

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 1.12.2014 – 15.12.2014 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 19.12.2014) wiedergegeben.

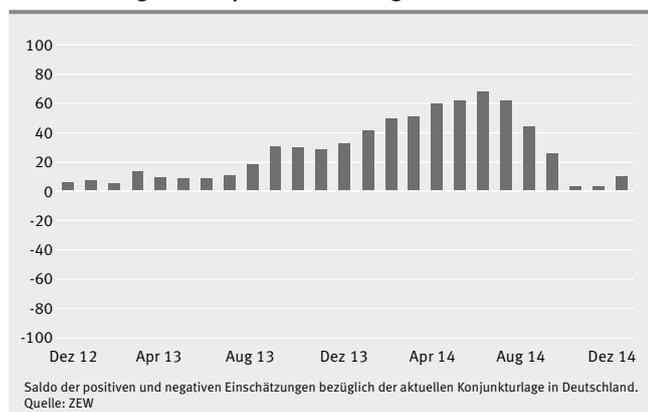
## Konjunkturerwartungen legen deutlich zu

Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im Dezember 2014 im Vergleich zum Vormonat um 23,4 Punkte auf 34,9 Punkte gestiegen (langfristiger Mittelwert: 24,4 Punkte). Dies ist der zweite Anstieg in Folge. Höher notierte der Index zuletzt im April 2014.

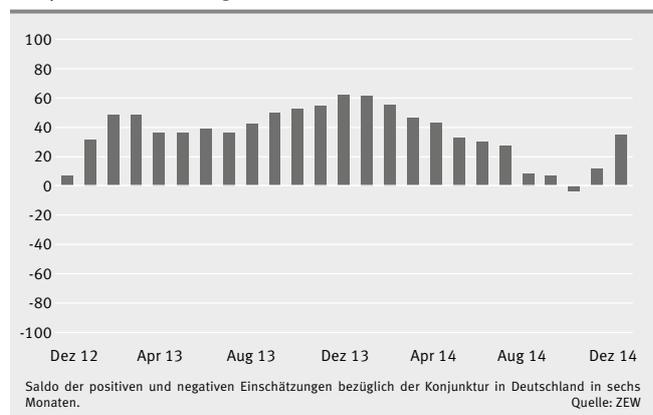
Der Zugewinn bei den Konjunkturerwartungen ergibt sich aus einem stark wachsenden Anteil der Finanzmarktexperten, die auf Halbjahressicht von einer sich verbessernden Konjunktur ausgehen. Diese Einschätzung teilen im Dezember 44,1 Prozent der Umfrageteilnehmer, was einem Zugewinn von 16,9 Prozentpunkten entspricht. Der Anteil der Experten, die eine unveränderte Konjunkturlage erwarten, verringert sich um 10,4 Prozentpunkte auf 46,7 Prozent. Von einer schlechteren Konjunkturlage auf Sechsmonatssicht gehen nur noch 9,2 Prozent der Befragten aus. Dies entspricht einem Rückgang um 6,5 Prozentpunkte.

Die zunehmend bessere Stimmung unter den Finanzmarktexperten dürfte mit den weiterhin sehr günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zusammenhängen. Dies betrifft insbesondere die anhaltende Schwäche des Euros sowie den weiterhin niedrigen Ölpreis. Die starke Abwertung des Euros wird insbesondere durch die gegenläufige Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks bestimmt. Während die Europäische Zentralbank weiterhin auf einen expansiven geldpolitischen Kurs setzt, verdichten sich die Hinweise darauf, dass die amerikanische Zentralbank im ersten Halbjahr 2015 den Leitzins anheben und eine Zinswende einleiten könnte. Diese Entwicklung antizipierend wurde der Euro im Verlauf der letzten Monate gegenüber dem

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



### Konjunkturerwartungen Deutschland



Dollar stark abgewertet. Die exportorientierte deutsche Wirtschaft profitiert davon. Nach vorläufigen Schätzungen stiegen die deutschen Exporte im Oktober 2014 um 4,9 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat. Der starke Rückgang des Ölpreises kompensiert dabei teilweise die sich aus der Euro-Abwertung ergebenden Hemmnisse für den Import von Gütern.

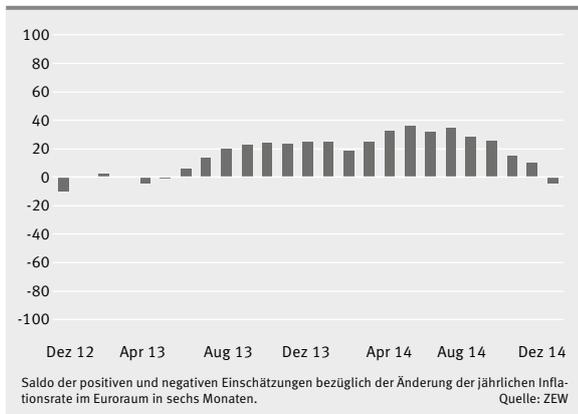
Die positiven Rahmenbedingungen wirken sich auch auf die Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage in Deutschland aus. Der entsprechende Indikator gewinnt 6,7 Prozentpunkte und steht nun bei 10,0 Punkten. Auch für die Eurozone als Ganzes bietet sich ein positiveres Bild als noch im Vormonat: Während der Lageindikator um 3,1 Prozentpunkte auf nunmehr minus 62,8 Prozent leicht abnimmt, legt der Erwartungsindikator um stattliche 20,8 Prozentpunkte auf 31,8 Prozent zu.

Lässt diese positive Note am Ende des ansonsten recht tristen Wirtschaftsjahres 2014 auf weitere positive Entwicklungen im kommenden Jahr schließen? Nicht unbedingt. Sowohl die Abwertung des Euros als auch der niedrige Ölpreis müssen nicht von langer Dauer sein. So erwarten die ZEW Finanzmarktexperten mittelfristig eine Verteuerung des Ölpreises und auch der geldpolitische Kurs auf beiden Seiten des Atlantiks ist nicht in Stein gemeißelt. Für die Konjunktur Deutschlands und der Eurozone sind diese Faktoren somit vorübergehende Glücksfälle. Notwendige Strukturreformen, so beispielsweise in Frankreich und Italien, können sie nicht ersetzen. Der durch die günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen etwas nachlassende Veränderungsdruck sollte darüber nicht hinwegtäuschen.

Dominik Rehse

## EZB: Inflationserwartungen gehen zurück

Erwartungen bezüglich Inflation

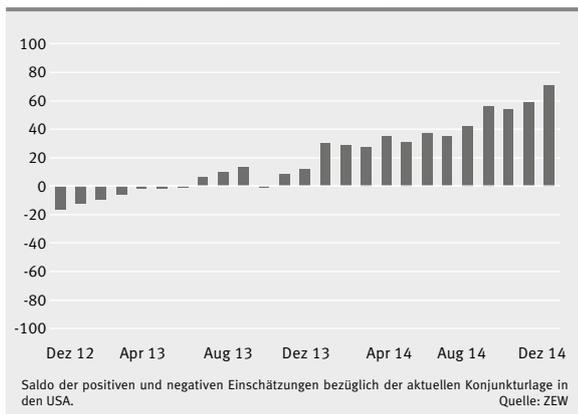


Eine höhere Inflation in der Eurozone erwarten immer weniger der befragten Finanzmarktexperten. Der entsprechende Saldo geht um 14,9 auf minus 4,3 Punkte zurück und rutscht erstmalig seit Mai 2013 wieder in den negativen Bereich. Damit gehen mehr Experten von einer sinkenden als von einer steigenden Inflationsrate aus. Dies ist insofern beachtlich, als schon das bisherige Inflationsniveau als sehr niedrig einzuordnen ist. Für November 2014 war so jüngst eine Inflationsrate von gerade einmal 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat festgestellt worden. Auch ohne Berücksichtigung der in den vergangenen Wochen rückläufigen Preise für Energieträger ergibt sich für den November diesen Jahres eine Inflationsrate von lediglich 0,6 Prozent. Damit bleibt der Druck auf die EZB, weitere Maßnahmen zur Ankurbelung der Preisentwicklung zu ergreifen, bestehen. Die Diskussion um eine „quantitative Lockerung“, z.B. durch den massiven Aufkauf von Staatsanleihen, wird damit weiter angefacht.

Dominik Rehse

## USA: Lageeinschätzung verbessert sich weiter

Einschätzung der konjunkturellen Lage USA

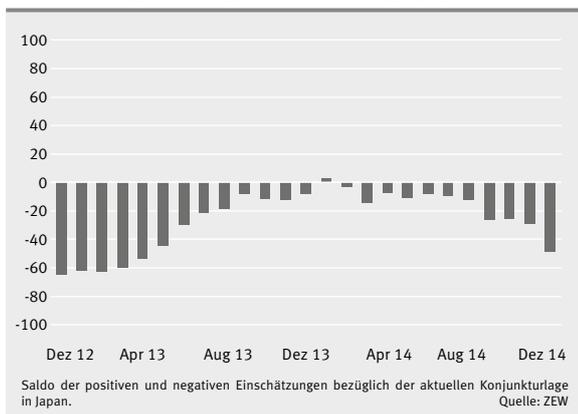


Die Serie guter Konjunkturnachrichten aus den Vereinigten Staaten reißt nicht ab. Besonders erfreulich verläuft die Beschäftigungsentwicklung. So wurden im November 321.000 Neueinstellungen vorgenommen, so viele wie zuletzt im Mai 2010. Zudem legten die durchschnittlichen Stundenlöhne im Vergleich zum Oktober um 0,4 Prozent zu. Der gleichzeitige Anstieg der Einzelhandelsumsätze (+0,7 Prozent gegenüber Oktober 2014) zeigt, dass die Konsumenten nur einen kleinen Teil ihres zusätzlichen finanziellen Spielraums auf die hohe Kante legen. Diese Wirtschaftszahlen deuten darauf hin, dass die US-Wirtschaftsleistung im laufenden vierten Quartal 2014 stärker als bislang erwartet gewachsen sein dürfte, denn die Konsumausgaben machen in den USA traditionell einen außergewöhnlich hohen Anteil an der Gesamtwirtschaftsleistung aus. Der anhaltende Konjunkturaufschwung schlägt sich auch in der Lageeinschätzung der ZEW-Finanzmarktexperten nieder, die um 12,3 Punkte auf jetzt 71,0 Punkte zunimmt.

Frieder Mokinski

## Japan: Deutlicher Rücksetzer bei der Lageeinschätzung

Einschätzung der konjunkturellen Lage Japan

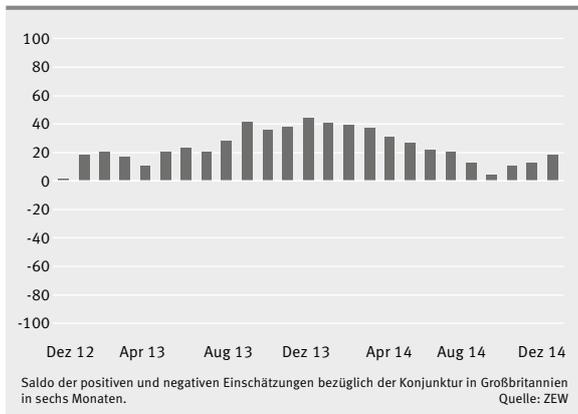


Die Finanzmarktexperten korrigieren ihre Einschätzung der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Lage in Japan deutlich nach unten. Der entsprechende Indikator sinkt um 19,3 Punkte auf einen Stand von minus 48,3 Punkten. Schlechter stand der Indikator zuletzt im April 2013. Zum Rückgang der Lageeinschätzung dürfte die schwache Entwicklung der japanischen Wirtschaftsleistung im abgelaufenen dritten Quartal 2014 beigetragen haben. So hat das Bruttoinlandsprodukt revidierten Zahlen zufolge im dritten Quartal annualisiert um 1,9 Prozent abgenommen. Zudem leidet die Konsumneigung der privaten Haushalte weiterhin unter der im April 2014 vorgenommenen Mehrwertsteuererhöhung. So lagen die Ausgaben der privaten Haushalte zuletzt etwa vier Prozent unter ihrem Niveau von vor zwölf Monaten. Die schwache konjunkturelle Entwicklung mehrt die Zweifel an der Wirksamkeit des groß angelegten Maßnahmenpakets, mit dem die Regierung die seit Jahren andauernde Deflation besiegen möchte.

Frieder Mokinski

## Großbritannien: Konjunkturerwartungen leicht verbessert

### Konjunkturerwartungen Großbritannien

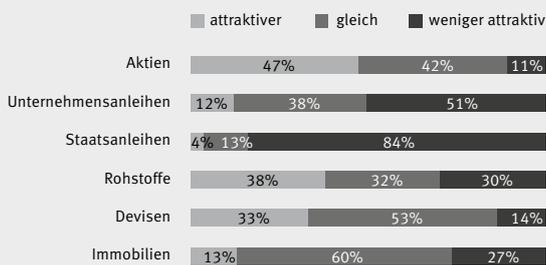


Die Konjunkturerwartungen für Großbritannien haben sich leicht verbessert. Der entsprechende Saldo steigt um 5,8 Punkte auf 18,4 Punkte. Die Experten scheinen also davon auszugehen, dass sich die gesamtwirtschaftliche Lage mittelfristig weiter aufhellen dürfte. Ein Grund für diesen Optimismus könnte sein, dass aktuelle Wirtschaftsdaten auf eine Fortsetzung der erfreulichen wirtschaftlichen Entwicklung der vergangenen Quartale hindeuten. So stiegen beispielsweise die Einzelhandelsumsätze im Oktober um 0,8 Prozent. Zudem fiel das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal 2014 erfreulich aus: Wie schon im Quartal zuvor stieg die Wirtschaftsleistung mit einer annualisierten Wachstumsrate von 3,0 Prozent. Ebenfalls leicht verbessert hat sich die Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage. Der entsprechende Saldo steigt um 2,5 Punkte auf einen Stand von 30,0 Punkten. Er beendet damit das Jahr 2014 knapp unter seinem Jahreshoch von 35,2 Punkten.

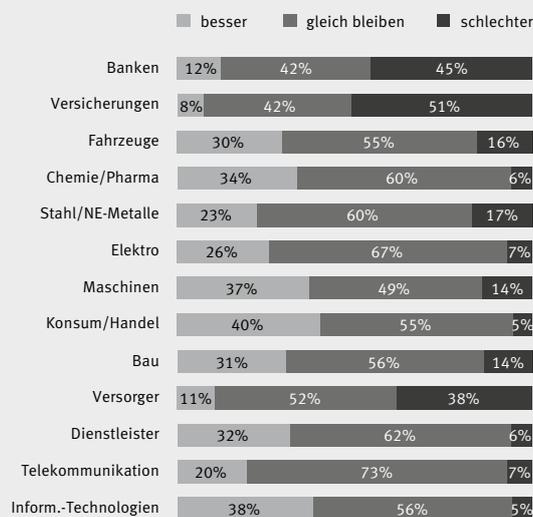
Frieder Mokinski

## Sonderfrage: Staatsanleihen als Anlageklasse weniger attraktiv in 2015

### 1. Für wie attraktiv halten Sie folgende Anlageklassen für 2015 im Vergleich zu 2014?



### 2. Die Ertragslage der Unternehmen in Deutschland wird mittelfristig (6 Mo.) in den folgenden Branchen



Quelle: ZEW

Die aktuelle Sonderfrage thematisiert die Attraktivität unterschiedlicher Anlageklassen für das Jahr 2015. Während bei Immobilien und Devisen mit einer unveränderten Relevanz gerechnet wird, werden insbesondere Investitionen in Aktien und Rohstoffe als zunehmend attraktiv angesehen. Es ist daher im kommenden Jahr von einer höheren Gewichtung dieser Anlagekategorien in den Portfolios der Investoren auszugehen.

Annähernd die Hälfte (47 Prozent) der befragten Experten gehen von einer positiven Entwicklung bei Aktien aus. Dies ist der höchste Wert unter allen bewerteten Anlageklassen, gefolgt von Rohstoffen, die von 38 Prozent der Teilnehmer als zunehmend profitabel angesehen werden. Frappierend ist die Einschätzung von Staatsanleihen: 84 Prozent der Befragten schreiben dieser Anlageform eine abnehmende Attraktivität zu, was noch einmal eine deutliche Steigerung im Vergleich zum Vorjahreswert von 60 Prozent darstellt. Weiterhin schätzt die Mehrheit der Teilnehmer (51 Prozent) auch die Attraktivität von Unternehmensanleihen als rückläufig ein. Hier ist allerdings kaum eine Veränderung zur letztjährigen Bewertung von 50 Prozent festzustellen. Die Ergebnisse der Umfrage zeigen außerdem, dass bei Devisen und Immobilien keine großen Veränderungen erwartet werden, da 53 Prozent bzw. 60 Prozent der Experten von einer ähnlichen Attraktivität wie im jetzt zu Ende gehenden Jahr ausgehen.

Des Weiteren wurden die Finanzmarktexperten gebeten, die mittelfristige (innerhalb der nächsten 6 Monate) Ertragslage für einzelne Branchen in Deutschland einzuschätzen. Am schlechtesten sind die Aussichten nach Ansicht der Befragten demnach für die Versicherungs- sowie die Bankenbranche. Jeder zweite Teilnehmer rechnet hier mit einer abnehmenden Ertragssituation. Auch Versorger werden eher skeptisch betrachtet, immerhin 38 Prozent der Experten gehen für sie von einer Verschlechterung der Ertragslage aus. Im Gegenzug wird dem Handel, den Informationstechnologien sowie dem Maschinenbau von jeweils deutlich mehr als einem Drittel der Befragten eine positive Entwicklung der Ertragssituation im nächsten Jahr attestiert. Für die übrigen Branchen ist kein ausgeprägter Trend ersichtlich. Jeweils mehr als 80 Prozent der Umfrageteilnehmer erwarten zumindest keine Verschlechterung gegenüber 2014.

Fabian Brunner, Zwetelina Iliewa

ZEW - Finanzmarkttest Dezember 2014: Belegung der Antwortkategorien								
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	2.6	(- 0.2)	32.0	(- 2.7)	65.4	(+ 2.9)	-62.8	(- 3.1)
Deutschland	18.8	(+ 2.5)	72.4	(+ 1.7)	8.8	(- 4.2)	10.0	(+ 6.7)
USA	71.4	(+10.4)	28.2	(- 8.5)	0.4	(- 1.9)	71.0	(+12.3)
Japan	1.9	(- 1.0)	47.9	(-17.3)	50.2	(+18.3)	-48.3	(-19.3)
Großbritannien	36.6	(+ 1.9)	56.8	(- 1.7)	6.6	(- 0.2)	30.0	(+ 2.1)
Frankreich	0.0	(- 1.0)	13.9	(- 2.9)	86.1	(+ 3.9)	-86.1	(- 4.9)
Italien	0.0	(- 0.5)	13.2	(- 0.2)	86.8	(+ 0.7)	-86.8	(- 1.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	39.7	(+13.0)	52.4	(- 5.2)	7.9	(- 7.8)	31.8	(+20.8)
Deutschland (=ZEW Indikator)	44.1	(+16.9)	46.7	(-10.4)	9.2	(- 6.5)	34.9	(+23.4)
USA	41.0	(+ 7.9)	54.6	(- 9.0)	4.4	(+ 1.1)	36.6	(+ 6.8)
Japan	26.2	(+ 5.5)	66.8	(- 7.2)	7.0	(+ 1.7)	19.2	(+ 3.8)
Großbritannien	25.0	(+ 4.2)	68.4	(- 2.6)	6.6	(- 1.6)	18.4	(+ 5.8)
Frankreich	25.6	(+ 9.4)	58.3	(- 8.8)	16.1	(- 0.6)	9.5	(+10.0)
Italien	24.4	(+10.0)	61.3	(-11.3)	14.3	(+ 1.3)	10.1	(+ 8.7)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	19.7	(- 2.5)	56.3	(- 9.9)	24.0	(+12.4)	-4.3	(-14.9)
Deutschland	23.6	(- 2.8)	53.3	(- 9.7)	23.1	(+12.5)	0.5	(-15.3)
USA	43.4	(- 8.2)	43.8	(+ 2.0)	12.8	(+ 6.2)	30.6	(-14.4)
Japan	19.5	(- 5.9)	63.4	(+ 2.9)	17.1	(+ 3.0)	2.4	(- 8.9)
Großbritannien	30.9	(- 8.9)	56.2	(+ 3.0)	12.9	(+ 5.9)	18.0	(-14.8)
Frankreich	17.4	(- 1.4)	58.3	(- 7.4)	24.3	(+ 8.8)	-6.9	(-10.2)
Italien	16.9	(- 2.5)	56.5	(- 8.8)	26.6	(+11.3)	-9.7	(-13.8)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	3.5	(+ 1.2)	88.9	(+ 0.1)	7.6	(- 1.3)	-4.1	(+ 2.5)
USA	57.8	(+ 8.0)	42.2	(- 7.1)	0.0	(- 0.9)	57.8	(+ 8.9)
Japan	3.3	(- 3.1)	93.9	(+ 2.3)	2.8	(+ 0.8)	0.5	(- 3.9)
Großbritannien	31.1	(- 1.5)	68.4	(+ 3.5)	0.5	(- 2.0)	30.6	(+ 0.5)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	33.8	(+ 1.2)	50.0	(- 7.2)	16.2	(+ 6.0)	17.6	(- 4.8)
USA	70.3	(- 1.6)	25.7	(- 0.5)	4.0	(+ 2.1)	66.3	(- 3.7)
Japan	21.9	(+ 2.5)	73.4	(- 4.3)	4.7	(+ 1.8)	17.2	(+ 0.7)
Großbritannien	50.5	(- 2.2)	46.7	(+ 2.8)	2.8	(- 0.6)	47.7	(- 1.6)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	57.2	(+ 9.7)	29.3	(- 5.7)	13.5	(- 4.0)	43.7	(+13.7)
DAX (Deutschland)	58.0	(+ 8.0)	26.3	(- 7.2)	15.7	(- 0.8)	42.3	(+ 8.8)
TecDax (Deutschland)	56.0	(+ 8.7)	29.0	(- 6.3)	15.0	(- 2.4)	41.0	(+11.1)
Dow Jones Industrial (USA)	58.8	(+ 5.1)	27.6	(- 3.4)	13.6	(- 1.7)	45.2	(+ 6.8)
Nikkei 225 (Japan)	46.7	(+ 3.4)	38.9	(- 5.4)	14.4	(+ 2.0)	32.3	(+ 1.4)
FT-SE-100 (Großbritannien)	48.2	(+ 1.1)	36.7	(- 1.4)	15.1	(+ 0.3)	33.1	(+ 0.8)
CAC-40 (Frankreich)	38.2	(+ 4.2)	43.2	(+ 0.1)	18.6	(- 4.3)	19.6	(+ 8.5)
MIStel (Italien)	39.5	(+ 6.2)	42.0	(- 3.2)	18.5	(- 3.0)	21.0	(+ 9.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	77.7	(- 2.3)	16.5	(+ 2.2)	5.8	(+ 0.1)	71.9	(- 2.4)
Yen	11.3	(- 3.5)	58.0	(+ 1.7)	30.7	(+ 1.8)	-19.4	(- 5.3)
Brit. Pfund	44.7	(- 4.7)	47.6	(+ 2.1)	7.7	(+ 2.6)	37.0	(- 7.3)
Schw. Franken	7.7	(- 1.7)	87.1	(+ 2.9)	5.2	(- 1.2)	2.5	(- 0.5)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	39.9	(+12.8)	40.4	(-13.9)	19.7	(+ 1.1)	20.2	(+11.7)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	12.3	(+ 0.4)	42.3	(- 4.7)	45.4	(+ 4.3)	-33.1	(- 3.9)
Versicherungen	7.7	(- 3.2)	41.5	(- 9.0)	50.8	(+12.2)	-43.1	(-15.4)
Fahrzeuge	29.6	(+ 8.0)	54.9	(+ 1.4)	15.5	(- 9.4)	14.1	(+17.4)
Chemie/Pharma	34.0	(+ 1.4)	60.2	(+ 4.2)	5.8	(- 5.6)	28.2	(+ 7.0)
Stahl/NE-Metalle	22.8	(+ 4.6)	60.3	(- 2.7)	16.9	(- 1.9)	5.9	(+ 6.5)
Elektro	25.9	(+ 2.1)	67.2	(+ 0.9)	6.9	(- 3.0)	19.0	(+ 5.1)
Maschinen	37.2	(+ 5.1)	48.7	(- 2.9)	14.1	(- 2.2)	23.1	(+ 7.3)
Konsum/Handel	40.3	(+ 6.1)	54.5	(- 2.6)	5.2	(- 3.5)	35.1	(+ 9.6)
Bau	30.9	(+ 5.4)	55.5	(- 3.2)	13.6	(- 2.2)	17.3	(+ 7.6)
Versorger	10.5	(+ 4.5)	51.6	(-11.4)	37.9	(+ 6.9)	-27.4	(- 2.4)
Dienstleister	31.9	(+ 4.4)	62.3	(- 5.8)	5.8	(+ 1.4)	26.1	(+ 3.0)
Telekommunikation	19.9	(+ 3.9)	73.3	(- 3.6)	6.8	(- 0.3)	13.1	(+ 4.2)
Inform.-Technologien	38.4	(+ 0.7)	56.2	(- 1.7)	5.4	(+ 1.0)	33.0	(- 0.3)

Bemerkung: An der Dezember-Umfrage des Finanzmarkttests vom 1.12.2014 - 15.12.2014 beteiligten sich 230 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. Clemens Fuest (Präsident) · Thomas Kohl (Kaufmännischer Direktor)

Redaktion: Forschungsbereich Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement

Dr. Frieder Mokinski, Telefon 0621/1235-143, Telefax -223, E-Mail mokinski@zew.de

Dominik Rehse, MSc, Telefon 0621/1235-378, Telefax -223, E-Mail rehse@zew.de

Dipl. Wirtsch.-Ing. Jesper Riedler, Telefon 0621/1235-379, Telefax -223, E-Mail riedler@zew.de

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2015

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