

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 2.3.2015 – 16.3.2015 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 20.3.2015) wiedergegeben.

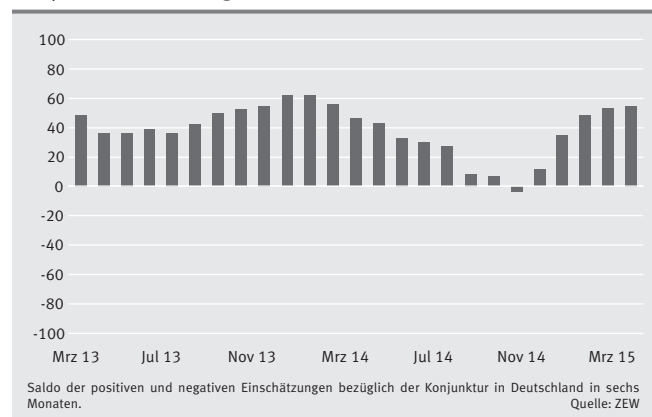
## Konjunkturerwartungen weiter auf hohem Niveau

Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im Januar 2015 im Vergleich zum Vormonat um 1,8 auf 54,8 Punkte gestiegen (langfristiger Mittelwert: 24,7 Punkte). Dies ist der fünfte Anstieg in Folge. Höher notierte der Index zuletzt im Februar 2014. Auch die Einschätzung der konjunkturellen Lage erreicht wieder ein beachtliches Niveau. Der Lagesaldo legt um 9,6 auf 55,1 Punkte zu. Höher stand er zuletzt im Juli 2014.

Die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands vom Frühjahr des letzten Jahres zum Frühjahr dieses Jahres lässt sich am besten mit einer U-Kurve beschreiben. Während die Einschätzung von Lage und Erwartungen zu Beginn des vergangenen Jahres jeweils noch um die 50 Punkte notierte, ging in den folgenden Monaten die Erwartungseinschätzung mit der weiteren Verbesserung der Lageeinschätzung immer mehr zurück. Mit Beginn der Ukraine-Krise trübte sich ab Mitte des Jahres auch die Einschätzung der konjunkturellen Lage ein. Im Oktober 2014 waren sowohl Lage- als auch Erwartungseinschätzung bis zur Nulllinie gefallen. Danach zog mit der Aufhellung der Konjunkturerwartungen jedoch auch die Lageeinschätzung wieder an. Dieser Aufschwung dürfte insbesondere auf den fallenden Ölpreis, die Abwertung des Euros sowie die angekündigten und zwischenzeitlich auch umgesetzten Stützungsmaßnahmen der Europäischen Zentralbank zurückzuführen sein.

Mit Werten von knapp über 50 Punkten notieren nun sowohl die Lage- als auch die Erwartungseinschätzung wieder auf dem Niveau von vor einem Jahr. Dies legt die Frage nahe, ob für die kommenden Monate ein ähnlicher Zyklus zu erwarten ist. Pes-

Konjunkturerwartungen Deutschland

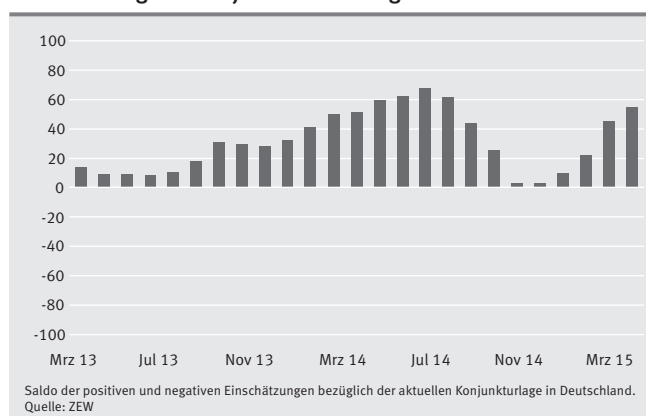


simisten werden auf der Suche nach möglichen Ursachen für einen erneuten Abschwung schnell fündig: Die Ukraine-Krise ist weiterhin ungelöst, das Verhältnis zwischen dem Westen und Russland äußerst angespannt, die griechische Staatsschuldenkrise trübt von einem diplomatischen Säbelrasseln zum nächsten und der Ölpreis dürfte in absehbarer Zeit auch wieder steigen. Optimisten werden entgegen, dass die gegenläufige Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks eine weitere Abwertung des Euros wahrscheinlich werden lässt. Dies dürfte die Exportwirtschaft der Eurozone weiter befördern und könnte durch die sich gleichzeitig verteuern Importe auch die Inflation in der Eurozone etwas ankurbeln. Gleichzeitig zeigt sich die deutsche Binnenkonjunktur von ihrer besten Seite, mit starker privater Konsumnachfrage und einer – im Vergleich zu einigen europäischen Nachbarn – stabilen Arbeitsmarktentwicklung. Auch der deutsche Aktienmarkt sprintet von einem Höchststand zum nächsten und bringt so die gute Stimmung zum Ausdruck.

Ob die Optimisten oder die Pessimisten Recht behalten werden, bleibt indessen abzuwarten. Mit dem immer geringer ausfallenden Zugewinn bei der Erwartungseinschätzung war bei einer sich stetig verbessernden Lageeinschätzung durchaus zu rechnen: Irgendwann geht es nun einmal nicht mehr viel besser. Und gegenwärtig scheint es der deutschen Volkswirtschaft sehr gut zu gehen, trotz der genannten Unsicherheitsfaktoren. Die wesentlichere Erkenntnis des vergangenen Jahres ist hingegen, dass sich die ökonomische Entwicklung durch Krisen unerwartet stark und sehr rasch verändern kann.

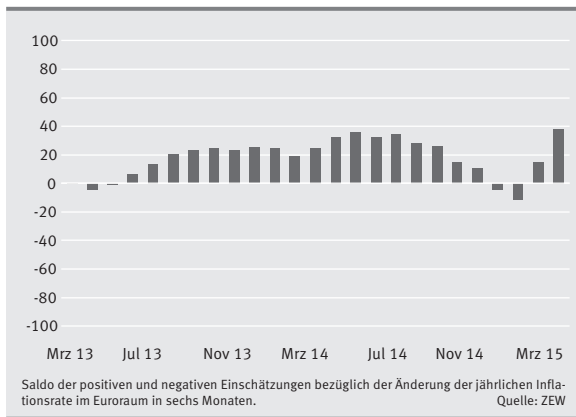
Dominik Rehse

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



## EZB: Inflationserwartungen stark gestiegen

Erwartungen bezüglich Inflation

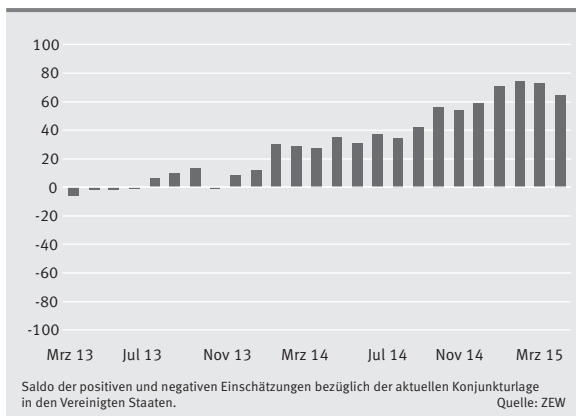


Die Erwartungen bezüglich einer Erhöhung der Inflationsrate im Euroraum nehmen im März 2015 stark zu. Der entsprechende Indikator steigt um 23,8 Punkte gegenüber dem Vormonat auf nunmehr 38,4 Punkte. Das ist der höchste Stand des Indikators seit vier Jahren. Gegenwärtig gehen knapp 46 Prozent der Finanzmarktexperten auf Halbjahressicht von einer höheren Teuerungsrate aus. Noch im Januar 2015 waren es lediglich 16 Prozent der Teilnehmer. Die Umkehr der Inflationserwartungen von fallenden Raten im Januar zu steigenden Raten im März ist hauptsächlich auf zwei Entwicklungen zurückzuführen: Zum einen wird mittelfristig ein Anstieg des Ölpreises erwartet, zum anderen erhöht die fortwährende Abwertung des Euro die Preise von Importgütern. Insbesondere der Start des Anleihekaufprogramms der Europäischen Zentralbank hat den Sturzflug des Euros nochmals beschleunigt. Auf der Suche nach Rendite und Sicherheit flüchten immer mehr Anleger in andere Währungen. Die Parität von Euro und Dollar rückt in greifbare Nähe.

Jesper Riedler

## USA: Einschätzung der Wirtschaftslage verschlechtert sich

Einschätzung der konjunkturellen Lage USA

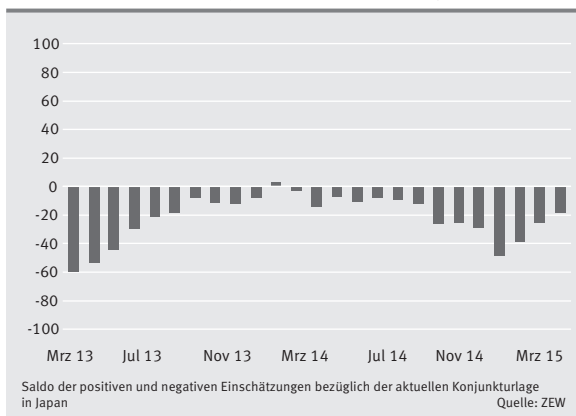


Die Einschätzung der Finanzmarktexperten bezüglich der konjunkturellen Lage in den Vereinigten Staaten verschlechtert sich im März 2015. Der Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen geht im Vergleich zum Vormonat um 8,3 Punkte auf 64,6 Punkte zurück. Grund hierfür dürfte die Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten sein, die zuletzt eher durchwachsen waren. Der schwache Euro und das billige Öl, die in der Eurozone als Konjunkturprogramm wahrgenommen werden, belasten die Wirtschaftslage in den USA. Die noch junge Fracking-Industrie fährt ihre Investitionstätigkeit zurück und viele amerikanische exportorientierte Großunternehmen erleiden Umsatzrückgänge. Doch die derzeitige konjunkturelle Schwäche sollte nicht überbewertet werden. Der starke Dollar ist vor allem ein Zeichen für die wirtschaftliche Stärke der USA im Vergleich zum Euroraum. Symptomatisch dafür ist die niedrige Arbeitslosenquote, die sich im Februar auf 5,5 Prozent belief. Weniger Arbeitslose gab es in den USA zuletzt im Mai 2008.

Jesper Riedler

## Japan: Dritter Anstieg des Lageindikators in Folge

Einschätzung der konjunkturellen Lage Japan

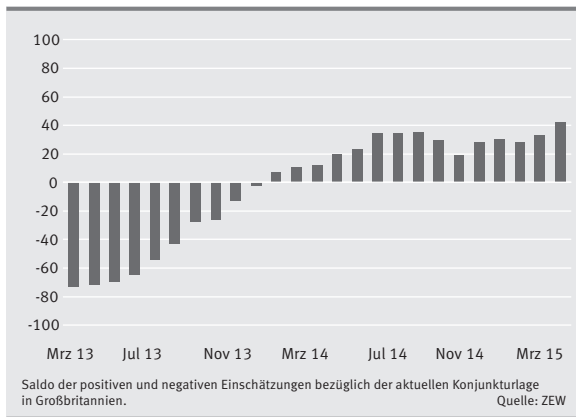


Der konjunkturelle Lageindikator für Japan ist im März 2015 zum dritten Mal in Folge gestiegen. Der entsprechende Saldo legt gegenüber dem Vormonat um 6,9 Punkte zu und notiert nun bei minus 18,4. Das ist der beste Stand des Indikators seit August 2014. Derzeit gibt es unter den Finanzmarktexperten immer noch gut dreimal so viele Umfrageteilnehmer, die der japanischen Wirtschaft eine schlechte Lage attestieren als Teilnehmer, die die Lage für gut befindet. Mit 66 Prozent (+2,7 Prozentpunkte) hegt allerdings die überwiegende Mehrheit der Experten eine neutrale Einschätzung bezüglich der konjunkturellen Lage. Die Verbesserung des Indikators ist zum einen auf den schwachen Yen zurückzuführen, von dem die japanische Exportwirtschaft profitiert. Zum anderen erhöht der niedrige Ölpreis das verfügbare Einkommen der Verbraucher. Der Konjunkturausblick für Japan wird von den Experten nahezu unverändert, verhalten optimistisch gesehen. Der entsprechende Indikator notiert im März bei 18,8 (-0,2) Punkten.

Jesper Riedler

## Großbritannien: Konjunkturelle Lage verbessert sich

Einschätzung der konjunkturellen Lage Großbritanniens



Die Einschätzung der Finanzmarktexperten bezüglich der konjunkturellen Lage in Großbritannien verbessert sich im März 2015. Der entsprechende Indikator steigt im Vormonatsvergleich um 9,0 Punkte auf 41,9 Punkte. Das ist sein höchster Stand seit November 2007. Dabei beurteilen 46,2 Prozent (+9,1 Prozentpunkte) der Umfrageteilnehmer die britische Wirtschaftslage als gut, während lediglich 4,1 Prozent (+0,1 Prozentpunkte) die Lage als schlecht bewerten. Der gute Indikatorstand ist das Resultat einer beachtlichen wirtschaftlichen Erholung, die Mitte 2013 nach einer schweren Rezession begann. Kein Land unter den G7-Staaten wuchs im vergangenen Jahr so schnell wie Großbritannien. Doch trotz dieses Erfolgs wird an der Nachhaltigkeit der Erholung gezweifelt. Sorgen bereitet insbesondere die niedrige Produktivitätsrate Großbritanniens. Auch der Wirtschaftsausblick der Finanzmarktexperten ist verhalten. Die Konjunkturerwartungen im März notieren bei 14,0 Punkten und damit 3,4 Punkte unter dem Vormonatsniveau. Jesper Riedler

## Sonderfrage: Aktienmarkterwartungen und Risikopräferenzen



Seit Anfang des Jahres erreicht der Deutsche Aktienmarktindex (DAX) immer wieder neue historische Höchststände. Im März erreichte der Index sogar einen Stand von über 12.200 Punkten. Dies entspricht einer Rendite (nicht annualisiert) von rund 30 Prozent seit Dezember 2014. Angesichts dieser Entwicklung wurden die Finanzmarktexperten gebeten, die weitere Renditeentwicklung am DAX zu prognostizieren. Darüber hinaus wurde ihre Einschätzung bezüglich der vorherrschenden Risikopräferenzen von Anlegern am deutschen Aktienmarkt abgefragt. Die Experten sollten auch beurteilen, wie sich die Risikopräferenzen gegenüber der Vergangenheit verändert haben. Die Experten erwarten eine Korrektur der derzeit ausgeprägt positiven Entwicklung des DAX. Der durchschnittliche Umfrageteilnehmer rechnet mit einer Rendite von minus 6,04 Prozent innerhalb der nächsten sechs Monate. Die Median-Erwartung der Experten liegt für diesen Zeitraum bei minus 0,84 Prozent und befindet sich damit ebenfalls im negativen Bereich. Dabei ist anzumerken, dass die Streuung der Expertenprognosen sehr hoch ist. So erwarten 90 Prozent der Experten beim DAX mittelfristig eine Rendite zwischen minus 19,4 Prozent und 9,2 Prozent. Diese starke Streuung deutet eine hohe Unsicherheit bei den Expertenprognosen an. Die Experten berichten zudem von einem Rückgang der Risikoaversion von Finanzmarktakteuren innerhalb des vergangenen Monats. Eine Mehrheit von knapp unter 70 Prozent der befragten Experten ist sich einig, dass im Vergleich zum Vormonat Investoren gegenwärtig eher bereit sind, Risiken einzugehen. Diese Tendenz beobachten die Umfrageteilnehmer auch mittelfristig. Vergleicht man die Risikoaversion der Marktteilnehmer vor sechs Monaten mit ihrer heutigen Risikoaversion, lässt sich laut 66 Prozent der Befragten heute eine höhere Risikobereitschaft beobachten. Diese Veränderung geschieht vor dem Hintergrund der nochmals gelockerten Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, die eine Umschichtung hin zu risikoreicheren Anlageklassen veranlassen könnte. Eher uneinig sind sich die Experten beim Vergleich der gegenwärtigen Risikopräferenzen mit den Präferenzen der Marktteilnehmer von vor einem Jahr. Rund 50 Prozent der Befragten vertreten die Meinung, dass die Risikoaversion auch über diesen Zeitraum abgenommen hat, während rund 40 Prozent keinen eindeutigen Unterschied feststellen können. Zwetelina Iliewa

ZEW - Finanzmarkttest März 2015: Belegung der Antwortkategorien							
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo
Euroraum	5.1	(+ 3.3)	53.2	(+ 5.2)	41.7	(- 8.5)	-36.6 (+11.8)
Deutschland	56.0	(+ 8.7)	43.1	(- 7.8)	0.9	(- 0.9)	55.1 (+ 9.6)
USA	65.5	(- 7.8)	33.6	(+ 7.3)	0.9	(+ 0.5)	64.6 (- 8.3)
Japan	7.8	(+ 2.1)	66.0	(+ 2.7)	26.2	(- 4.8)	-18.4 (+ 6.9)
Großbritannien	46.2	(+ 9.1)	49.5	(- 9.2)	4.3	(+ 0.1)	41.9 (+ 9.0)
Frankreich	1.4	(+ 1.4)	26.3	(+ 6.9)	72.3	(- 8.3)	-70.9 (+ 9.7)
Italien	1.4	(+ 1.4)	18.9	(+ 4.4)	79.7	(- 5.8)	-78.3 (+ 7.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Euroraum	65.6	(+ 7.1)	31.2	(- 4.5)	3.2	(- 2.6)	62.4 (+ 9.7)
Deutschland (=ZEW Indikator)	58.5	(+ 1.5)	37.8	(- 1.2)	3.7	(- 0.3)	54.8 (+ 1.8)
USA	34.1	(- 0.1)	59.9	(+ 0.9)	6.0	(- 0.8)	28.1 (+ 0.7)
Japan	23.1	(- 0.1)	72.6	(+/- 0.0)	4.3	(+ 0.1)	18.8 (- 0.2)
Großbritannien	19.8	(- 6.1)	74.4	(+ 8.8)	5.8	(- 2.7)	14.0 (- 3.4)
Frankreich	38.2	(+ 3.2)	52.4	(- 0.6)	9.4	(- 2.6)	28.8 (+ 5.8)
Italien	46.3	(+ 5.6)	46.2	(- 1.9)	7.5	(- 3.7)	38.8 (+ 9.3)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	45.8	(+19.1)	46.8	(-14.4)	7.4	(- 4.7)	38.4 (+23.8)
Deutschland	49.3	(+16.8)	44.2	(-11.2)	6.5	(- 5.6)	42.8 (+22.4)
USA	58.1	(+12.2)	36.4	(- 4.6)	5.5	(- 7.6)	52.6 (+19.8)
Japan	25.8	(+ 6.5)	65.1	(+/- 0.0)	9.1	(- 6.5)	16.7 (+13.0)
Großbritannien	47.1	(+11.9)	48.6	(- 6.2)	4.3	(- 5.7)	42.8 (+17.6)
Frankreich	42.6	(+15.8)	48.3	(-11.3)	9.1	(- 4.5)	33.5 (+20.3)
Italien	41.3	(+15.7)	50.0	(-11.1)	8.7	(- 4.6)	32.6 (+20.3)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	3.8	(+ 1.5)	87.4	(- 2.6)	8.8	(+ 1.1)	-5.0 (+ 0.4)
USA	64.4	(+ 5.2)	34.7	(- 4.7)	0.9	(- 0.5)	63.5 (+ 5.7)
Japan	3.8	(+ 1.0)	95.2	(+ 0.9)	1.0	(- 1.9)	2.8 (+ 2.9)
Großbritannien	25.5	(+ 2.2)	72.1	(- 2.2)	2.4	(+/- 0.0)	23.1 (+ 2.2)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Deutschland	25.8	(+ 1.6)	54.8	(-10.2)	19.4	(+ 8.6)	6.4 (- 7.0)
USA	69.0	(+ 0.9)	28.2	(+ 1.3)	2.8	(- 2.2)	66.2 (+ 3.1)
Japan	18.3	(- 0.9)	80.3	(+ 2.4)	1.4	(- 1.5)	16.9 (+ 0.6)
Großbritannien	47.1	(+ 0.5)	49.5	(- 0.5)	3.4	(+/- 0.0)	43.7 (+ 0.5)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	56.8	(- 1.5)	29.6	(+ 1.2)	13.6	(+ 0.3)	43.2 (- 1.8)
DAX (Deutschland)	57.4	(- 1.2)	27.1	(- 1.9)	15.5	(+ 3.1)	41.9 (- 4.3)
TecDax (Deutschland)	55.0	(- 4.2)	28.8	(- 0.1)	16.2	(+ 4.3)	38.8 (- 8.5)
Dow Jones Industrial (USA)	48.8	(- 2.6)	35.1	(+ 1.9)	16.1	(+ 0.7)	32.7 (- 3.3)
Nikkei 225 (Japan)	41.8	(- 4.7)	44.4	(+/- 0.0)	13.8	(+ 4.7)	28.0 (- 9.4)
FT-SE-100 (Großbritannien)	39.1	(- 6.9)	47.4	(+ 1.3)	13.5	(+ 5.6)	25.6 (-12.5)
CAC-40 (Frankreich)	42.2	(- 0.6)	42.7	(- 0.2)	15.1	(+ 0.8)	27.1 (- 1.4)
MIBtel (Italien)	43.8	(+ 2.7)	41.1	(- 3.7)	15.1	(+ 1.0)	28.7 (+ 1.7)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo
Dollar	63.8	(+ 0.3)	22.9	(- 0.5)	13.3	(+ 0.2)	50.5 (+ 0.1)
Yen	22.1	(+ 5.2)	61.3	(- 5.9)	16.6	(+ 0.7)	5.5 (+ 4.5)
Brit. Pfund	49.0	(+ 6.4)	42.0	(- 6.5)	9.0	(+ 0.1)	40.0 (+ 6.3)
Schw. Franken	27.0	(- 2.7)	60.3	(+ 2.9)	12.7	(- 0.2)	14.3 (- 2.5)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Öl (Nordsee Brent)	51.8	(- 2.8)	41.5	(+ 2.2)	6.7	(+ 0.6)	45.1 (- 3.4)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Banken	13.4	(+ 0.6)	39.8	(- 4.9)	46.8	(+ 4.3)	-33.4 (- 3.7)
Versicherungen	9.2	(+ 0.8)	42.4	(+ 2.2)	48.4	(- 3.0)	-39.2 (+ 3.8)
Fahrzeuge	59.6	(+12.1)	36.6	(- 8.1)	3.8	(- 4.0)	55.8 (+16.1)
Chemie/Pharma	62.5	(+ 6.1)	34.8	(- 5.4)	2.7	(- 0.7)	59.8 (+ 6.8)
Stahl/NE-Metalle	40.7	(+ 0.2)	53.3	(+ 2.2)	6.0	(- 2.4)	34.7 (+ 2.6)
Elektro	54.4	(+12.0)	41.8	(-11.3)	3.8	(- 0.7)	50.6 (+12.7)
Maschinen	66.9	(+10.4)	28.7	(- 8.0)	4.4	(- 2.4)	62.5 (+12.8)
Konsum/Handel	54.3	(+ 4.6)	42.4	(- 0.6)	3.3	(- 4.0)	51.0 (+ 8.6)
Bau	41.0	(+ 6.8)	54.1	(- 3.8)	4.9	(- 3.0)	36.1 (+ 9.8)
Versorger	7.0	(- 1.5)	49.2	(+ 1.2)	43.8	(+ 0.3)	-36.8 (- 1.8)
Dienstleister	33.7	(+ 3.8)	63.0	(- 3.1)	3.3	(- 0.7)	30.4 (+ 4.5)
Telekommunikation	26.0	(+ 4.4)	69.7	(- 0.2)	4.3	(- 4.2)	21.7 (+ 8.6)
Inform.-Technologien	43.7	(- 1.7)	55.2	(+ 3.5)	1.1	(- 1.8)	42.6 (+ 0.1)

Bemerkung: An der März-Umfrage des Finanzmarkttests vom 2.3.2015 - 16.3.2015 beteiligten sich 219 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