

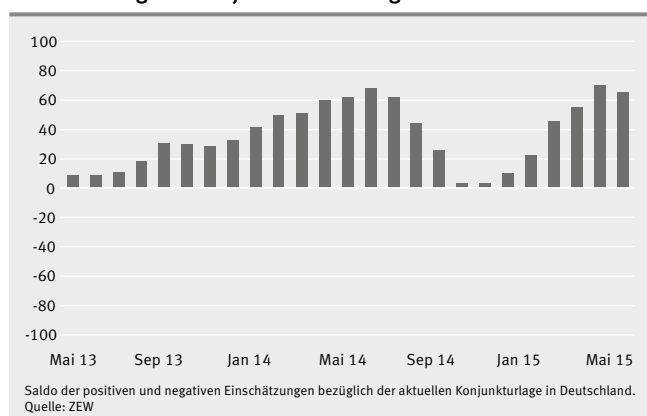
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 4.5.2015 – 18.5.2015 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 21.5.2015) wiedergegeben.

## Konjunkturoptimismus lässt nach

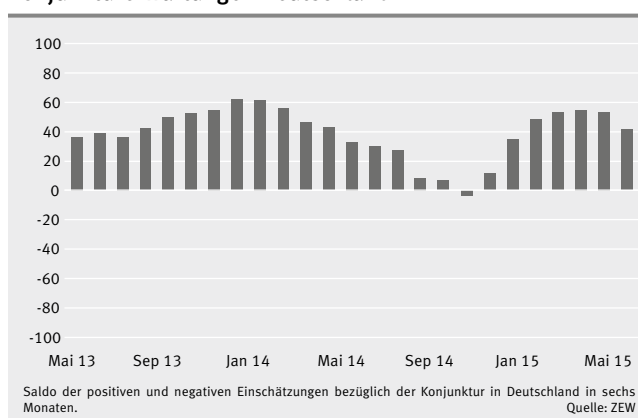
Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im Mai 2015 im Vergleich zum Vormonat um 11,4 auf 41,9 Punkte zurückgegangen (langfristiger Mittelwert: 24,9 Punkte). Dies ist der zweite Rückgang in Folge. Auch die Einschätzung der konjunkturellen Lage hat sich etwas eingetrübt. Der Lagesaldo verliert 4,5 Punkte und steht nun bei 65,7 Punkten. Dies ist der erste Rückgang seit Oktober 2014.

Der rückläufige Erwartungssaldo ergibt sich aus einer deutlichen Verschiebung zwischen den Antwortkategorien. Während im Vormonat noch 56,3 Prozent der Finanzmarktexperten von einer sich weiter verbessernden Konjunktur ausgegangen waren, sind es in diesem Monat nur noch 45,5 Prozent der Experten. Das entspricht einer Differenz von 10,8 Prozentpunkten. Die Verringerung des Anteils der Experten, die eine weitere Verbesserung der Konjunktur erwarten, kommt nahezu vollständig der Gruppe von Experten zugute, die von einer unveränderten konjunkturellen Lage auf Sicht von sechs Monaten ausgehen. Mit einem Anteil von 50,9 Prozent (plus 10,2 Prozentpunkte) bildet diese Expertengruppe nun die Mehrheit unter den Befragten. Eine Verschlechterung der konjunkturellen Lage erwartet weiterhin nur eine kleine Gruppe von 3,6 Prozent der Experten (plus 0,6 Prozentpunkte). Damit korrigieren die Umfrageteilnehmer zwar ihre optimistische Einschätzung der vergangenen Monate nach unten, gehen aber weiterhin nur zu einem sehr geringen Teil von einer tatsächlichen Verschlechterung der gegenwärtig als sehr gut eingeschätzten konjunkturellen Lage aus. Der nachlassende Optimismus unter den Finanzmarktexperten dürfte maßgeblich auf die zuletzt enttäuschenden Wirtschafts-

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



### Konjunkturerwartungen Deutschland



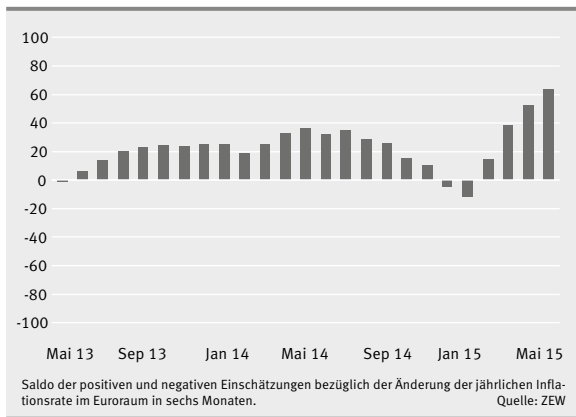
zahlen und die Turbulenzen an den Aktien- und Anleihenmärkten zurückzuführen sein. So fiel das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2015 gemäß der Schnellschätzung des Statistischen Bundesamts mit 0,3 Prozent sehr moderat aus. Nach dem überraschend starken Wachstum im vierten Quartal 2014 von 0,7 Prozent dürfte diese Nachricht die Erwartungen gedämpft haben. Auch der starke private Konsum der vergangenen Monate zeigt mit dem Rückgang der Einzelhandelsumsätze im März Schwächezeichen. Damit einher gehen das vorläufige Ende des Höhenflugs am deutschen Aktienmarkt und die drastische Aufwärtskorrektur der Anleiherenditen, die viele Optimisten zu einem Umdenken bewegt haben dürften. Zumindest hinsichtlich der Anleiherenditen lässt sich eine deutliche Veränderung der Erwartungen beobachten. Der Erwartungssaldo für die langfristigen Zinsen in Deutschland legt um stattliche 15,8 auf 22,1 Punkte zu.

Trotz dieser Zäsur schätzen die Finanzmarktexperten die Aussichten für die Zukunft insgesamt weiter positiv ein, was sich im nach wie vor klar positiven Erwartungssaldo widerspiegelt. Alles in allem scheint die deutsche Volkswirtschaft auf Kurs zu sein. Und auch von wichtigen Wirtschaftspartnern in der Eurozone gibt es positive Signale. So deutet das Wirtschaftswachstum für Frankreich, Italien und Spanien für das erste Quartal mit 0,6 Prozent, 0,3 Prozent und 0,9 Prozent zumindest in die richtige Richtung. Ein Sorgenkind bleibt aber weiter die hohe Arbeitslosigkeit in der Eurozone, die im März erneut bei bedenklichen 11,3 Prozent lag.

Dominik Rehse

## EZB: Inflationserwartungen nehmen weiter zu

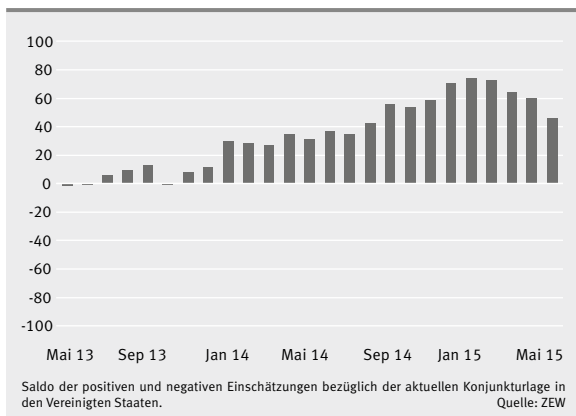
Erwartungen bezüglich Inflation



Die Erwartungen der Finanzmarktexperten bezüglich der Veränderung der Inflationsrate im Euroraum sind im Mai zum vierten Mal in Folge gestiegen. Der entsprechende Indikator legt im Vergleich zum Vormonat um 10,7 Punkte zu und verzeichnet mit 63,4 Punkten den höchsten Stand seit April 2011. Mittlerweile geben 64,8 Prozent (+8,7 Prozentpunkte) der Experten an, dass die Teuerungsrate im Euroraum auf Halbjahressicht höher liegen wird als gegenwärtig. Lediglich 1,4 Prozent (-2 Prozentpunkte) der Befragten erwarten eine niedrigere Inflationsrate. Der erwartete Anstieg der Preise dürfte wohl hauptsächlich auf die seit Mitte Januar wieder steigenden Ölpreise zurückzuführen sein. Auch die in den Euroraum importierten Güter werden durch den schwachen Außenwert des Euro teurer. Es ist zu erwarten, dass die Inflationsrate, die im März noch bei minus 0,1 Prozent lag, bald wieder im positiven Bereich liegen wird. Mit den langfristigen Inflationserwartungen beschäftigt sich die Sonderfrage auf Seite drei. Jesper Riedler

## USA: Lageeinschätzung verschlechtert sich deutlich

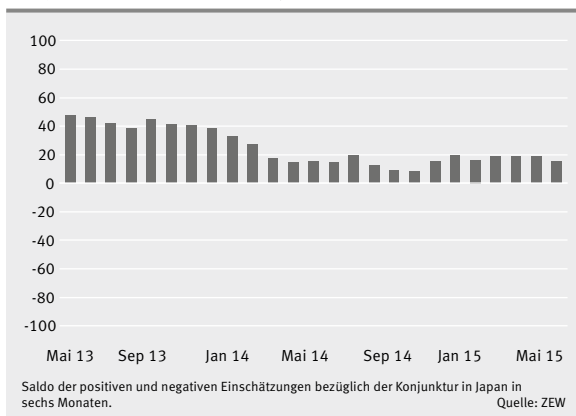
Einschätzung der konjunkturellen Lage USA



Die Finanzmarktexperten korrigieren ihre Einschätzung bezüglich der konjunkturellen Lage in den USA deutlich nach unten. Der entsprechende Saldo verliert im Mai 14,1 Punkte gegenüber dem April und notiert nunmehr bei 46,3 Punkten. Hauptverantwortlich für diese Korrektur dürfte die Veröffentlichung der BIP-Wachstumsrate für das erste Quartal 2015 gewesen sein. Mit 0,2 Prozent Wachstum ließ die US-Wirtschaft doch viel an Dynamik vermissen. Dies ist vor allem auf das Zusammenwirken zeitlich befristeter Faktoren zurückzuführen. Der kalte Winter, streikbedingte Betriebsstörungen in wichtigen Häfen und die Dollaraufwertung bremsten die Wirtschaft im ersten Quartal 2015. Auch das billige Rohöl hinterlässt seine Spuren. Allerdings ist die Wirkung des niedrigen Ölpreises ambivalent: Er belastet die noch junge Fracking-Industrie und begünstigt zugleich die Verbraucher. Für die Zukunft rechnen die Experten wieder mit mehr Dynamik. Die Konjunkturerwartungen für die USA legen im Mai um 2,4 auf 33,1 Punkte zu. Jesper Riedler

## Japan: Konjunkturerwartungen leicht gesunken

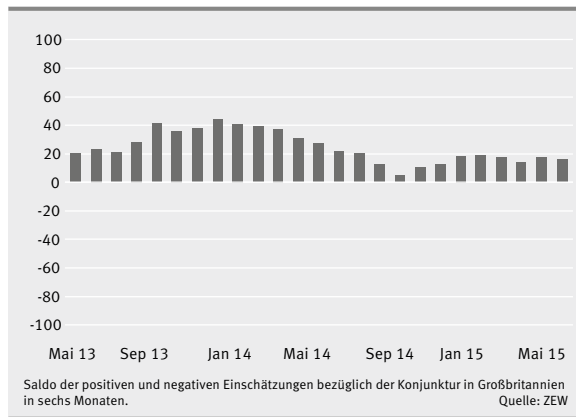
Konjunkturerwartungen Japan



Die Erwartungen der ZEW-Finanzmarktexperten bezüglich der japanischen Konjunkturerwartungen haben sich weiter eingetrübt. Gegenüber dem Vormonat ist der Index um 3,3 Punkte auf nunmehr 15,2 Punkte gefallen. Womöglich spielte hier die kürzliche Herabstufung japanischer Staatsanleihen auf die Note A durch die amerikanische Ratingagentur Fitch eine Rolle. Die Ratingagentur reagierte damit auf die Verschiebung der ursprünglich für dieses Jahr geplanten Mehrwertsteuererhöhung. Durch die Herabstufung, im Zusammenspiel mit einer ähnlichen Entscheidung der Agentur Moody's im vergangenen Jahr, könnte sich die Regierung zu konjunkturschädlichen Sparmaßnahmen gezwungen sehen. Bei der aktuellen Konjunkturlage dagegen sehen die Finanzmarktexperten eine leichte Verbesserung. Der entsprechende Saldo ist um 2,8 Punkte auf minus 9,5 Punkte gestiegen. Für die Wahrnehmung der Finanzmarktexperten hat hier sicherlich die Verringerung der Arbeitslosenquote von 3,5 auf 3,4 Prozent eine Rolle gespielt. Moritz Stieglitz

## Großbritannien: Konjunkturerwartungen verharren auf niedrigem Niveau

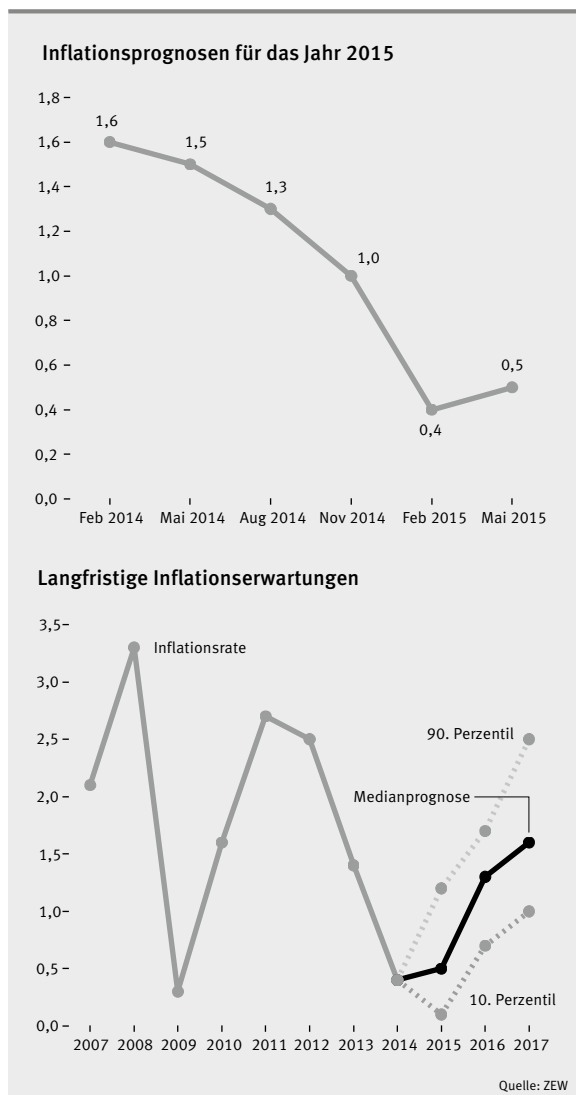
### Konjunkturerwartungen Großbritannien



Die ZEW-Finanzmarktexperten haben kaum auf den unerwartet klaren Wahlsieg des britischen Premierministers David Cameron reagiert. Der Index für die Konjunkturerwartungen ist geringfügig um 1,8 Punkte gesunken und befindet sich mit einem Stand von 15,8 Punkten weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Wie erwartet wird es zu einem Referendum über die EU-Mitgliedschaft Großbritanniens kommen. Der Erfolg der Scottish National Party hat zudem die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Schottland-Referendums erhöht. Die damit einhergehende Unsicherheit könnte die Experten bei ihrer weiterhin wenig optimistischen Zukunftseinschätzung beeinflusst haben. Auch die Beurteilung der Konjunkturlage hat sich im Vergleich zum Vormonat mit 1,4 Punkten leicht verschlechtert. Hierbei wurden die Experten womöglich durch die unerwartet schwachen Wachstumszahlen für das erste Quartal 2015 beeinflusst. Aufgrund geringer Aktivitäten im Bausektor wuchs die britische Wirtschaft mit 0,3 Prozent nur halb so schnell wie im vorhergehenden Quartal.

Moritz Stieglitz

## Sonderfrage: Langfristige Inflationserwartungen gestiegen



Die Finanzmarktexperten werden vierteljährlich zu ihren Erwartungen hinsichtlich der Inflationsentwicklung im Euroraum befragt. Im Mai 2015 erhöhen die Experten auf allen abgefragten Zeithorizonten ihre Inflationsprognose gegenüber der letzten Sonderfrage zum gleichen Thema im Februar dieses Jahres. Während im Februar für die Jahre 2015, 2016 und 2017 im Median mit Inflationsraten von 0,4 Prozent, 1,0 Prozent bzw. 1,5 Prozent gerechnet wurde, steigen die entsprechenden Prognosen im Mai auf 0,5 Prozent, 1,3 Prozent und 1,6 Prozent. Für das Jahr 2015 (siehe obere Abbildung) ist die Revision um plus 0,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vorquartal gar die erste Aufwärtsrevision seit Februar 2014. Insbesondere der erwartete Ölpreisanstieg dürfte die treibende Kraft hinter dieser Revision sein.

Für die Inflationsprognosen der Jahre 2016 und 2017 spielen dagegen andere Faktoren eine wesentliche Rolle. Mit einer Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts von 0,4 Prozent im ersten Quartal 2015 schreitet die wirtschaftliche Erholung der Eurozone voran. Wird die einsetzende Dynamik nicht durch das Aufflammen neuer oder alter Krisen gestört, dürfte auch die bedenklich hohe Arbeitslosenquote in der Eurozone langsam sinken. Dies würde deflationären Tendenzen entgegenwirken und zu einer Normalisierung der wirtschaftlichen Lage beitragen. Dass es schnell zu einer weitgehenden Normalisierung der Lage kommen wird, ist gemäß den Erwartungen der ZEW-Finanzmarktexperten allerdings eher unwahrscheinlich. Erst bei einer Inflationsrate von unter, aber nahe zwei Prozent erreicht die EZB ihr Inflationsziel und der geldpolitische Ausnahmezustand kann aufgehoben werden. Für das Jahr 2016 erwarten 90 Prozent der Befragten (siehe untere Abbildung), dass die Inflationsrate nicht über 1,7 Prozent liegen wird. 2017 prognostizieren immerhin 20 Prozent eine Teuerungsrate im Euroraum von über 2 Prozent und 10 Prozent der Experten gar eine Inflationsrate von über 2,5 Prozent. Die Medianprognose für das Jahr 2017 liegt mit 1,6 Prozent allerdings immer noch deutlich unter dem Inflationsziel der EZB.

Die steigenden langfristigen Inflationserwartungen dürften auch für die jüngsten Kurssprünge an den Anleihemärkten in der Eurozone mitverantwortlich sein. Wird ein zunehmender Kaufkraftverlust des Geldes durch Inflation erwartet, steigen auch die Renditeansprüche für langfristige Anlagen.

Jesper Riedler

ZEW - Finanzmarkttest Mai 2015: Belegung der Antwortkategorien							
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo
Euroraum	8.5	(+ 4.7)	66.5	(+ 2.4)	25.0	(- 7.1)	-16.5 (-11.8)
Deutschland	67.0	(- 4.0)	31.7	(+ 3.5)	1.3	(+ 0.5)	65.7 (- 4.5)
USA	49.5	(-13.0)	47.3	(+11.9)	3.2	(+ 1.1)	46.3 (-14.1)
Japan	7.2	(+ 3.6)	76.1	(- 4.4)	16.7	(+ 0.8)	-9.5 (+ 2.8)
Großbritannien	42.8	(- 2.1)	54.8	(+ 2.8)	2.4	(- 0.7)	40.4 (- 1.4)
Frankreich	3.7	(+ 3.2)	35.7	(+ 5.3)	60.6	(- 8.5)	-56.9 (+11.7)
Italien	0.5	(- 0.8)	39.5	(+14.4)	60.0	(-13.6)	-59.5 (+12.8)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Euroraum	65.2	(- 2.5)	30.8	(+ 1.4)	4.0	(+ 1.1)	61.2 (- 3.6)
Deutschland (=ZEW Indikator)	45.5	(-10.8)	50.9	(+10.2)	3.6	(+ 0.6)	41.9 (-11.4)
USA	41.2	(+ 3.7)	50.7	(- 5.0)	8.1	(+ 1.3)	33.1 (+ 2.4)
Japan	19.5	(- 3.9)	76.2	(+ 4.5)	4.3	(- 0.6)	15.2 (- 3.3)
Großbritannien	22.9	(+ 0.4)	70.0	(- 2.6)	7.1	(+ 2.2)	15.8 (- 1.8)
Frankreich	38.4	(- 4.5)	53.1	(+ 1.6)	8.5	(+ 2.9)	29.9 (- 7.4)
Italien	49.5	(+ 1.7)	45.2	(- 1.8)	5.3	(+ 0.1)	44.2 (+ 1.6)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	64.8	(+ 8.7)	33.8	(- 6.7)	1.4	(- 2.0)	63.4 (+10.7)
Deutschland	68.9	(+ 8.0)	29.7	(- 6.0)	1.4	(- 2.0)	67.5 (+10.0)
USA	66.5	(+ 4.2)	32.1	(- 1.4)	1.4	(- 2.8)	65.1 (+ 7.0)
Japan	27.5	(- 1.0)	62.7	(+ 0.5)	9.8	(+ 0.5)	17.7 (- 1.5)
Großbritannien	61.3	(+ 7.0)	37.7	(- 6.2)	1.0	(- 0.8)	60.3 (+ 7.8)
Frankreich	62.9	(+12.7)	33.7	(-11.2)	3.4	(- 1.5)	59.5 (+14.2)
Italien	61.8	(+11.8)	34.3	(-11.2)	3.9	(- 0.6)	57.9 (+12.4)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	9.0	(+ 4.8)	86.9	(+ 2.1)	4.1	(- 6.9)	4.9 (+11.7)
USA	65.4	(+ 0.1)	34.1	(- 0.6)	0.5	(+ 0.5)	64.9 (- 0.4)
Japan	6.2	(+ 1.7)	92.8	(- 1.3)	1.0	(- 0.4)	5.2 (+ 2.1)
Großbritannien	29.9	(+ 3.5)	68.6	(- 3.2)	1.5	(- 0.3)	28.4 (+ 3.8)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Deutschland	37.5	(+11.8)	47.1	(- 7.8)	15.4	(- 4.0)	22.1 (+15.8)
USA	65.9	(- 3.1)	28.6	(- 0.3)	5.5	(+ 3.4)	60.4 (- 6.5)
Japan	19.3	(+ 0.8)	77.8	(- 2.3)	2.9	(+ 1.5)	16.4 (- 0.7)
Großbritannien	48.0	(+ 3.2)	46.1	(- 4.6)	5.9	(+ 1.4)	42.1 (+ 1.8)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	60.3	(+ 0.7)	30.6	(+ 2.3)	9.1	(- 3.0)	51.2 (+ 3.7)
DAX (Deutschland)	60.4	(+ 2.2)	29.0	(+ 0.7)	10.6	(- 2.9)	49.8 (+ 5.1)
TecDax (Deutschland)	59.3	(+ 3.3)	31.3	(+ 1.3)	9.4	(- 4.6)	49.9 (+ 7.9)
Dow Jones Industrial (USA)	52.9	(+ 7.7)	35.4	(- 7.6)	11.7	(- 0.1)	41.2 (+ 7.8)
Nikkei 225 (Japan)	45.4	(+ 4.0)	43.9	(- 2.3)	10.7	(- 1.7)	34.7 (+ 5.7)
FT-SE-100 (Großbritannien)	48.9	(+ 7.3)	41.6	(- 4.5)	9.5	(- 2.8)	39.4 (+10.1)
CAC-40 (Frankreich)	48.0	(+ 6.0)	40.7	(- 3.2)	11.3	(- 2.8)	36.7 (+ 8.8)
MIBtel (Italien)	50.3	(+ 4.3)	38.7	(- 0.4)	11.0	(- 3.9)	39.3 (+ 8.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo
Dollar	51.5	(- 2.2)	29.2	(- 1.2)	19.3	(+ 3.4)	32.2 (- 5.6)
Yen	14.3	(+/- 0.0)	70.9	(- 1.0)	14.8	(+ 1.0)	-0.5 (- 1.0)
Brit. Pfund	31.0	(- 1.6)	54.5	(+ 0.1)	14.5	(+ 1.5)	16.5 (- 3.1)
Schw. Franken	15.8	(- 3.3)	70.4	(+ 1.8)	13.8	(+ 1.5)	2.0 (- 4.8)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Öl (Nordsee Brent)	39.1	(- 6.4)	52.3	(+ 4.4)	8.6	(+ 2.0)	30.5 (- 8.4)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Banken	11.3	(- 2.9)	37.3	(+ 3.3)	51.4	(- 0.4)	-40.1 (- 2.5)
Versicherungen	9.8	(+ 2.7)	37.5	(+ 0.4)	52.7	(- 3.1)	-42.9 (+ 5.8)
Fahrzeuge	49.2	(- 4.6)	44.3	(+ 6.7)	6.5	(- 2.1)	42.7 (- 2.5)
Chemie/Pharma	61.1	(- 4.2)	36.7	(+ 4.6)	2.2	(- 0.4)	58.9 (- 3.8)
Stahl/NE-Metalle	38.1	(- 3.8)	54.7	(+ 1.3)	7.2	(+ 2.5)	30.9 (- 6.3)
Elektro	42.6	(- 7.4)	53.0	(+ 6.1)	4.4	(+ 1.3)	38.2 (- 8.7)
Maschinen	56.8	(- 7.8)	36.6	(+ 6.3)	6.6	(+ 1.5)	50.2 (- 9.3)
Konsum/Handel	58.2	(- 3.3)	36.4	(+ 2.0)	5.4	(+ 1.3)	52.8 (- 4.6)
Bau	45.6	(- 0.3)	48.9	(- 0.1)	5.5	(+ 0.4)	40.1 (- 0.7)
Versorger	6.0	(- 2.2)	53.8	(+ 3.5)	40.2	(- 1.3)	-34.2 (- 0.9)
Dienstleister	29.7	(- 0.2)	66.5	(+ 1.0)	3.8	(- 0.8)	25.9 (+ 0.6)
Telekommunikation	24.8	(+ 1.0)	69.1	(- 1.9)	6.1	(+ 0.9)	18.7 (+ 0.1)
Inform.-Technologien	45.8	(+ 2.0)	53.1	(- 0.5)	1.1	(- 1.5)	44.7 (+ 3.5)

Bemerkung: An der Mai-Umfrage des Finanzmarkttests vom 4.5.2015 - 18.5.2015 beteiligten sich 225 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. Wirtschaft.-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