit einer auf absehbare Zeit weiterhin lockeren Geldpolitik im Euroraum, niedrigen Zinsen, einem günstigen Außenwert des Euros und einem schwachen Ölpreis ist ein rezessives Szenario weiterhin recht unwahrscheinlich.

Dominik Rehse

ZEW - Finanzmarkttest Oktober 2015: Belegung der Antwortkategorien								
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	3,8	(- 2,7)	81,2	(+ 3,9)	15,0	(- 1,2)	-11,2	(- 1,5)
Deutschland	57,1	(-10,9)	41,0	(+ 9,5)	1,9	(+ 1,4)	55,2	(-12,3)
USA	58,3	(- 6,2)	39,8	(+ 5,2)	1,9	(+ 1,0)	56,4	(- 7,2)
Japan	4,5	(- 0,9)	73,4	(+ 2,1)	22,1	(- 1,2)	-17,6	(+ 0,3)
Großbritannien	37,3	(- 7,3)	60,2	(+ 7,7)	2,5	(- 0,4)	34,8	(- 6,9)
Frankreich	0,5	(- 0,4)	50,5	(- 1,2)	49,0	(+ 1,6)	-48,5	(- 2,0)
Italien	1,5	(- 0,9)	48,5	(+ 2,1)	50,0	(- 1,2)	-48,5	(+ 0,3)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	39,0	(- 4,5)	52,1	(+ 5,8)	8,9	(- 1,3)	30,1	(- 3,2)
Deutschland (=ZEW Indikator)	19,8	(- 5,3)	62,3	(+ 0,4)	17,9	(+ 4,9)	1,9	(-10,2)
USA	23,2	(- 4,4)	67,3	(+ 0,5)	9,5	(+ 3,9)	13,7	(- 8,3)
Japan	13,1	(- 6,3)	75,3	(+ 5,6)	11,6	(+ 0,7)	1,5	(- 7,0)
Großbritannien	16,5	(- 3,7)	74,0	(+ 3,1)	9,5	(+ 0,6)	7,0	(- 4,3)
Frankreich	27,6	(- 4,5)	64,0	(+ 8,7)	8,4	(- 4,2)	19,2	(- 0,3)
Italien	36,7	(- 0,6)	54,3	(+ 2,8)	9,0	(- 2,2)	27,7	(+ 1,6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	45,0	(- 1,7)	51,2	(+ 2,6)	3,8	(- 0,9)	41,2	(- 0,8)
Deutschland	48,8	(- 0,8)	47,4	(+ 0,7)	3,8	(+ 0,1)	45,0	(- 0,9)
USA	55,9	(- 5,4)	43,6	(+ 6,8)	0,5	(- 1,4)	55,4	(- 4,0)
Japan	26,8	(- 1,2)	70,2	(+ 2,3)	3,0	(- 1,1)	23,8	(- 0,1)
Großbritannien	51,3	(- 1,2)	46,7	(+ 0,7)	2,0	(+ 0,5)	49,3	(- 1,7)
Frankreich	45,4	(- 2,4)	50,2	(+ 3,9)	4,4	(- 1,5)	41,0	(- 0,9)
Italien	45,0	(- 1,6)	51,0	(+ 3,0)	4,0	(- 1,4)	41,0	(- 0,2)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	3,7	(- 1,9)	93,9	(+ 4,2)	2,4	(- 2,3)	1,3	(+ 0,4)
USA	77,2	(- 3,5)	22,3	(+ 3,5)	0,5	(+/- 0,0)	76,7	(- 3,5)
Japan	3,0	(+/- 0,0)	96,0	(+ 1,0)	1,0	(- 1,0)	2,0	(+ 1,0)
Großbritannien	37,1	(-12,1)	61,4	(+12,1)	1,5	(+/- 0,0)	35,6	(-12,1)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland*	45,0	(- 0,6)	50,6	(+ 1,3)	4,4	(- 0,7)	40,6	(+ 0,1)
USA	71,2	(- 5,4)	26,9	(+ 5,4)	1,9	(+/- 0,0)	69,3	(- 5,4)
Japan	20,6	(- 1,7)	77,9	(+ 3,2)	1,5	(- 1,5)	19,1	(- 0,2)
Großbritannien	53,0	(- 7,2)	45,5	(+ 8,2)	1,5	(- 1,0)	51,5	(- 6,2)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	68,5	(+ 1,7)	22,8	(- 0,6)	8,7	(- 1,1)	59,8	(+ 2,8)
DAX (Deutschland)	69,2	(- 1,6)	21,0	(+ 3,0)	9,8	(- 1,4)	59,4	(- 0,2)
TecDax (Deutschland)	64,4	(- 3,0)	25,3	(+ 3,4)	10,3	(- 0,4)	54,1	(- 2,6)
Dow Jones Industrial (USA)	62,9	(+ 3,5)	29,2	(+/- 0,0)	7,9	(- 3,5)	55,0	(+ 7,0)
Nikkei 225 (Japan)	56,7	(+ 2,1)	34,0	(- 2,5)	9,3	(+ 0,4)	47,4	(+ 1,7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	58,8	(+ 0,8)	32,6	(- 1,4)	8,6	(+ 0,6)	50,2	(+ 0,2)
CAC-40 (Frankreich)	57,7	(- 1,0)	31,7	(+ 1,5)	10,6	(- 0,5)	47,1	(- 0,5)
MIStel (Italien)	58,2	(+ 3,4)	33,2	(- 1,4)	8,6	(- 2,0)	49,6	(+ 5,4)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	57,9	(- 3,6)	31,7	(+ 5,4)	10,4	(- 1,8)	47,5	(- 1,8)
Yen	9,1	(- 4,6)	75,3	(+ 1,2)	15,6	(+ 3,4)	-6,5	(- 8,0)
Brit. Pfund	31,1	(- 4,2)	58,5	(+ 5,7)	10,4	(- 1,5)	20,7	(- 2,7)
Schw. Franken	10,1	(- 2,5)	70,6	(+ 1,9)	19,3	(+ 0,6)	-9,2	(- 3,1)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	42,7	(+ 0,3)	50,5	(+ 5,5)	6,8	(- 5,8)	35,9	(+ 6,1)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	8,9	(- 7,1)	41,9	(- 2,2)	49,2	(+ 9,3)	-40,3	(-16,4)
Versicherungen	8,4	(- 5,1)	43,8	(- 2,4)	47,8	(+ 7,5)	-39,4	(-12,6)
Fahrzeuge	4,5	(-13,6)	34,8	(-15,5)	60,7	(+29,1)	-56,2	(-42,7)
Chemie/Pharma	30,6	(- 5,8)	63,1	(+ 8,2)	6,3	(- 2,4)	24,3	(- 3,4)
Stahl/NE-Metalle	17,9	(- 4,4)	60,7	(+ 3,1)	21,4	(+ 1,3)	-3,5	(- 5,7)
Elektro	25,2	(- 4,3)	67,4	(+ 7,3)	7,4	(- 3,0)	17,8	(- 1,3)
Maschinen	28,7	(- 6,1)	50,0	(+ 4,9)	21,3	(+ 1,2)	7,4	(- 7,3)
Konsum/Handel	56,7	(+ 0,3)	37,1	(- 1,1)	6,2	(+ 0,8)	50,5	(- 0,5)
Bau	43,5	(+ 2,9)	46,9	(- 2,8)	9,6	(- 0,1)	33,9	(+ 3,0)
Versorger	6,8	(+ 1,9)	43,5	(+ 3,9)	49,7	(- 5,8)	-42,9	(+ 7,7)
Dienstleister	35,8	(+ 3,3)	61,4	(- 1,8)	2,8	(- 1,5)	33,0	(+ 4,8)
Telekommunikation	23,8	(- 3,6)	72,2	(+ 7,1)	4,0	(- 3,5)	19,8	(- 0,1)
Inform.-Technologien	41,7	(- 5,6)	55,4	(+ 5,4)	2,9	(+ 0,2)	38,8	(- 5,8)

Bemerkung: An der Oktober-Umfrage des Finanzmarkttests vom 28.9.2015 - 12.10.2015 beteiligten sich 217 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.

\* Revision im April 2016.