

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 30.12.2015 – 18.01.2016 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 21.01.2016) wiedergegeben.

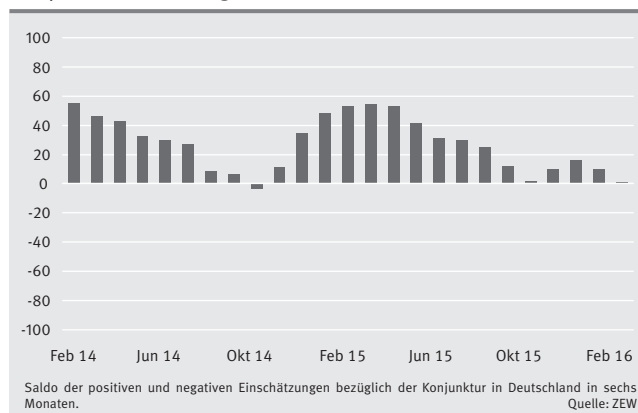
## Konjunkturausblick trübt sich ein

Die Konjunkturerwartungen für Deutschland gehen im Januar 2016 zurück. Der entsprechende Saldo verliert gegenüber dem Vormonat 5,9 Punkte und beläuft sich nun auf 10,2 Punkte. Die wirtschaftliche Lage für Deutschland wird hingegen besser als im Vormonat eingeschätzt. Der entsprechende Saldo verbessert sich im Januar 2016 um 4,7 auf 59,7 Punkte.

Die rückläufigen Erwartungen dürften insbesondere unter dem Eindruck des turbulenten Jahresstarts an den Kapitalmärkten entstanden sein. Nach einer Spirale von Kursrückgängen, regulatorischen Eingriffen und weiteren Kursrückgängen am chinesischen Aktienmarkt war es in den ersten zwei Januarwochen auch zu starken Kursrückgängen am deutschen Aktienmarkt gekommen. Im Umfragezeitraum verlor der deutsche Leitindex DAX in den beiden ersten Januarwochen rund elf Prozent und machte auf diese Weise den Jahresgewinn für 2015 von rund zehn Prozent wieder zunichte.

Was ist der Grund für diese starke Abwärtskorrektur? Die sich verdichtende Nachrichtenlage über eine Verlangsamung des chinesischen Wirtschaftswachstums dürfte kaum einen Beobachter überrascht haben. Wesentlicher scheint die Frage, ob die chinesische Volkswirtschaft überhaupt noch unter Kontrolle zu halten ist. Schon lange besteht Misstrauen gegenüber den offiziell bekannten Wachstumsdaten für die chinesische Volkswirtschaft. Es steht die Vermutung im Raum, dass in der Vergangenheit starkes Wachstum untertrieben und das jüngst deutlich schwächere Wachstum übertrieben wurde, um so einen beständigen und unter der Kontrolle der Regierung stehenden Wach-

### Konjunkturerwartungen Deutschland

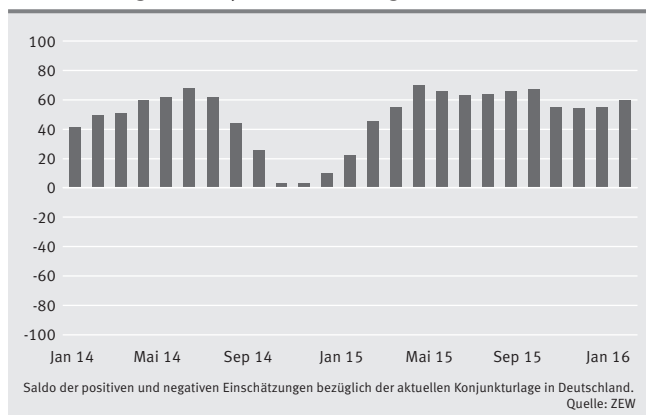


tumspfad vorzutauschen. Die kurz nach Umfrageende veröffentlichten Zahlen zum chinesischen Wirtschaftswachstum in 2015 von 6,9 Prozent kann demnach durchaus kritisch gesehen werden. Wesentlicher als die betragsmäßige Höhe scheint jedoch zu sein, dass die vorgegebene vollständige Kontrolle der wirtschaftlichen Entwicklung sich zunehmend als eine Illusion darzustellen scheint. Die jüngsten Kursturbulenzen am chinesischen Kapitalmarkt bieten ein Beispiel dafür. Trotz sehr starker staatlicher Eingriffe – unter anderem durch Handelsunterbrechungen, massive Stützungskäufe sowie Verkaufsverbote für große Anteilseigner – ließ sich der starke Kursverfall kaum verhindern beziehungsweise stoppen. Ähnliches gilt für die Versuche, den Außenwert des Yuan unter Kontrolle zu halten, was nur durch massive Interventionen gelingt.

Diese Entwicklungen lassen sich entweder als technokratische Problemstellung betrachten, wonach es nur darum geht, die jeweiligen Maßnahmen „richtig“ umzusetzen. Oder diese Entwicklungen lassen sich als kaum zentral organisierbar und den wirtschaftlichen und politischen Kräften frei ausgesetzt wahrnehmen. Bildhaft gesprochen geht es um die Frage, ob sich der chinesische Riesentanker noch ausreichend auf Kurs halten lässt oder den Naturgewalten zunehmend ausgeliefert ist. In Anbetracht der nervösen Reaktion der Kapitalmärkte außerhalb Chinas auf die Entwicklungen in China scheinen mehr und mehr Beobachter von letzterem auszugehen. Dies dürfte auch die ZEW-Finanzmarktexperten hinsichtlich des Konjunkturausblicks für Deutschland vorsichtig gestimmt haben.

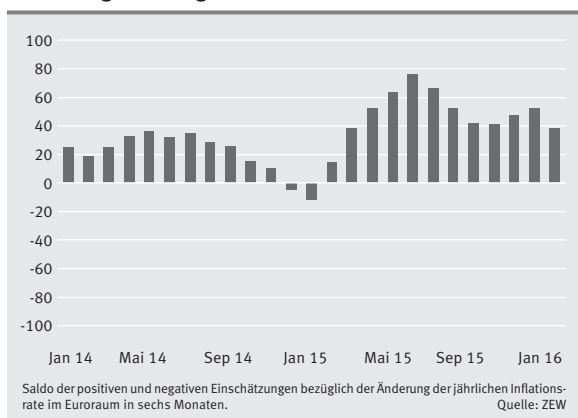
Dominik Rehse

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



## Eurozone: Rückgang der Inflationserwartungen

Erwartungen bezüglich der Inflation

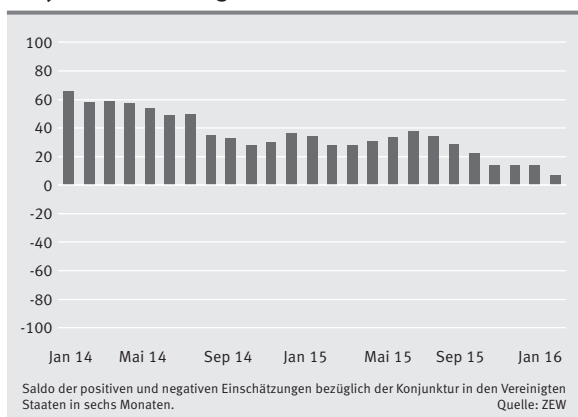


Die Inflationserwartungen für den Euroraum gehen im Januar 2016 zurück. Der entsprechende Saldo verliert stattliche 14,3 Punkte und steht nun bei 38,4 Punkten. Auch für Großbritannien, Japan und die USA, gehen die Inflationserwartungen signifikant zurück. Der Rückgang der Inflationserwartungen geht einher mit einer erneuten Verringerung des Ölpreises. Zum Ende des Umfragezeitraums lag der Preis pro Barrel WTI- bzw. Brent-Öl bei unter 30 US-Dollar. Angebotsseitig dürfte der erneut gesunkene Ölpreis vor allem auf die Aufhebung der Sanktionen gegen Iran zurückzuführen sein. Nachfrageseitig dürften der recht milde Winter sowie die sinkende Nachfrage aus einigen Schwellenländern den weiteren Ölpreisrückgang befördern. Das primäre Ergebnis dieser Entwicklung in Bezug auf die Inflationsrate dürften geringere Heiz- und Benzinkosten sein, auch wenn Verarbeitungs- und Transportkosten sowie Steuern den Preisrückgang nicht vollständig bis zum Endverbraucher durchdringen lassen.

Dominik Rehse

## USA: Starker Dollar und niedriger Ölpreis belasten Konjunkturausblick

Konjunkturerwartungen USA

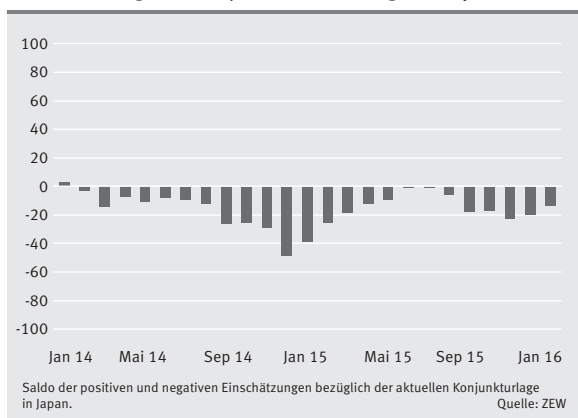


Die Konjunkturerwartungen für die USA gehen im Januar 2016 zurück. Der entsprechende Indikator fällt gegenüber dem Vormonat um 7,0 Punkte auf nunmehr 6,7 Punkte. Niedriger notierte der Indikator zuletzt im Oktober 2012. Insbesondere zwei Faktoren dürften die gedämpften Konjunkturaussichten für die USA auf Halbjahressicht erklären. Zum einen belastet der starke Dollar die Exportwirtschaft, zum anderen macht der niedrige Rohölpreis der amerikanischen Fracking-Industrie schwer zu schaffen. Schon im zweiten Halbjahr 2015 mussten überdurchschnittlich viele Öl- und Gasfirmen in den USA Insolvenz anmelden. Der neuste Rückgang des Ölpreises dürfte diese Entwicklung noch verschärfen. Auch die Einschätzungen der Experten bezüglich der konjunkturellen Lage in den USA gehen im Januar 2016 zurück. Der Indikator fällt im Vormonatsvergleich um 9,0 auf 56,2 Punkte. Diese Revision spiegelt neuste Wirtschaftszahlen zu Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätzen wider, die enttäuschend ausfielen.

Jesper Riedler

## Japan: Ölpreisrückgang verbessert die Wirtschaftslage in Japan

Einschätzung der konjunkturellen Lage in Japan

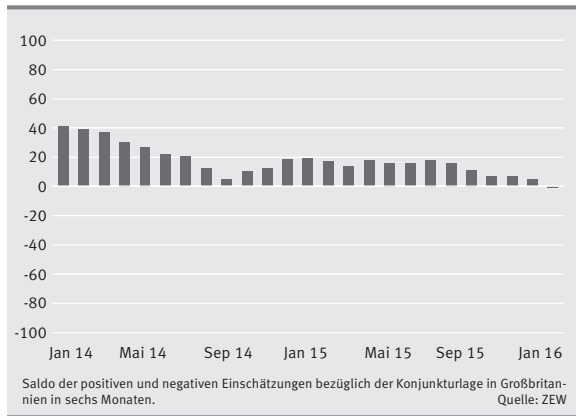


Nach Einschätzung der Finanzmarktexperten verbessert sich im Januar 2016 die konjunkturelle Lage in Japan. Der entsprechende Saldo steigt gegenüber dem Vormonat um 6,7 Punkte auf einen Stand von minus 13,2 Punkten. Dabei erhöht sich der Anteil der Experten, die die Wirtschaftslage in Japan als gut bewerten um 4,1 Prozentpunkte auf 7,0 Prozent, während der Anteil an schlechten Bewertungen auf 20,2 Prozent (-2,6 Prozentpunkte) fällt. Eine Mehrheit von 72,8 Prozent (-1,5 Prozentpunkte) bewertet die konjunkturelle Lage in Japan als normal. Die verbesserte Lageeinschätzung der Experten dürfte vor allem auf den Tiefstand des Rohölpreises zurückzuführen sein. Japan gehört zu den größten Nettoimporteuren von Öl, sodass der billige Rohstoff sich wie ein Konjunkturprogramm für die japanische Wirtschaft auswirkt. Doch die Turbulenzen an den chinesischen Kapitalmärkten stellen für Japan eine große Herausforderung dar. Die Konjunkturerwartungen gehen dementsprechend um 2,3 auf 6,9 Punkte zurück.

Jesper Riedler

## Großbritannien: Erneuter Rückgang der Konjunkturerwartungen

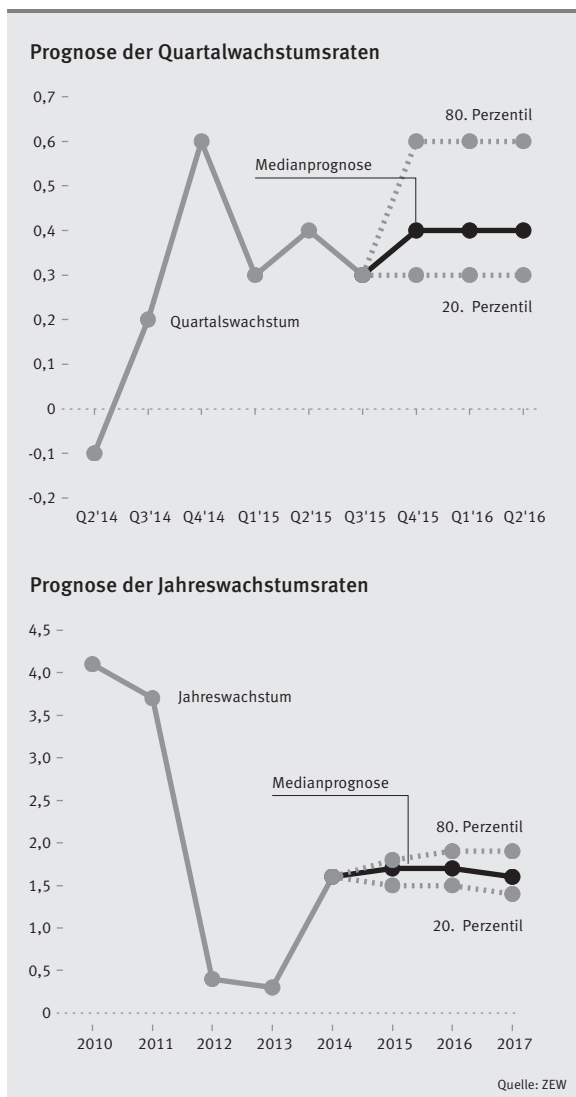
Konjunkturerwartungen Großbritannien



Die Erwartungen der Finanzmarktexperten hinsichtlich der mittelfristigen konjunkturellen Entwicklung in Großbritannien gehen im Januar 2016 zum sechsten Mal in Folge zurück. Der entsprechende Indikator notiert mit minus 0,1 Punkten knapp unter der Nulllinie und 4,9 Punkte unter dem Vormonatswert. Die Finanzmarktexperten scheinen davon auszugehen, dass die konjunkturelle Erholung Großbritanniens abgeschlossen ist und das Land nach hohen Wachstumsraten in den vergangenen zwei Jahren nun wieder deutlich langsamer wachsen wird. Im Jahr 2014 wuchs die Wirtschaftsleistung noch um knapp drei Prozent, während für das Jahr 2015 eine Wachstumsrate von 2,2 Prozent prognostiziert wird. Anzeichen des nachlassenden Wachstums finden sich beispielsweise in den aktuellen Zahlen zur Industrieproduktion, die im November 2015 um 0,7 Prozent zurückging. Darüber hinaus dürften sich weitere Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung dämpfend auf das Wirtschaftswachstum auswirken.

Jesper Riedler

## Sonderfrage: Stabiles Wirtschaftswachstum erwartet



Im Januar 2016 wurden die ZEW-Finanzmarktexperten im Rahmen der Sonderfrage zu ihren Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums in Deutschland befragt. Im Vergleich zur letzten Umfrage zum gleichen Thema im Oktober 2015 halten die Experten an ihrer Medianprognose für das abgelaufene vierte Quartal 2015 und das aktuelle erste Quartal 2016 fest. Es wird hier jeweils eine preis- und saisonbereinigte Wachstumsrate von 0,4 Prozent prognostiziert. Auch für das nun erstmals abgefragte zweite Quartal 2016 gehen die Experten von einer Steigerung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 0,4 Prozent aus. Dabei erwarten die mittleren sechzig Prozent der Umfrageteilnehmer, dass die BIP-Wachstumsraten für die abgefragten Quartale zwischen 0,3 und 0,6 Prozent liegen werden. Die asymmetrische Verteilung der Einzelprognosen zeigt, dass die Experten größere Abweichungen von den jeweiligen Medianprognosen eher nach oben als nach unten erwarten. Im Mittel prognostizieren die befragten Experten für das abgelaufene Jahr 2015 eine preisbereinigte Jahreswachstumsrate des BIPs von 1,7 Prozent. Diese Einschätzung deckt sich mit der vom Statistischen Bundesamt am 14. Januar veröffentlichten ersten Schätzung für das deutsche Wirtschaftswachstum 2015. Für die Jahre 2016 und 2017 gehen die Experten im Median von Wachstumsraten in Höhe von 1,7 Prozent beziehungsweise 1,6 Prozent aus. Demensprechend bleiben gegenüber der letzten vergleichbaren Sonderfrage im Oktober 2015 die Umfrageteilnehmer bei ihrer Wachstumsprognose für das Jahr 2016, während sie diese für das Jahr 2017 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidieren. Die bemerkenswert stabilen Prognosen und ihr schmales Konfidenzintervall zwischen dem zwanzigsten und achtzigsten Perzentil bringen die Zuversicht der Finanzmarktexperten in die Widerstandsfähigkeit der deutschen Konjunktur zum Ausdruck. Insbesondere dürften im laufenden Jahr steigende Konsumausgaben die Wirtschaft stabilisieren. Dies schließt höhere Ausgaben des Staates für Flüchtlinge mit ein. Schätzungen des Statistischen Bundesamtes zeigen, dass schon 2015 die Konsumausgaben der wichtigste Wachstumstreiber waren. Private Ausgaben wuchsen der Schätzung zufolge um 1,9 Prozent, während staatlichen Ausgaben gegenüber dem Vorjahr um 2,8 Prozent zulegen konnten. Der Außenbeitrag trug mit 0,2 Prozent hingegen nur geringfügig zum Wachstum bei.

Jesper Riedler

ZEW - Finanzmarkttest Januar 2016: Belegung der Antwortkategorien							
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo
Euroraum	6.2	(+ 1.2)	80.1	(- 0.3)	13.7	(- 0.9)	-7.5 (+ 2.1)
Deutschland	60.6	(+ 5.1)	38.5	(- 5.5)	0.9	(+ 0.4)	59.7 (+ 4.7)
USA	58.0	(- 8.1)	40.2	(+ 7.2)	1.8	(+ 0.9)	56.2 (- 9.0)
Japan	7.0	(+ 4.1)	72.8	(- 1.5)	20.2	(- 2.6)	-13.2 (+ 6.7)
Großbritannien	33.2	(- 7.8)	62.2	(+ 6.6)	4.6	(+ 1.2)	28.6 (- 9.0)
Frankreich	0.9	(- 0.5)	51.4	(+ 3.8)	47.7	(- 3.3)	-46.8 (+ 2.8)
Italien	3.2	(+ 0.8)	50.2	(- 3.2)	46.6	(+ 2.4)	-43.4 (- 1.6)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Euroraum	32.9	(- 7.9)	56.9	(+ 4.6)	10.2	(+ 3.3)	22.7 (-11.2)
Deutschland (=ZEW Indikator)	24.0	(- 0.8)	62.2	(- 4.3)	13.8	(+ 5.1)	10.2 (- 5.9)
USA	20.9	(- 2.0)	64.9	(- 3.0)	14.2	(+ 5.0)	6.7 (- 7.0)
Japan	15.3	(- 0.2)	76.3	(- 1.9)	8.4	(+ 2.1)	6.9 (- 2.3)
Großbritannien	15.6	(+ 1.6)	68.7	(- 8.1)	15.7	(+ 6.5)	-0.1 (- 4.9)
Frankreich	22.2	(- 7.1)	66.4	(+ 5.7)	11.4	(+ 1.4)	10.8 (- 8.5)
Italien	32.5	(- 4.0)	55.2	(+ 0.4)	12.3	(+ 3.6)	20.2 (- 7.6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	43.3	(-11.7)	51.8	(+ 9.1)	4.9	(+ 2.6)	38.4 (-14.3)
Deutschland	46.4	(-11.5)	46.9	(+ 6.2)	6.7	(+ 5.3)	39.7 (-16.8)
USA	59.6	(- 7.2)	36.8	(+ 4.5)	3.6	(+ 2.7)	56.0 (- 9.9)
Japan	23.1	(- 5.7)	71.7	(+ 2.5)	5.2	(+ 3.2)	17.9 (- 8.9)
Großbritannien	50.0	(-11.2)	46.2	(+ 8.9)	3.8	(+ 2.3)	46.2 (-13.5)
Frankreich	41.7	(-11.2)	50.9	(+ 7.7)	7.4	(+ 3.5)	34.3 (-14.7)
Italien	42.8	(-11.8)	49.5	(+ 7.5)	7.7	(+ 4.3)	35.1 (-16.1)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	4.4	(+ 0.2)	80.0	(+ 7.0)	15.6	(- 7.2)	-11.2 (+ 7.4)
USA	77.8	(-13.4)	21.3	(+13.9)	0.9	(- 0.5)	76.9 (-12.9)
Japan	3.3	(- 0.1)	94.4	(+ 0.3)	2.3	(- 0.2)	1.0 (+ 0.1)
Großbritannien	32.4	(- 7.7)	65.7	(+ 7.3)	1.9	(+ 0.4)	30.5 (- 8.1)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Deutschland*	48.3	(- 0.2)	47.7	(+ 2.2)	4.0	(- 2.0)	44.3 (+ 1.8)
USA	71.7	(- 8.4)	26.1	(+ 8.5)	2.2	(- 0.1)	69.5 (- 8.3)
Japan	24.4	(+ 0.7)	73.7	(- 0.6)	1.9	(- 0.1)	22.5 (+ 0.8)
Großbritannien	50.0	(- 7.3)	47.2	(+ 7.0)	2.8	(+ 0.3)	47.2 (- 7.6)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	65.9	(+ 1.4)	27.5	(- 1.6)	6.6	(+ 0.2)	59.3 (+ 1.2)
DAX (Deutschland)	68.4	(+ 1.9)	24.9	(- 0.2)	6.7	(- 1.7)	61.7 (+ 3.6)
TecDax (Deutschland)	63.1	(- 1.1)	28.2	(+ 1.9)	8.7	(- 0.8)	54.4 (- 0.3)
Dow Jones Industrial (USA)	60.4	(+ 7.4)	29.0	(- 6.0)	10.6	(- 1.4)	49.8 (+ 8.8)
Nikkei 225 (Japan)	53.5	(+ 5.8)	35.5	(- 9.5)	11.0	(+ 3.7)	42.5 (+ 2.1)
FT-SE-100 (Großbritannien)	55.1	(+ 3.2)	37.8	(- 1.1)	7.1	(- 2.1)	48.0 (+ 5.3)
CAC-40 (Frankreich)	53.6	(- 0.9)	34.8	(- 1.3)	11.6	(+ 2.2)	42.0 (- 3.1)
MIStel (Italien)	54.1	(- 2.9)	33.5	(+ 1.1)	12.4	(+ 1.8)	41.7 (- 4.7)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo
Dollar	61.0	(- 6.7)	29.0	(+ 6.0)	10.0	(+ 0.7)	51.0 (- 7.4)
Yen	18.9	(+ 3.0)	64.7	(- 6.1)	16.4	(+ 3.1)	2.5 (- 0.1)
Brit. Pfund	34.2	(- 7.4)	50.5	(+ 5.3)	15.3	(+ 2.1)	18.9 (- 9.5)
Schw. Franken	13.8	(+ 1.3)	71.8	(- 1.6)	14.4	(+ 0.3)	-0.6 (+ 1.0)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Öl (Nordsee Brent)	50.2	(+ 8.1)	35.2	(-14.3)	14.6	(+ 6.2)	35.6 (+ 1.9)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Banken	7.3	(- 0.6)	40.1	(+ 3.9)	52.6	(- 3.3)	-45.3 (+ 2.7)
Versicherungen	8.4	(+ 1.1)	41.9	(- 0.5)	49.7	(- 0.6)	-41.3 (+ 1.7)
Fahrzeuge	13.1	(+ 0.7)	51.6	(+ 4.7)	35.3	(- 5.4)	-22.2 (+ 6.1)
Chemie/Pharma	28.1	(- 4.2)	60.8	(+ 4.5)	11.1	(- 0.3)	17.0 (- 3.9)
Stahl/NE-Metalle	12.1	(- 5.2)	57.7	(- 0.3)	30.2	(+ 5.5)	-18.1 (-10.7)
Elektro	24.4	(- 6.9)	67.7	(+ 7.5)	7.9	(- 0.6)	16.5 (- 6.3)
Maschinen	23.9	(- 7.9)	58.5	(+ 8.5)	17.6	(- 0.6)	6.3 (- 7.3)
Konsum/Handel	56.4	(- 0.1)	37.2	(- 1.8)	6.4	(+ 1.9)	50.0 (- 2.0)
Bau	57.9	(+ 7.6)	35.3	(- 8.8)	6.8	(+ 1.2)	51.1 (+ 6.4)
Versorger	6.9	(+ 0.7)	52.9	(+ 4.0)	40.2	(- 4.7)	-33.3 (+ 5.4)
Dienstleister	40.8	(+ 1.2)	55.0	(+ 0.2)	4.2	(- 1.4)	36.6 (+ 2.6)
Telekommunikation	27.4	(+ 0.2)	66.3	(- 0.2)	6.3	(+/- 0.0)	21.1 (+ 0.2)
Inform.-Technologien	46.0	(+/- 0.0)	51.9	(+ 1.3)	2.1	(- 1.3)	43.9 (+ 1.3)

Bemerkung: An der Januar-Umfrage des Finanzmarkttests vom 30.12.2015 - 18.1.2016 beteiligten sich 227 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.