

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 5.1.2015 – 19.1.2015 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 21.1.2015) wiedergegeben.

## Aufwärtstrend trotz Kapitalmarkturbulenzen

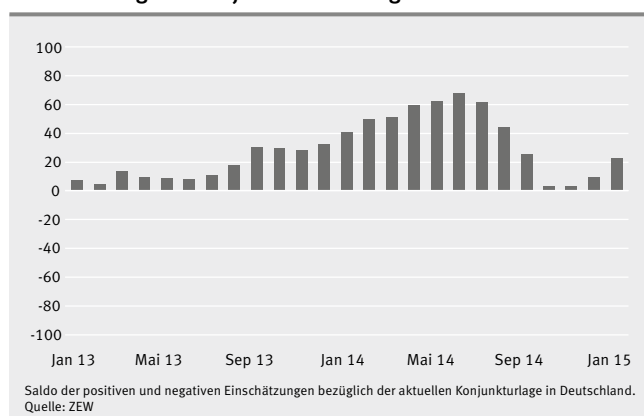
Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im Januar 2015 gegenüber dem Vormonat um 13,5 Punkte auf 48,4 Punkte gestiegen (langfristiger Mittelwert: 24,5 Punkte). Dies ist der dritte Anstieg in Folge. Höher notierte der Index zuletzt im Februar 2014.

Der gestiegene Optimismus zeigt sich auch in der Verteilung auf die Antwortkategorien. 55,0 Prozent der Umfrageteilnehmer gehen von einer sich verbessernden Konjunktur aus, was einem Zugewinn von 10,9 Prozentpunkten entspricht. Der Anteil der Experten, die eine unveränderte beziehungsweise eine sich verschlechternde Konjunktur in den kommenden Monaten erwarten, verringert sich um 8,3 bzw. 2,6 Prozentpunkte.

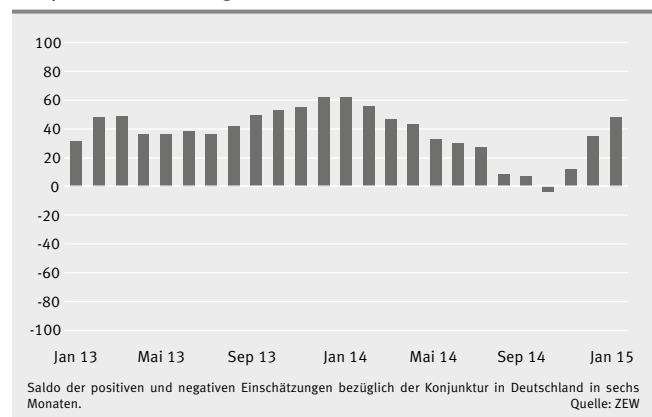
Für die ZEW-Finanzmarktexperten begann das neue Jahr mit einigen Turbulenzen. Zum Jahreswechsel erschütterte die Nachricht über vorgezogene Neuwahlen in Griechenland die Märkte. Mit einem sich andeutenden Regierungswechsel stehen nun die bisher zur Sanierung des Landes beschlossenen Schritte wieder in Frage. Auch die unerwartete Aufhebung der Koppelung des Schweizer Franken an den Euro zur Mitte des Monats führte zu gesteigerter Verunsicherung der Finanzmarktteilnehmer. So schnellte der VDAX, der die erwartete Volatilität des DAX über die nächsten 45 Tage misst, in den ersten Januarwochen stark in die Höhe. Dabei erreichte er Werte, die zuletzt Mitte 2012 beobachtet wurden.

Demgegenüber verlaufen die Vorbereitungen für die sich abzeichnende quantitative Lockerung durch die Europäische Zentralbank recht ruhig. Zwar halten die Diskussionen über Sinn

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



### Konjunkturerwartungen Deutschland



und Rechtmäßigkeit einer solchen Maßnahme weiter an. Die jüngsten Äußerungen des Generalanwalts am Europäischen Gerichtshof Cruz Villalón lassen jedoch auf ausreichend große juristische Spielräume schließen. Gemäß den bisher erfolgten Äußerungen könnte ein entsprechender Beschluss bereits in der EZB-Ratssitzung am 22. Januar erfolgen. Die mit einem solchen Schritt einhergehende weitere Schwächung des Euros dürfte der deutschen Exportwirtschaft zusätzlichen Auftrieb geben. Die ZEW-Finanzmarktexperten zumindest gehen von einer weiteren Abwertung des Euros aus, obwohl er gegenüber dem US-Dollar zuletzt schon auf das Niveau von Ende 2003 gefallen ist.

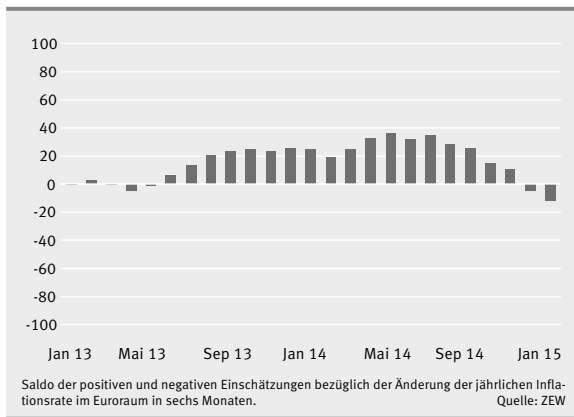
Begleitet wurde die Abwertung des Euros von einem weiter fallenden Ölpreis. Dadurch ergab sich eine Entlastung der durch die Euroabwertung verteuerten Importe. Mit nunmehr weniger als 50 US-Dollar pro Barrel hat sich der Ölpreis seit Ende Juli 2014 mehr als halbiert. Unklar bleibt in diesem Zusammenhang, welche genauen Ziele die OPEC-Länder mit dem lancierten Preisverfall erreichen möchten und wann der Preis wieder steigt. Gemäß den Einschätzungen der ZEW-Finanzmarktexperten ist damit voraussichtlich bereits innerhalb der nächsten sechs Monate zu rechnen.

In Summe kommen die Finanzmarktexperten zu einem positiven Urteil und gehen im Vergleich zum Vormonat in noch stärkerem Maße von einer Verbesserung der Konjunktur aus. Erste positive Zeichen zeigen sich in der positiveren Einschätzung der wirtschaftlichen Lage. Der Lagesaldo für Deutschland legt um 12,4 auf 22,4 Punkte zu.

Dominik Rehse

## EZB: Weiterer Rückgang der Inflationsrate erwartet

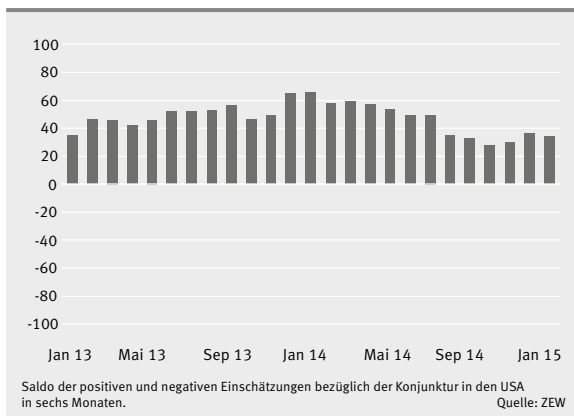
Erwartungen bezüglich Inflation



Die Inflationserwartungen der Finanzmarktexperten für die Eurozone gehen im Januar 2015 weiter zurück. Der entsprechende Saldo fällt gegenüber dem Vormonat um 7,4 auf minus 11,7 Punkte, seinem niedrigsten Stand seit Juli 2012. 27,9 Prozent (+3,9 Prozentpunkte) der Experten gehen derzeit davon aus, dass die Inflationsrate im Euroraum mittelfristig noch weiter sinken wird. Dagegen erwarten 16,2 Prozent (-3,5 Prozentpunkte) der Teilnehmer einen Anstieg und 55,9 Prozent (-0,4 Prozentpunkte) keine Veränderung. Den neusten Zahlen zufolge gab es im Dezember 2014 den ersten Rückgang der Verbraucherpreise (-0,1 Prozent) in der Eurozone seit Herbst 2009. Der Ölpreisverfall gilt als Verursacher dieser Entwicklung. Doch obwohl die Experten auf Sechsmontatssicht einen Anstieg des Ölpreises erwarten, gehen sie weiterhin von einer sinkenden Inflationsrate aus. Die Wahrscheinlichkeit eines Rückgangs der Kernrate der Inflation (ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel) in den nächsten Monaten dürfte demnach gestiegen sein. Jesper Riedler

## USA: Konjunkturerwartungen leicht nach unten korrigiert

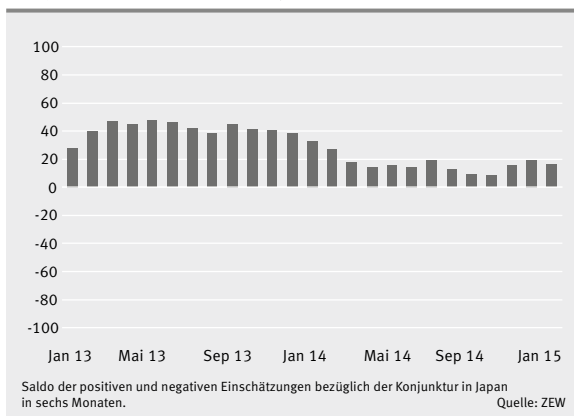
Konjunkturerwartungen USA



Die Finanzmarktexperten korrigieren ihre Konjunkturerwartungen für die USA im Januar 2015 leicht nach unten. Der entsprechende Indikator geht im Vergleich zum Vormonat um 2,2 Punkte auf nunmehr 34,4 Punkte zurück. Ausschlaggebend für den leichten Dämpfer bei den Konjunkturerwartungen dürfte der rapide Ölpreisverfall sein. Der Ölpreis, der seit Sommer 2014 50 Prozent seines Werts verloren hat, entwickelt sich zunehmend zu einem Problem für die noch junge Fracking-Industrie in den USA. Im Großen und Ganzen scheinen die Experten allerdings nicht davon auszugehen, dass der amerikanische Aufschwung mittelfristig gefährdet ist. Indessen verbessert sich die Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage in den USA. Im Januar steigt der entsprechende Saldo um 3,3 Punkte auf einen Stand von 74,3 Punkten. Besser notierte der Indikator zuletzt im November 2000. Verantwortlich für die Lageverbesserung dürfte auch die deutliche Aufwärtsrevision der BIP-Wachstumsrate für das dritte Quartal 2014 gewesen sein. Jesper Riedler

## Japan: Konjunkturausblick trübt sich wieder ein

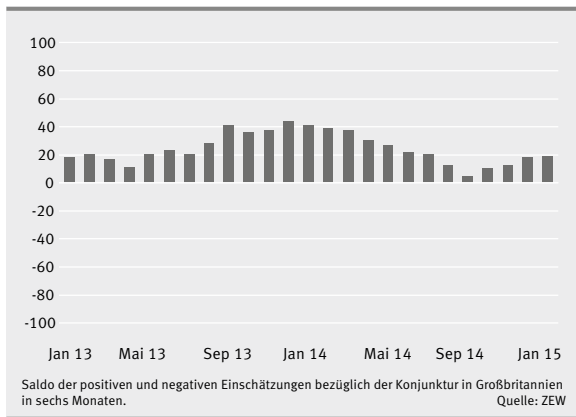
Konjunkturerwartungen Japan



Die Konjunkturerwartungen für Japan sind im Januar 2015 leicht zurückgegangen. Der entsprechende Indikator verliert 3,0 Punkte gegenüber dem Vormonat und notiert nun bei 16,2 Punkten. Nur noch 5,5 Prozent (minus 1,5 Prozentpunkte) der befragten Finanzmarktexperten erwarten, dass sich die Lage der japanischen Wirtschaft innerhalb der nächsten sechs Monate verbessern wird. Ganze 72,8 Prozent (plus 6,0 Prozentpunkte) der Experten glauben hingegen an ein Fortbestehen der gegenwärtigen Wirtschaftslage, die mit minus 38,9 Punkten (plus 9,4 Punkte gegenüber dem Vormonat) mehrheitlich negativ beurteilt wird. Zu einer Verbesserung der konjunkturellen Aussichten konnte auch das Ende Dezember beschlossene, dritte Konjunkturprogramm des Regierungschefs Shinzō Abe nicht beitragen. Zu groß scheinen derzeit die Probleme der japanischen Wirtschaft. Strukturreformen, unter anderem in der Landwirtschaft und auf dem Arbeitsmarkt, sind dringender denn je, um die Weichen für nachhaltiges Wachstum zu stellen. Jesper Riedler

## Großbritannien: Lageeinschätzung und konjunktureller Ausblick nahezu unverändert

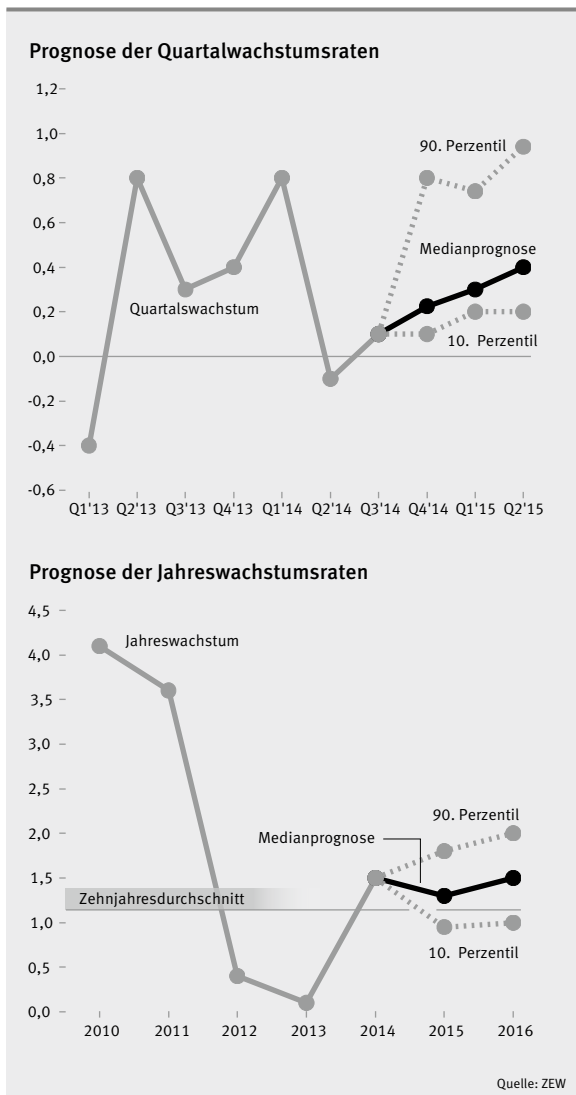
### Konjunkturerwartungen Großbritannien



Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung für Großbritannien stagnieren im Januar 2015. Die Einschätzung der ZEW-Finanzmarktexperten bezüglich der Veränderung der konjunkturellen Situation auf Sechsmonatssicht ist im Januar um lediglich 0,6 Punkte gegenüber dem Vormonat auf nun 19,0 Punkte gestiegen. Die positive Beurteilung der aktuellen Wirtschaftslage geht sogar leicht zurück. Der entsprechende Indikator verliert im Vergleich zum Dezember 1,7 Punkte und steht nun bei 28,3 Punkten. Ein Grund für das Innehalten der ZEW-Finanzmarktexperten könnte die zuletzt schwächelnde Industrieproduktion darstellen. Die neusten Zahlen belegen für November 2014 einen Rückgang der Industrieproduktion zum Vormonat um 0,1 Prozent. Erwartet wurde hingegen ein klarer Anstieg von bis zu 0,3 Prozent. Ob die November-Zahlen lediglich einen Ausrutscher markieren, oder ob in ihnen eine tatsächliche Schwächung der wirtschaftlichen Erholung Großbritanniens zum Ausdruck kommt, werden die nächsten Monate zeigen.

Jesper Riedler

## Sonderfrage: Wirtschaftswachstum



Die Quartalswachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Deutschland fielen im zweiten und dritten Quartal 2014 mit minus 0,1 beziehungsweise plus 0,1 Prozent bescheiden aus. Für die folgenden Quartale gehen die Finanzmarktexperten von einer Zunahme der Wachstumsdynamik aus. Darüber hinaus erwarten die Experten für das laufende sowie das kommende Jahr Wachstumsraten, die über dem Zehnjahresdurchschnitt von 1,2 Prozent liegen. Das sind die Ergebnisse der Sonderfrage im Januar 2015. Die Finanzmarktexperten werden vierteljährlich zu ihren Erwartungen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums in Deutschland befragt. In der aktuellen Umfrage äußerten sich die Befragten zum abgelaufenen vierten Quartal 2014, dem aktuellen ersten Quartal 2015 und dem bevorstehenden zweiten Quartal 2015. Des Weiteren wurden Prognosen zu den Jahreswachstumsraten 2015 und 2016 abgefragt. Die Experten machten dabei Punktprognosen zum nicht-annualisierten Quartalwachstum des realen und saisonbereinigten BIPs, beziehungsweise zu Jahreswachstumsraten des realen BIPs. Am 15. Januar gab das Statistische Bundesamt (Destatis) seine erste Berechnung für das Wirtschaftswachstum im Jahresdurchschnitt 2014 bekannt. Danach wuchs das reale BIP um 1,5 Prozent. Die ZEW-Finanzmarktexperten, die zu über 85 Prozent bereits vor der Bekanntgabe durch Destatis ihre Prognose abgaben, haben in der aktuellen Umfrage im Median eine Wachstumsrate von 1,4 Prozent prognostiziert. Die überraschend solide Jahreswachstumsrate ist nach den schwachen Wachstumsraten im zweiten und dritten Quartal insbesondere auf zwei Entwicklungen im vierten Quartal zurückzuführen: Die zunehmende Abwertung des Euros gegenüber vielen Fremdwährungen sowie der fallende Rohölpreis. Die Finanzmarktexperten schätzen die Wachstumsrate im vierten Quartal auf 0,225 Prozent gegenüber dem Vorquartal und erwarten, dass sich die Wachstumsdynamik in den kommenden sechs Monaten noch verstärken wird. Für das erste und zweite Quartal 2015 werden Quartalswachstumsraten von 0,3 beziehungsweise 0,4 Prozent erwartet. Darüber hinaus deuten die längerfristigen Prognosen der Experten darauf hin, dass der vom billigen Öl und schwachen Euro getriebene konjunkturelle Rückenwind den An Schub für nachhaltiges Wirtschaftswachstum liefern kann. Für die Jahre 2015 und 2016 werden Wachstumsraten von 1,3 beziehungsweise 1,5 Prozent prognostiziert.

Jesper Riedler

<b>ZEW - Finanzmarkttest Januar 2015: Belegung der Antwortkategorien</b>								
<b>Konjunktur (Situation)</b>	<b>gut</b>		<b>normal</b>		<b>schlecht</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	1.3	(- 1.3)	40.3	(+ 8.3)	58.4	(- 7.0)	-57.1	(+ 5.7)
Deutschland	27.2	(+ 8.4)	68.0	(- 4.4)	4.8	(- 4.0)	22.4	(+12.4)
USA	74.7	(+ 3.3)	24.9	(- 3.3)	0.4	(+/- 0.0)	74.3	(+ 3.3)
Japan	1.9	(+/- 0.0)	57.3	(+ 9.4)	40.8	(- 9.4)	-38.9	(+ 9.4)
Großbritannien	32.9	(- 3.7)	62.5	(+ 5.7)	4.6	(- 2.0)	28.3	(- 1.7)
Frankreich	0.0	(+/- 0.0)	14.7	(+ 0.8)	85.3	(- 0.8)	-85.3	(+ 0.8)
Italien	0.0	(+/- 0.0)	12.9	(- 0.3)	87.1	(+ 0.3)	-87.1	(- 0.3)
<b>Konjunktur (Erwartungen)</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	50.0	(+10.3)	45.2	(- 7.2)	4.8	(- 3.1)	45.2	(+13.4)
Deutschland (=ZEW Indikator)	55.0	(+10.9)	38.4	(- 8.3)	6.6	(- 2.6)	48.4	(+13.5)
USA	38.8	(- 2.2)	56.8	(+ 2.2)	4.4	(+/- 0.0)	34.4	(- 2.2)
Japan	21.7	(- 4.5)	72.8	(+ 6.0)	5.5	(- 1.5)	16.2	(- 3.0)
Großbritannien	25.0	(+/- 0.0)	69.0	(+ 0.6)	6.0	(- 0.6)	19.0	(+ 0.6)
Frankreich	30.6	(+ 5.0)	57.7	(- 0.6)	11.7	(- 4.4)	18.9	(+ 9.4)
Italien	26.3	(+ 1.9)	64.7	(+ 3.4)	9.0	(- 5.3)	17.3	(+ 7.2)
<b>Inflationsrate</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	16.2	(- 3.5)	55.9	(- 0.4)	27.9	(+ 3.9)	-11.7	(- 7.4)
Deutschland	18.3	(- 5.3)	55.2	(+ 1.9)	26.5	(+ 3.4)	-8.2	(- 8.7)
USA	37.8	(- 5.6)	44.7	(+ 0.9)	17.5	(+ 4.7)	20.3	(-10.3)
Japan	16.2	(- 3.3)	66.7	(+ 3.3)	17.1	(+/- 0.0)	-0.9	(- 3.3)
Großbritannien	27.9	(- 3.0)	55.0	(- 1.2)	17.1	(+ 4.2)	10.8	(- 7.2)
Frankreich	16.5	(- 0.9)	56.0	(- 2.3)	27.5	(+ 3.2)	-11.0	(- 4.1)
Italien	16.8	(- 0.1)	54.4	(- 2.1)	28.8	(+ 2.2)	-12.0	(- 2.3)
<b>Kurzfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Euroraum	1.7	(- 1.8)	85.6	(- 3.3)	12.7	(+ 5.1)	-11.0	(- 6.9)
USA	59.3	(+ 1.5)	38.5	(- 3.7)	2.2	(+ 2.2)	57.1	(- 0.7)
Japan	3.7	(+ 0.4)	93.1	(- 0.8)	3.2	(+ 0.4)	0.5	(+/- 0.0)
Großbritannien	26.8	(- 4.3)	70.9	(+ 2.5)	2.3	(+ 1.8)	24.5	(- 6.1)
<b>Langfristige Zinsen</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Deutschland	32.6	(- 1.2)	53.5	(+ 3.5)	13.9	(- 2.3)	18.7	(+ 1.1)
USA	69.0	(- 1.3)	27.1	(+ 1.4)	3.9	(- 0.1)	65.1	(- 1.2)
Japan	19.8	(- 2.1)	75.1	(+ 1.7)	5.1	(+ 0.4)	14.7	(- 2.5)
Großbritannien	47.7	(- 2.8)	47.7	(+ 1.0)	4.6	(+ 1.8)	43.1	(- 4.6)
<b>Aktienkurse</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
STOXX 50 (Euroraum)	61.4	(+ 4.2)	30.2	(+ 0.9)	8.4	(- 5.1)	53.0	(+ 9.3)
DAX (Deutschland)	61.9	(+ 3.9)	29.4	(+ 3.1)	8.7	(- 7.0)	53.2	(+10.9)
TecDax (Deutschland)	60.3	(+ 4.3)	32.2	(+ 3.2)	7.5	(- 7.5)	52.8	(+11.8)
Dow Jones Industrial (USA)	59.2	(+ 0.4)	28.6	(+ 1.0)	12.2	(- 1.4)	47.0	(+ 1.8)
Nikkei 225 (Japan)	46.8	(+ 0.1)	40.5	(+ 1.6)	12.7	(- 1.7)	34.1	(+ 1.8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	46.9	(- 1.3)	42.9	(+ 6.2)	10.2	(- 4.9)	36.7	(+ 3.6)
CAC-40 (Frankreich)	38.4	(+ 0.2)	46.7	(+ 3.5)	14.9	(- 3.7)	23.5	(+ 3.9)
MIStel (Italien)	38.3	(- 1.2)	44.4	(+ 2.4)	17.3	(- 1.2)	21.0	(+/- 0.0)
<b>Wechselkurse zum Euro</b>	<b>aufwerten</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>abwerten</b>		<b>Saldo</b>	
Dollar	72.5	(- 5.2)	20.6	(+ 4.1)	6.9	(+ 1.1)	65.6	(- 6.3)
Yen	20.2	(+ 8.9)	62.6	(+ 4.6)	17.2	(-13.5)	3.0	(+22.4)
Brit. Pfund	47.5	(+ 2.8)	46.1	(- 1.5)	6.4	(- 1.3)	41.1	(+ 4.1)
Schw. Franken	25.9	(+18.2)	64.2	(-22.9)	9.9	(+ 4.7)	16.0	(+13.5)
<b>Rohstoffpreis</b>	<b>erhöhen</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>reduzieren</b>		<b>Saldo</b>	
Öl (Nordsee Brent)	50.8	(+10.9)	36.9	(- 3.5)	12.3	(- 7.4)	38.5	(+18.3)
<b>Branchen</b>	<b>verbessern</b>		<b>nicht verändern</b>		<b>verschlechtern</b>		<b>Saldo</b>	
Banken	10.5	(- 1.8)	41.1	(- 1.2)	48.4	(+ 3.0)	-37.9	(- 4.8)
Versicherungen	9.0	(+ 1.3)	44.2	(+ 2.7)	46.8	(- 4.0)	-37.8	(+ 5.3)
Fahrzeuge	34.2	(+ 4.6)	53.7	(- 1.2)	12.1	(- 3.4)	22.1	(+ 8.0)
Chemie/Pharma	45.7	(+11.7)	48.4	(-11.8)	5.9	(+ 0.1)	39.8	(+11.6)
Stahl/NE-Metalle	30.7	(+ 7.9)	55.9	(- 4.4)	13.4	(- 3.5)	17.3	(+11.4)
Elektro	31.2	(+ 5.3)	62.9	(- 4.3)	5.9	(- 1.0)	25.3	(+ 6.3)
Maschinen	46.8	(+ 9.6)	44.0	(- 4.7)	9.2	(- 4.9)	37.6	(+14.5)
Konsum/Handel	45.2	(+ 4.9)	51.1	(- 3.4)	3.7	(- 1.5)	41.5	(+ 6.4)
Bau	35.6	(+ 4.7)	58.0	(+ 2.5)	6.4	(- 7.2)	29.2	(+11.9)
Versorger	9.1	(- 1.4)	51.1	(- 0.5)	39.8	(+ 1.9)	-30.7	(- 3.3)
Dienstleister	30.4	(- 1.5)	66.3	(+ 4.0)	3.3	(- 2.5)	27.1	(+ 1.0)
Telekommunikation	21.1	(+ 1.2)	73.5	(+ 0.2)	5.4	(- 1.4)	15.7	(+ 2.6)
Inform.-Technologien	45.7	(+ 7.3)	51.6	(- 4.6)	2.7	(- 2.7)	43.0	(+10.0)

Bemerkung: An der Januar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 5.1.2015 - 19.1.2015 beteiligten sich 233 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  
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