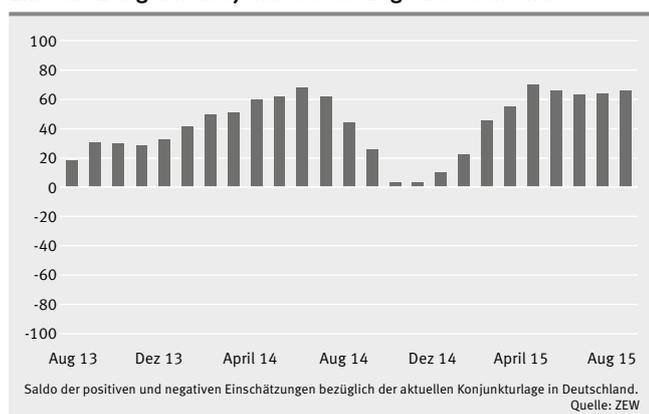


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 27.7.2015 – 10.8.2015 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 14.8.2015) wiedergegeben.

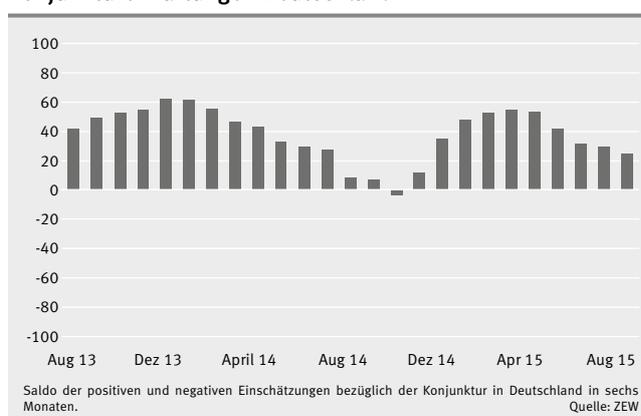
## Erneuter Rückgang der Konjunkturerwartungen

Die Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im August 2015 zum fünften Mal in Folge gefallen. Der entsprechende Saldo geht im Vormonatsvergleich um 4,7 Punkte auf 25,0 Punkte zurück. Niedriger notierte der Indikator zuletzt im November 2014. Die Einschätzungen bezüglich der konjunkturellen Lage in Deutschland bleiben hingegen auf hohem Niveau stabil. Der entsprechende Indikatorstand legt gegenüber dem Juli um 1,8 auf 65,7 Punkte zu. Erstmals seit Monaten dürfte die Staatsschuldenkrise in Griechenland nicht mehr die Stimmung unter den Finanzmarktexperten prägend beeinflusst haben. Der Grexit ist vorerst kein Thema mehr und ob das geplante dritte Hilfsprogramm jetzt schnell beschlossen werden kann, oder lange und schwierige Verhandlungen bevorstehen, hat vermutlich kaum Auswirkungen auf den Konjunkturausblick auf Halbjahressicht. Was hat also zur Eintrübung der Konjunkturerwartungen geführt? Mehr als ein einzelnes Ereignis dürfte eine allgemeine Erkenntnis den Rückgang des Indikators erklären: Unter den gegebenen geopolitischen und weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen ist eine wesentliche Verbesserung der weiterhin guten Konjunktur in Deutschland mittelfristig nicht wahrscheinlich. So bleiben beispielsweise als Unsicherheitsfaktoren die Spannungen zwischen Russland und dem Westen ebenso bestehen wie die mittlerweile etwas entspannte aber keineswegs gelöste Staatsschuldenkrise in Griechenland, die Turbulenzen am chinesischen Finanzmarkt und die unbekanntenen Auswirkungen der nahenden Zinswende in den USA. Für eine Volkswirtschaft wie Deutschland, die Waren im Wert von rund vierzig Prozent der Wirtschaftsleistung

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



### Konjunkturerwartungen Deutschland



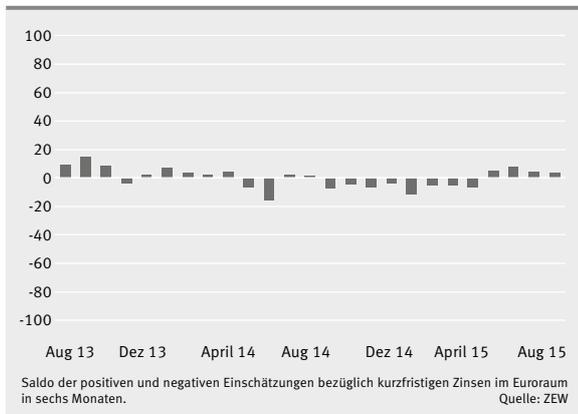
exportiert, kann eine fragile Weltkonjunktur schnell zu einem ernsthaften Problem werden. Eine zunehmende Anzahl an Unternehmen nimmt angesichts der vielfältigen und anhaltenden Unsicherheiten eine eher abwartende Haltung ein. Investitionsprojekte werden vermehrt aufgeschoben, was sich mittelfristig negativ auf die Wachstumsperspektiven auswirkt. Aktuelle Zahlen belegen eine rückläufige Investitionstätigkeit des privaten Sektors in Deutschland. So gingen im zweiten Quartal 2015 die Bestellungen aus Deutschland für Investitionsgüter um 1,9 Prozent gegenüber dem Vorquartal zurück.

Während die Unsicherheit über die Stabilität der Weltkonjunktur die hiesige Investitionstätigkeit einschränkt, boomt der Export. Diese scheinbar paradoxe Entwicklung ist nicht zuletzt auf den für die Arbeits- und Produktionskosten in Deutschland viel zu niedrigen Außenwert des Euros zurückzuführen. Doch was sich vordergründig wie eine gute Nachricht anhört, führt zu einer noch höheren Exportabhängigkeit Deutschlands. Der Internationalen Währungsfonds schätzt, dass im laufenden Jahr der Außenhandelsüberschuss auf acht Prozent wachsen wird. Kein anderes großes Land kommt auch nur annähernd an diesen Wert heran. Die Wirkung eines derartig großen Überschusses auf die anderen Staaten der Eurozone ist komplex und umstritten. Es dürfte allerdings im Interesse Deutschlands liegen, durch eine Stärkung der Binnenkonjunktur die Anfälligkeit der Wirtschaft gegenüber äußeren Instabilitäten zu reduzieren. Höhere Löhne und eine Steigerung der öffentlichen Investitionstätigkeit könnten in diesem Zusammenhang hilfreich sein.

Jesper Riedler

## Eurozone: Fortsetzung der Niedrigzinspolitik erwartet

Erwartungen bezüglich der kurzfristigen Zinsen

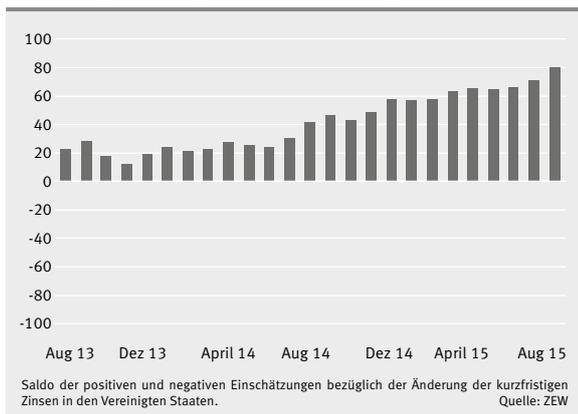


Die Erwartungen an die kurzfristigen Zinsen in der Eurozone bleiben weiterhin nahe der Nulllinie. Der entsprechende Saldo geht im August um einen Punkt auf 3,6 Punkte zurück. Über die letzten 24 Monate lag der Saldo im Schnitt bei minus 0,4 Punkten. Dabei gingen im Mittel 84,7 Prozent der Umfrageteilnehmer von keiner Veränderung am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve aus. Noch nie seit der Euro-Einführung 1999 waren sich die Finanzmarktexperten über so lange Zeit so einig in dieser Einschätzung. Die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank scheint sich demnach weiter zu verfestigen, auch wenn die Hauptrefinanzierungsrate seit nun bereits über zwei Jahren unter einem Prozent liegt. Die Frage nach der Wirkung dieser Politik lässt sich dabei nicht einfach beantworten, denn die wirtschaftliche Entwicklung innerhalb der Eurozone verläuft weiterhin sehr heterogen. Die Bestimmung des geeigneten Zeitpunkts für eine mögliche Leitzinserhöhung ist dadurch in jedem Fall schwierig und wird es vorerst bleiben.

Dominik Rehse

## USA: Leitzinserhöhung zeichnet sich immer deutlicher ab

Erwartungen bezüglich der kurzfristigen Zinsen

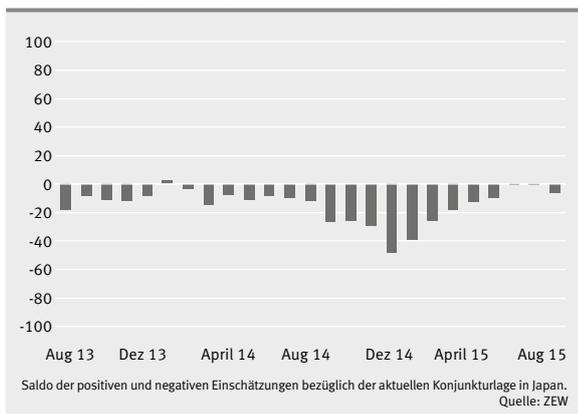


Nach Einschätzung der Finanzmarktexperten wird die lange erwartete Zinswende in den Vereinigten Staaten immer wahrscheinlicher. Der entsprechende Saldo verbesserte sich um 9,6 Punkte auf 80,5 Punkte. Ein ähnlich hohes Niveau war zuletzt zwischen 2004 und 2005 zu beobachten, als nach dem Zusammenbruch der „New Economy“-Blase das Zinsniveau in kleinen Schritten wieder angehoben wurde. Die gegenwärtigen Rahmenbedingungen sind mit vergangenen Finanz- und Wirtschaftskrisen aber nur schwer zu vergleichen. So handelt es sich bei der Periode von Ende 2008 bis heute um die längste Periode der Nachkriegsgeschichte in der Leitzins („Federal Funds Rate“) unter einem Prozent lag. Nach nunmehr über sechs Jahren der Niedrigzinspolitik fürchten manche Beobachter die wachstumshemmende Wirkung einer Zinserhöhung. Die Finanzmarktexperten zumindest gehen weiterhin von einer Verbesserung der Konjunkturlage aus, wenn auch mit abnehmender Tendenz.

Dominik Rehse

## Japan: Lageeinschätzung verschlechtert sich erstmals seit Jahresbeginn

Einschätzung der konjunkturellen Lage Japan

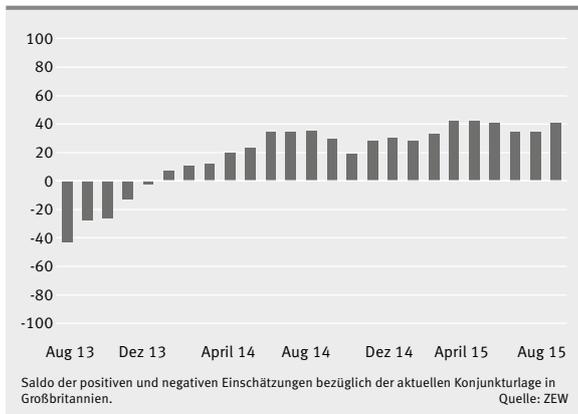


Zum ersten Mal seit Dezember 2014 sind die Einschätzungen der ZEW-Finanzmarktexperten bezüglich der Lage der japanischen Volkswirtschaft wieder gesunken. Der entsprechende Saldo ging um 4,7 Punkte auf minus 5,7 Punkte zurück. Ein Grund für die gesunkenen Erwartungen könnten die zuletzt schwächer ausgeprägte Binnen- und Außenanfrage sein. So sind die japanischen Haushaltsausgaben im Juni 2015 um zwei Prozent zurückgegangen. Die Exportnachfrage im zweiten Quartal fiel zudem geringer als im ersten Quartal aus. Der abnehmende Export ist auch einer der Gründe, weshalb die japanische Zentralbank am 15. Juli 2015 ihre Konjunkturprognose für das laufende Fiskaljahr, das noch bis März 2016 läuft, von zwei Prozent auf 1,7 Prozent senkte. Innerhalb des zweiten Quartals ließ sich jedoch eine saisonbereinigt zunehmende Exportaktivität beobachten. Diese positive Tendenz könnte auch erklären, warum sich die Konjunkturerwartungen um 4,6 Punkte auf 20,8 Punkte verbesserten.

Jan-Christian Fey

## Großbritannien: Lageeinschätzung verbessert sich

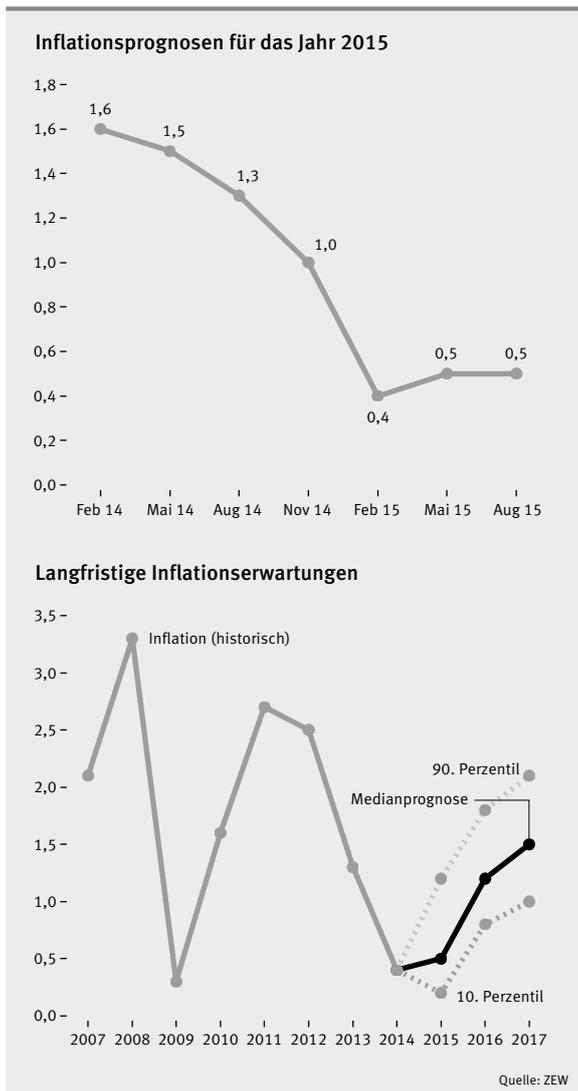
Einschätzung der konjunkturellen Lage Großbritanniens



Der Lageindikator für die britische Volkswirtschaft steigt um 6,4 auf 40,8 Punkte. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die vorläufige Schätzung des Bruttoinlandsproduktes im zweiten Quartal vom 28. Juli 2015 eine Erhöhung von 0,7 Prozent (saisonbereinigt) im Vergleich zum Vorquartal signalisiert. Die Bestätigung der positiven konjunkturellen Entwicklung könnte dazu beigetragen haben, dass 6,4 Prozent der Finanzmarktexperten von einer neutralen zu einer positiven Bewertung der konjunkturellen Lage übergegangen sind. Beim Blick in die kommenden sechs Monate sind die Experten jedoch weiterhin nicht gerade euphorisch. Die Konjunkturerwartungen für Großbritannien sinken um 2,1 Punkte auf 16,1 Punkte. Die Stimmanteile der verschiedenen Antwortkategorien veränderten sich dabei nur geringfügig. 69,7 Prozent (minus 1,7 Prozentpunkte) der Teilnehmer gehen von keiner Veränderung aus, 23,2 Prozent (minus 0,2) von einer Verbesserung und 7,1 Prozent (plus 1,9) von einer Verschlechterung.

Jan-Christian Fey

## Sonderfrage: Inflationserwartung für 2015 bleibt unverändert



Im August 2015 sind die Finanzmarktexperten turnusgemäß zu ihren Erwartungen an die langfristige Inflationsentwicklung in der Eurozone befragt worden. Die vorherige vergleichbare Sonderfrage wurde im Mai 2015 gestellt. Verglichen damit blieb die erwartete Inflationsrate für 2015 dabei im Median unverändert bei 0,5 Prozent. Diese Seitwärtsbewegung passt zur derzeitigen Entwicklung des Ölpreises. Nach dem starken Preisverfall bis Anfang dieses Jahres wurde im Frühjahr von vielen Beobachtern wieder Potenzial für steigende Preise wahrgenommen, was sich auch in den Erwartungen der Experten an die Ölpreisentwicklung zeigte. Seit der Einigung zwischen Iran und den UN-Vetomächten über das iranische Atomprogramm und der damit einhergehenden Lockerung der Wirtschaftssanktionen wurden diese Erwartungen jedoch deutlich gedämpft. Im August 2015 liegt der entsprechende Saldo nach einem Verlust von 9,2 Punkten bei nur noch 12,1 Punkten. Die nun erwarteten iranischen Ölexporte könnten das Ölangebot am Weltmarkt signifikant erweitern und den Ölpreis weiterhin niedrig halten. Dies dämpft die kurz- bis mittelfristigen Inflationserwartungen. Die Bedeutung der Preise für Energieträger für die Inflation in der Eurozone wird anhand der jüngsten Entwicklung der Inflationsrate deutlich. So lag die Inflationsrate für die Eurozone ohne die Berücksichtigung von Energiekosten zwischen April 2015 und Juli 2015 jeweils 0,7 Prozentpunkte über der Inflationsrate mit Berücksichtigung der Energiekosten. In Anbetracht des sehr niedrigen Inflationsniveaus von 0,0 Prozent im April 2015, 0,3 Prozent im Mai 2015, 0,2 Prozent im Juni 2015 und 0,2 Prozent im Juli 2015 ist diese Differenz nicht unerheblich. Die längerfristigen Erwartungen an die Inflation dürften hingegen weniger von kurz- und mittelfristigen Schwankungen von Rohstoffen als von der wirtschaftlichen Entwicklung der Eurozone abhängen. Die Erwartungen der Experten fallen diesbezüglich jedoch auch nicht wesentlich positiver aus. Im Median erwarten die Experten für 2016 eine Inflationsrate von 1,2 Prozent und für 2017 von 1,5 Prozent. Im Vergleich zur Umfrage im Mai 2015 entspricht dies einer Abwärtsrevision von jeweils 0,1 Prozentpunkten. Würde sich die Inflation gemäß diesem Pfad entwickeln, dann würde die von der Europäischen Zentralbank gesetzte Zielmarke von knapp unter zwei Prozent noch in erheblicher Ferne liegen.

Dominik Rehse

ZEW - Finanzmarkttest August 2015: Belegung der Antwortkategorien						
Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo		
Euroraum	5.0 (-1.3)	79.7 (+6.7)	15.3 (-5.4)	-10.3	(+4.1)	
Deutschland	66.2 (+0.9)	33.3 (+/- 0.0)	0.5 (-0.9)	65.7	(+1.8)	
USA	54.7 (+3.8)	43.9 (-3.8)	1.4 (+/- 0.0)	53.3	(+3.8)	
Japan	8.0 (-6.0)	78.3 (+7.3)	13.7 (-1.3)	-5.7	(-4.7)	
Großbritannien	43.6 (+6.4)	53.6 (-6.4)	2.8 (+/- 0.0)	40.8	(+6.4)	
Frankreich	0.9 (-1.4)	53.5 (+4.2)	45.6 (-2.8)	-44.7	(+1.4)	
Italien	0.0 (-1.9)	46.5 (+/- 0.0)	53.5 (+1.9)	-53.5	(-3.8)	
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Euroraum	52.1 (+0.8)	43.4 (+3.3)	4.5 (-4.1)	47.6	(+4.9)	
Deutschland (=ZEW Indikator)	32.2 (-3.8)	60.6 (+2.9)	7.2 (+0.9)	25.0	(-4.7)	
USA	34.5 (-3.9)	60.0 (+2.5)	5.5 (+1.4)	29.0	(-5.3)	
Japan	25.1 (+2.6)	70.6 (-0.6)	4.3 (-2.0)	20.8	(+4.6)	
Großbritannien	23.2 (-0.2)	69.7 (-1.7)	7.1 (+1.9)	16.1	(-2.1)	
Frankreich	36.3 (+1.1)	54.4 (-1.6)	9.3 (+0.5)	27.0	(+0.6)	
Italien	43.6 (+3.0)	47.9 (-3.0)	8.5 (+/- 0.0)	35.1	(+3.0)	
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	55.2 (-13.0)	42.1 (+12.1)	2.7 (+0.9)	52.5	(-13.9)	
Deutschland	55.9 (-13.3)	42.3 (+13.8)	1.8 (-0.5)	54.1	(-12.8)	
USA	64.6 (-7.1)	33.6 (+6.2)	1.8 (+0.9)	62.8	(-8.0)	
Japan	32.4 (+1.5)	65.2 (+/- 0.0)	2.4 (-1.5)	30.0	(+3.0)	
Großbritannien	57.2 (-3.0)	41.4 (+2.6)	1.4 (+0.4)	55.8	(-3.4)	
Frankreich	52.1 (-12.8)	44.6 (+11.4)	3.3 (+1.4)	48.8	(-14.2)	
Italien	51.7 (-13.7)	45.0 (+12.8)	3.3 (+0.9)	48.4	(-14.6)	
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Euroraum	6.8 (-0.5)	90.0 (+/- 0.0)	3.2 (+0.5)	3.6	(-1.0)	
USA	80.5 (+9.1)	19.5 (-8.6)	0.0 (-0.5)	80.5	(+9.6)	
Japan	5.7 (+0.4)	93.8 (+0.1)	0.5 (-0.5)	5.2	(+0.9)	
Großbritannien	50.2 (+17.0)	49.3 (-17.0)	0.5 (+/- 0.0)	49.7	(+17.0)	
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Deutschland	50.2 (-4.1)	43.9 (+5.0)	5.9 (-0.9)	44.3	(-3.2)	
USA	75.0 (+2.9)	23.6 (-3.8)	1.4 (+0.9)	73.6	(+2.0)	
Japan	19.9 (-4.1)	78.7 (+3.7)	1.4 (+0.4)	18.5	(-4.5)	
Großbritannien	58.6 (+5.4)	40.0 (-5.4)	1.4 (+/- 0.0)	57.2	(+5.4)	
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
STOXX 50 (Euroraum)	63.5 (-3.8)	26.4 (+/- 0.0)	10.1 (+3.8)	53.4	(-7.6)	
DAX (Deutschland)	61.7 (-5.6)	27.3 (+1.8)	11.0 (+3.8)	50.7	(-9.4)	
TecDax (Deutschland)	59.3 (-7.3)	27.3 (+1.5)	13.4 (+5.8)	45.9	(-13.1)	
Dow Jones Industrial (USA)	49.8 (-8.5)	36.1 (+3.6)	14.1 (+4.9)	35.7	(-13.4)	
Nikkei 225 (Japan)	46.0 (-5.1)	42.9 (+0.6)	11.1 (+4.5)	34.9	(-9.6)	
FT-SE-100 (Großbritannien)	47.9 (-8.7)	38.3 (-0.4)	13.8 (+9.1)	34.1	(-17.8)	
CAC-40 (Frankreich)	49.2 (-3.6)	39.0 (+0.1)	11.8 (+3.5)	37.4	(-7.1)	
MIStel (Italien)	51.8 (-0.5)	37.2 (-2.2)	11.0 (+2.7)	40.8	(-3.2)	
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo		
Dollar	58.0 (+1.8)	30.7 (+2.9)	11.3 (-4.7)	46.7	(+6.5)	
Yen	10.6 (-8.0)	76.8 (+14.5)	12.6 (-6.5)	-2.0	(-1.5)	
Brit. Pfund	35.6 (+1.6)	52.8 (-0.5)	11.6 (-1.1)	24.0	(+2.7)	
Schw. Franken	14.0 (-5.3)	71.5 (+5.3)	14.5 (+/- 0.0)	-0.5	(-5.3)	
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo		
Öl (Nordsee Brent)	29.4 (-5.6)	53.3 (+2.0)	17.3 (+3.6)	12.1	(-9.2)	
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo		
Banken	18.8 (+7.1)	45.2 (+4.1)	36.0 (-11.2)	-17.2	(+18.3)	
Versicherungen	8.7 (-1.5)	48.9 (+4.0)	42.4 (-2.5)	-33.7	(+1.0)	
Fahrzeuge	28.6 (-13.3)	49.2 (+1.7)	22.2 (+11.6)	6.4	(-24.9)	
Chemie/Pharma	42.7 (-11.5)	51.9 (+8.3)	5.4 (+3.2)	37.3	(-14.7)	
Stahl/NE-Metalle	24.0 (-6.3)	61.2 (+1.1)	14.8 (+5.2)	9.2	(-11.5)	
Elektro	35.9 (+0.5)	58.7 (-1.4)	5.4 (+0.9)	30.5	(-0.4)	
Maschinen	45.1 (-4.9)	41.3 (+0.7)	13.6 (+4.2)	31.5	(-9.1)	
Konsum/Handel	54.1 (-3.7)	43.2 (+4.9)	2.7 (-1.2)	51.4	(-2.5)	
Bau	37.3 (-1.6)	55.1 (+1.8)	7.6 (-0.2)	29.7	(-1.4)	
Versorger	7.0 (-3.1)	53.3 (+4.7)	39.7 (-1.6)	-32.7	(-1.5)	
Dienstleister	30.9 (-1.3)	65.9 (+0.3)	3.2 (+1.0)	27.7	(-2.3)	
Telekommunikation	26.1 (-0.1)	67.4 (-3.0)	6.5 (+3.1)	19.6	(-3.2)	
Inform.-Technologien	48.9 (+2.9)	50.0 (-2.9)	1.1 (+/- 0.0)	47.8	(+2.9)	

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 27.7.2015 - 10.8.2015 beteiligten sich 228 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