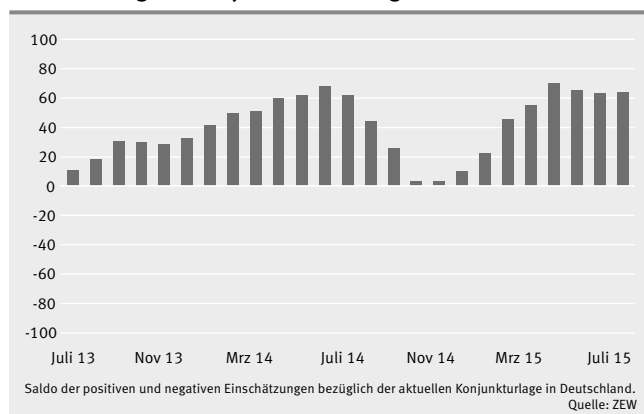


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 29.6.2015 – 13.7.2015 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 16.7.2015) wiedergegeben.

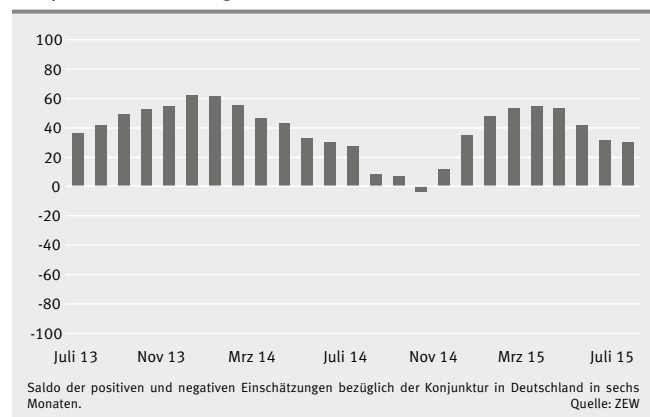
Leichter Rückgang der Konjunkturerwartungen

Die ZEW Konjunkturerwartungen für Deutschland gehen im Juli 2015 leicht zurück. Der Index fällt gegenüber dem Vormonat um 1,8 Punkte auf einen Stand von 29,7 Punkten (langfristiger Mittelwert: 24,9 Punkte). Diese geringe Veränderung ist eine Überraschung, denn während des Umfragezeitraums gab es teils dramatische Entwicklungen, die sowohl positiver als auch negativer hätten stimmen können. So wurde der Befragungszeitraum erheblich von den Turbulenzen an den chinesischen Kapitalmärkten und ganz besonders natürlich von der weiteren Zuspitzung der griechischen Staatsschuldenkrise dominiert. Schon die Tage kurz vor Beginn des Umfragezeitraums waren diesbezüglich ereignisreich. Erst die überraschende Bekanntgabe eines griechischen Referendums am Freitag, den 26. Juni, dann die vorläufige Deckelung der Notfall-Liquiditätshilfe für griechische Banken in der Sitzung des Rats der Europäischen Zentralbank am Sonntag, den 28. Juni. Der Beginn der Umfrage am Montag, den 29. Juni, wiederum stand im Zeichen der am Folgetag ablaufenden Frist zur – letztlich nicht erfolgten – Rückzahlung der IWF-Darlehen in Höhe von 1,5 Mrd. EUR. Dem folgte am Sonntag, den 5. Juli, das angekündigte Referendum in Griechenland mit einem klaren „Nein“ zu den Bedingungen für ein – zwischenzeitlich nicht mehr gültiges – Hilfspaket. Der Umfragezeitraum endete am Montag, den 13. Juli, mit der Nachricht über die Verständigung über ein Reformpaket für Griechenland, das als Bedingung für die Aufnahme von Verhandlungen über Hilfen des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) genannt wird. Dem vorausgegangen war ein Krisengipfel in Brüssel, bei

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



Konjunkturerwartungen Deutschland



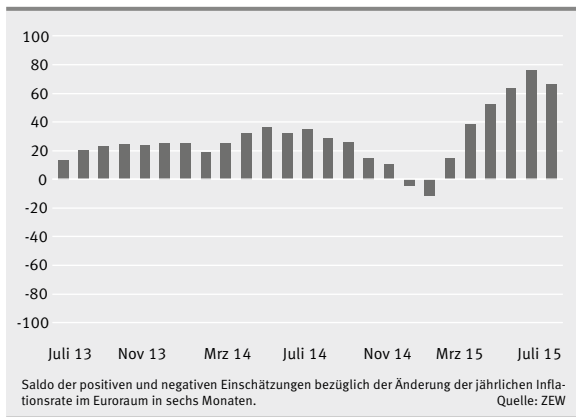
dem bis zuletzt nicht absehbar war, ob eine Einigung erzielt werden würde. Die Alternative wäre vermutlich ein Austritt Griechenlands aus der Eurozone gewesen, mit ungewissem Ausgang. Wie haben sich die Einschätzungen der Finanzmarktexperten in dieser turbulenten Zeit entwickelt? Trotz der immer stärkeren Zuspitzung der Situation haben sich deren Erwartungen über den Umfragezeitraum hinweg stetig verbessert. Weder die ausgebliebene Rückzahlung der IWF-Darlehen noch das konfliktträchtige Referendum haben die Einschätzungen wesentlich verschlechtert. Vielmehr scheint der Eindruck zu überwiegen, dass es nach jeder vermeintlich „letzten Frist“ noch eine weitere „letzte Frist“ gibt und die Krise einfach in die nächste Runde geht. Die letzte Runde scheint auch nicht mit dem Krisengipfel am vergangenen Wochenende und der danach bekannt gegebenen Einigung mit Griechenland eingeläutet worden zu sein. So reagierten die Experten kaum auf die Bekanntgabe der Einigung am Morgen des letzten Umfragetags. Vielmehr scheinen die Finanzmarktexperten das Gipfelergebnis nicht als wesentliche Veränderung der Gesamtsituation wahrgenommen zu haben.

Wie auch immer man die Bedeutung der griechischen Staatsschuldenkrise einschätzen mag, die sich weiterhin positiv entwickelnde deutsche Volkswirtschaft bietet durchaus Grund für einen recht gelassenen Umgang mit den derzeitigen wirtschaftlichen Krisenherden. So schätzen die ZEW Finanzmarktexperten zum Beispiel die konjunkturelle Lage weiterhin mehrheitlich als gut ein. Der entsprechende Saldo verbessert sich sogar leicht um einen Punkt auf 63,9 Punkte.

Dominik Rehse

Eurozone: Rückgang der Inflationserwartungen

Erwartungen bezüglich Inflation

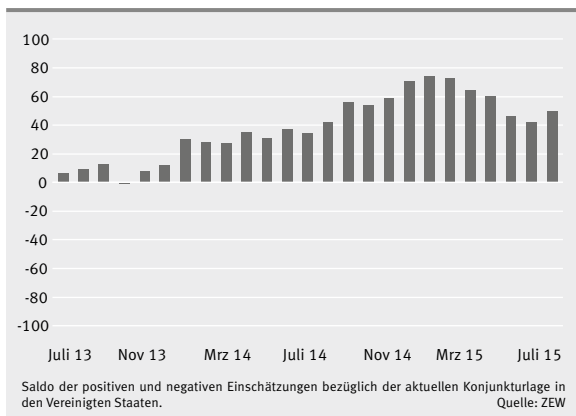


Die Inflationserwartungen für die Eurozone gehen im Juli erstmalig seit fünf Monaten zurück. Der entsprechende Saldo verliert 10,1 Punkte und steht nun bei 66,4 Punkten. Diese Entwicklung gilt in verschiedenen Ausprägungen auch für die Erwartungen an die Inflationsraten in den größten Volkswirtschaften der Eurozone, also Deutschland, Frankreich und Italien. Nach Verlusten von 12,6, 7,3 und 7,6 Punkten betragen die jeweiligen Salden nun 66,9, 63,0 und 63,0 Punkte. Die Abwärtsrevisionen stehen möglicherweise in Zusammenhang mit dem gleichzeitigen Rückgang der Erwartungen an den Ölpreis. Der entsprechende Saldo verringert sich um 11,1 auf 21,3 Punkte. Ein Grund für diese Entwicklung dürfte die sich während des Umfragezeitraums bereits ankündigende Einigung zwischen Iran und den UN-Vetomächten über das iranische Atomprogramm sein. Mit einer Lockerung der Wirtschaftssanktionen gegen Iran und den damit einhergehenden Ölexporten aus diesem Land könnte sich das Ölangebot am Weltmarkt signifikant vergrößern.

Dominik Rehse

USA: Wirtschaftslage verbessert sich wieder

Einschätzung der konjunkturellen Lage USA

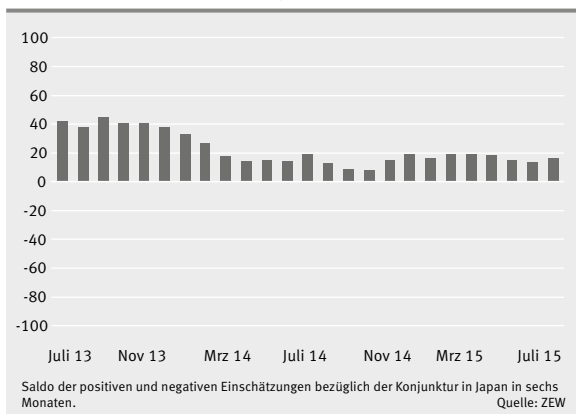


Die Einschätzung der Experten bezüglich der konjunkturellen Lage in den USA hat sich im Juli 2015 verbessert. Der entsprechende Indikator legt um 7,1 Punkte auf 49,5 Punkte zu und durchbricht damit seinen seit Februar anhaltenden Abwärtstrend. Grund hierfür dürften zuletzt positive Wirtschaftsdaten gewesen sein. Vor allem erweist sich der Arbeitsmarkt als robust. Mit 5,3 Prozent im Juni 2015 sind so wenige Bürger arbeitslos gemeldet wie seit Mai 2008 nicht mehr. Auch die deutliche Aufwärtsrevision der Wachstumsrate für das erste Quartal 2015 von minus 0,7 auf minus 0,2 Prozent dürfte zu der verbesserten Lageeinschätzung beigetragen haben. Der leichte Rückgang der Konjunkturerwartungen für die USA von 37,4 auf 34,3 Punkte geht auf eine Verschiebung der Antwortanteile von den optimistischen und negativen Prognosen hin zu den neutralen Prognosen zurück. 57,5 Prozent der Befragten gehen mittlerweile davon aus, dass sich die gute Wirtschaftslage in den USA auf Halbjahressicht nicht substantiell verändern wird.

Jesper Riedler

Japan: Verhaltener Anstieg der Konjunkturerwartungen

Konjunkturerwartungen Japan

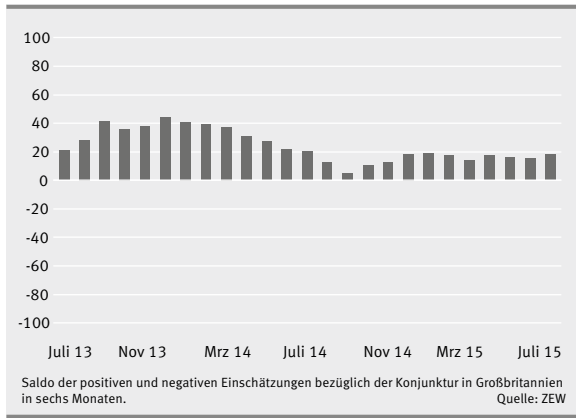


Die Konjunkturerwartungen für Japan sind im Juli 2015 leicht gestiegen. Der entsprechende Indikator legt im Vormonatsvergleich um 2,6 auf 16,2 Punkte zu. Zu dem Anstieg dürfte beigetragen haben, dass die Konjunkturdaten aus Japan zuletzt überwiegend positiv waren. Insbesondere der von der japanischen Zentralbank veröffentlichte Tankan-Bericht fiel besser aus als erwartet. Aus der Tankan-Umfrage, in der vierteljährlich japanische Unternehmen zur wirtschaftlichen Lage und zu ihren Konjunkturerwartungen befragt werden, resultiert der wohl wichtigste vorlaufende Konjunkturindikator Japans. Doch die gegenwärtige wirtschaftliche Dynamik ist auf fiskal- und geldpolitische Impulse zurückzuführen, die ohne begleitende Strukturreformen zu versanden drohen. Das erklärt auch die gegenüber Juni unveränderte Beurteilung der konjunkturellen Lage in Japan. Diese liegt trotz einer von 0,6 auf 1,0 Prozent nach oben revidierten BIP-Wachstumsrate im ersten Quartal 2015 mit minus 1,0 Punkten immer noch im negativen Bereich.

Jesper Riedler

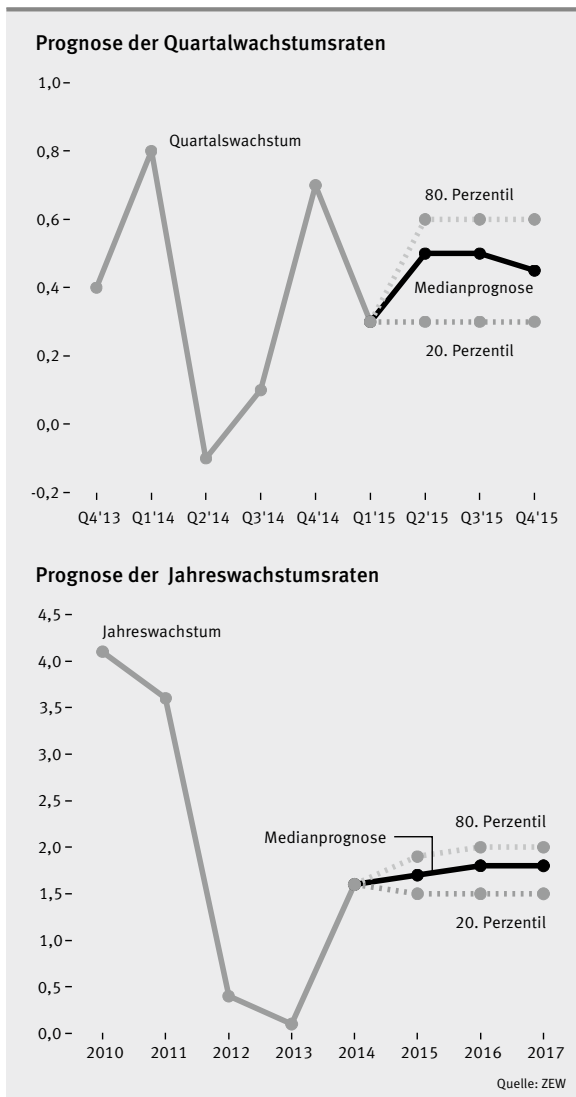
GB: Kaum Veränderungen bei Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung

Konjunkturerwartungen Großbritannien



Sowohl die Einschätzungen bezüglich der konjunkturellen Lage als auch die Konjunkturerwartungen für Großbritannien ändern sich im Juli 2015 nur geringfügig. Gegenüber dem Vormonat fällt der Saldo des Lageindicators um minus 0,1 auf 34,4 Punkte, während der Saldo der Konjunkturerwartungen um 2,7 auf 18,2 Punkte zulegt. Der geringfügige Revisionsbedarf der Experten bezüglich Wirtschaftslage und -ausblick ist nicht auf einen Mangel an Neuigkeiten zurückzuführen. Immer mehr Details über die geplante Wirtschaftspolitik der seit Mai alleine regierenden konservativen Partei Großbritanniens wurden in den letzten Wochen bekannt. So wurden drastische Einschnitte bei den Sozialleistungen angemahnt, um das beträchtliche Haushaltsdefizit abzubauen. Im Gegenzug soll es bis zum Jahr 2020 zu einer Erhöhung des Mindestlohns auf neun Pfund (circa 12,50 Euro) kommen. Doch von großen konjunkturellen Auswirkungen des Maßnahmenpakets gehen die Experten auf Halbjahressicht offenbar nicht aus. Jesper Riedler

Sonderfrage: Wirtschaftswachstum



Die ZEW-Finanzmarktexperten erwarten für die nächsten Quartale und Jahre eine relativ konstante wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland wird gemäß den Median-Prognosen der Experten im laufenden zweiten und im dritten Quartal 2015 um jeweils 0,5 Prozent wachsen. Im vierten Quartal 2015 wird mit 0,45 Prozent und somit einer leichten Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik gerechnet. Diese sollte allerdings nur temporär sein, wie der langfristige Ausblick zeigt. Nach prognostizierten 1,7 Prozent Wachstum im laufenden Jahr, gehen die Experten im Median von Jahreswachstumsraten von jeweils 1,8 Prozent für die Jahre 2016 und 2017 aus. Das sind die Ergebnisse der Sonderfrage im Juli 2015. In der vierteljährlichen Sonderfrage zum Thema Wirtschaftswachstum geben die Experten Punktprognosen ab zu nicht-annualisierten Quartalwachstumsraten des realen und saisonbereinigten BIPs, beziehungsweise zu Jahreswachstumsraten des realen BIPs. Nach 0,3 Prozent Wachstum im ersten Quartal 2015 gehen 80 Prozent der befragten Finanzmarktexperten von gleich hohen oder höheren Wachstumsraten in den folgenden Quartalen des laufenden Jahres aus (siehe obere Abbildung). Die optimistischsten 20 Prozent der Umfrageteilnehmer erwarten sogar Quartalwachstumsraten von mindestens 0,6 Prozent. Aktuelle Wirtschaftszahlen, die noch nicht in Gänze für das bereits abgelaufene zweite Quartal 2015 vorliegen, rechtfertigen den moderaten Optimismus der Experten. Insbesondere der starke Konsum, der sich an den hohen Einzelhandelsumsätzen zeigt, dürfte die treibende Kraft hinter den BIP-Prognosen sein. Zuwächse bei den Reallöhnen und die niedrige Arbeitslosigkeit steigern dabei die Kaufkraft der Deutschen. Auch die Exportaktivität, die durch den schwachen Eurokurs beflügelt wird, dürfte die Erwartungen geprägt haben. Die Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass das gegenwärtige Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland bis mindestens Ende 2017 anhalten wird. Lediglich 20 Prozent der Experten erwarten Jahreswachstumsraten von unter 1,5 Prozent bis 2017 (siehe untere Abbildung). Von jährlichen Wachstumsraten über zwei Prozent geht allerdings nur eine Minderheit aus. Eine Mehrheit von 80 Prozent der Experten erwartet in den Jahren 2016 und 2017 einen Zuwachs der Wirtschaftsleistung um maximal zwei Prozent. Jesper Riedler

ZEW - Finanzmarkttest Juli 2015: Belegung der Antwortkategorien						
Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo		
Euroraum	6.3 (+ 1.0)	73.0 (+ 5.2)	20.7 (- 6.2)	-14.4	(+ 7.2)	
Deutschland	65.3 (+ 1.1)	33.3 (- 1.2)	1.4 (+ 0.1)	63.9	(+ 1.0)	
USA	50.9 (+ 5.8)	47.7 (- 4.5)	1.4 (- 1.3)	49.5	(+ 7.1)	
Japan	14.0 (+ 1.6)	71.0 (- 3.2)	15.0 (+ 1.6)	-1.0	(+/- 0.0)	
Großbritannien	37.2 (- 1.5)	60.0 (+ 2.9)	2.8 (- 1.4)	34.4	(- 0.1)	
Frankreich	2.3 (+ 0.4)	49.3 (+ 8.5)	48.4 (- 8.9)	-46.1	(+ 9.3)	
Italien	1.9 (+ 0.9)	46.5 (+ 8.4)	51.6 (- 9.3)	-49.7	(+10.2)	
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Euroraum	51.3 (- 6.4)	40.1 (+ 1.8)	8.6 (+ 4.6)	42.7	(-11.0)	
Deutschland (=ZEW Indikator)	36.0 (+ 0.1)	57.7 (- 2.0)	6.3 (+ 1.9)	29.7	(- 1.8)	
USA	38.4 (- 3.5)	57.5 (+ 3.9)	4.1 (- 0.4)	34.3	(- 3.1)	
Japan	22.5 (+ 2.8)	71.2 (- 3.0)	6.3 (+ 0.2)	16.2	(+ 2.6)	
Großbritannien	23.4 (+ 2.7)	71.4 (- 2.7)	5.2 (+/- 0.0)	18.2	(+ 2.7)	
Frankreich	35.2 (- 3.1)	56.0 (+ 2.1)	8.8 (+ 1.0)	26.4	(- 4.1)	
Italien	40.6 (- 5.7)	50.9 (+ 2.8)	8.5 (+ 2.9)	32.1	(- 8.6)	
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	68.2 (- 8.7)	30.0 (+ 7.3)	1.8 (+ 1.4)	66.4	(-10.1)	
Deutschland	69.2 (-11.2)	28.5 (+ 9.8)	2.3 (+ 1.4)	66.9	(-12.6)	
USA	71.7 (- 1.6)	27.4 (+ 2.5)	0.9 (- 0.9)	70.8	(- 0.7)	
Japan	30.9 (- 6.7)	65.2 (+ 7.6)	3.9 (- 0.9)	27.0	(- 5.8)	
Großbritannien	60.2 (- 9.6)	38.8 (+ 9.6)	1.0 (+/- 0.0)	59.2	(- 9.6)	
Frankreich	64.9 (- 7.3)	33.2 (+ 7.3)	1.9 (+/- 0.0)	63.0	(- 7.3)	
Italien	65.4 (- 7.6)	32.2 (+ 7.6)	2.4 (+/- 0.0)	63.0	(- 7.6)	
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	7.3 (- 2.9)	90.0 (+ 2.8)	2.7 (+ 0.1)	4.6	(- 3.0)	
USA	71.4 (+ 4.0)	28.1 (- 3.6)	0.5 (- 0.4)	70.9	(+ 4.4)	
Japan	5.3 (- 0.4)	93.7 (- 0.1)	1.0 (+ 0.5)	4.3	(- 0.9)	
Großbritannien	33.2 (+ 3.3)	66.3 (- 2.9)	0.5 (- 0.4)	32.7	(+ 3.7)	
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Deutschland	54.3 (+10.4)	38.9 (- 5.3)	6.8 (- 5.1)	47.5	(+15.5)	
USA	72.1 (+ 4.5)	27.4 (- 2.8)	0.5 (- 1.7)	71.6	(+ 6.2)	
Japan	24.0 (+ 1.8)	75.0 (- 0.9)	1.0 (- 0.9)	23.0	(+ 2.7)	
Großbritannien	53.2 (+ 5.3)	45.4 (- 4.8)	1.4 (- 0.5)	51.8	(+ 5.8)	
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
STOXX 50 (Euroraum)	67.3 (+ 8.9)	26.4 (- 6.1)	6.3 (- 2.8)	61.0	(+11.7)	
DAX (Deutschland)	67.3 (+ 8.9)	25.5 (- 5.1)	7.2 (- 3.8)	60.1	(+12.7)	
TecDax (Deutschland)	66.6 (+ 9.0)	25.8 (- 6.5)	7.6 (- 2.5)	59.0	(+11.5)	
Dow Jones Industrial (USA)	58.3 (+ 4.4)	32.5 (- 0.5)	9.2 (- 3.9)	49.1	(+ 8.3)	
Nikkei 225 (Japan)	51.1 (+ 4.9)	42.3 (- 0.9)	6.6 (- 4.0)	44.5	(+ 8.9)	
FT-SE-100 (Großbritannien)	56.6 (+ 5.3)	38.7 (- 2.2)	4.7 (- 3.1)	51.9	(+ 8.4)	
CAC-40 (Frankreich)	52.8 (+ 4.1)	38.9 (- 1.1)	8.3 (- 3.0)	44.5	(+ 7.1)	
MIBtel (Italien)	52.3 (+ 1.5)	39.4 (- 0.9)	8.3 (- 0.6)	44.0	(+ 2.1)	
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo		
Dollar	56.2 (+ 5.1)	27.8 (- 7.1)	16.0 (+ 2.0)	40.2	(+ 3.1)	
Yen	18.6 (+ 1.3)	62.3 (- 4.2)	19.1 (+ 2.9)	-0.5	(- 1.6)	
Brit. Pfund	34.0 (+ 4.1)	53.3 (- 3.4)	12.7 (- 0.7)	21.3	(+ 4.8)	
Schw. Franken	19.3 (+ 4.9)	66.2 (- 5.9)	14.5 (+ 1.0)	4.8	(+ 3.9)	
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Öl (Nordsee Brent)	35.0 (- 3.7)	51.3 (- 3.7)	13.7 (+ 7.4)	21.3	(-11.1)	
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Banken	11.7 (+ 0.7)	41.1 (- 0.3)	47.2 (- 0.4)	-35.5	(+ 1.1)	
Versicherungen	10.2 (+ 0.2)	44.9 (+ 3.3)	44.9 (- 3.5)	-34.7	(+ 3.7)	
Fahrzeuge	41.9 (- 6.5)	47.5 (+ 1.7)	10.6 (+ 4.8)	31.3	(-11.3)	
Chemie/Pharma	54.2 (- 5.4)	43.6 (+ 6.9)	2.2 (- 1.5)	52.0	(- 3.9)	
Stahl/NE-Metalle	30.3 (- 0.7)	60.1 (- 0.9)	9.6 (+ 1.6)	20.7	(- 2.3)	
Elektro	35.4 (- 5.6)	60.1 (+ 4.8)	4.5 (+ 0.8)	30.9	(- 6.4)	
Maschinen	50.0 (- 5.9)	40.6 (+ 1.8)	9.4 (+ 4.1)	40.6	(-10.0)	
Konsum/Handel	57.8 (- 2.8)	38.3 (+ 5.7)	3.9 (- 2.9)	53.9	(+ 0.1)	
Bau	38.9 (- 2.6)	53.3 (+ 4.4)	7.8 (- 1.8)	31.1	(- 0.8)	
Versorger	10.1 (+ 4.2)	48.6 (- 3.8)	41.3 (- 0.4)	-31.2	(+ 4.6)	
Dienstleister	32.2 (+ 2.5)	65.6 (- 0.4)	2.2 (- 2.1)	30.0	(+ 4.6)	
Telekommunikation	26.2 (+ 6.8)	70.4 (- 2.7)	3.4 (- 4.1)	22.8	(+10.9)	
Inform.-Technologien	46.0 (+ 1.3)	52.9 (- 0.8)	1.1 (- 0.5)	44.9	(+ 1.8)	

Bemerkung: An der Juli-Umfrage des Finanzmarkttests vom 29.6.2015 - 13.7.2015 beteiligten sich 223 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