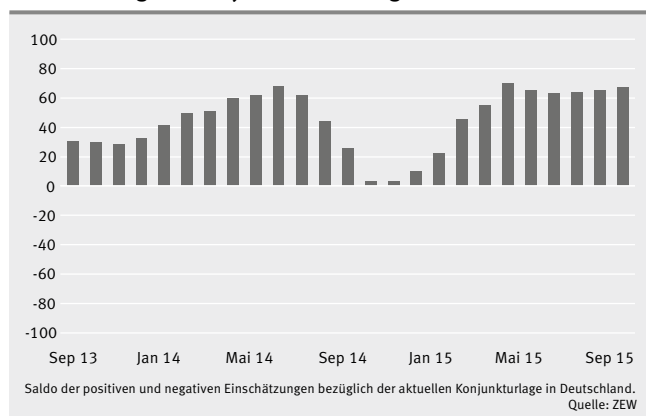


Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 31.8.2015 – 14.9.2015 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 16.9.2015) wiedergegeben.

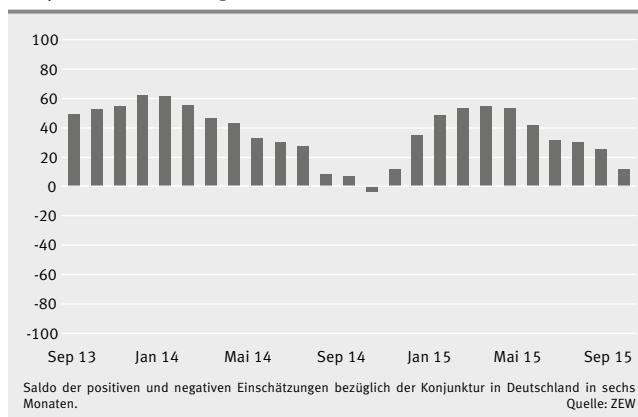
## Schwellenländer dämpfen Konjunkturausblick

Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland gehen im September 2015 zurück. Der Index fällt verglichen mit dem Vormonat um 12,9 Punkte auf einen aktuellen Stand von 12,1 Punkten. Dies ist zwar der sechste Rückgang in Folge, jedoch bleibt der Index weiterhin im positiven Bereich. Das heißt: Eine relative Mehrheit der Finanzmarktexperten geht auf Halbjahressicht weiterhin von einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage aus. Die Dämpfung der Erwartungseinschätzung dürfte im Zusammenhang mit der konjunkturellen Abkühlung der meisten großen Schwellenländer stehen. Beispielsweise verfestigen sich die Hinweise, dass die derzeitigen Turbulenzen an den chinesischen Kapitalmärkten nicht nur eine kurzzeitige Zäsur darstellen, sondern auf wesentliche strukturelle Probleme der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt hindeuten. Auch für andere große Schwellenländer mehrten sich die Schwächesignale. So steckt Russland nach zwei Quartalen mit negativem Wirtschaftswachstum gemäß der langläufigen Definition in einer Rezession. In Brasilien stieg die Arbeitslosenquote zuletzt sprunghaft an. Zudem sehen einige weitere Schwellenländer mit Blick auf die erwartete Leitzinserhöhung in den Vereinigten Staaten unsicheren Zeiten entgegen. Für Deutschland ist die weitere konjunkturelle Abkühlung in den Schwellenländern von besonderer Bedeutung, da diese Länder für die deutsche Wirtschaft wesentliche Außenhandelspartner sind. So ist beispielsweise China nach den USA der größte Abnehmer deutscher Exporte außerhalb Europas. Im Verlauf der vergangenen Wochen mehrten sich bereits die Hinweise, dass einzelne Wirtschaftsbereiche rückläufige Exporte

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



### Konjunkturerwartungen Deutschland

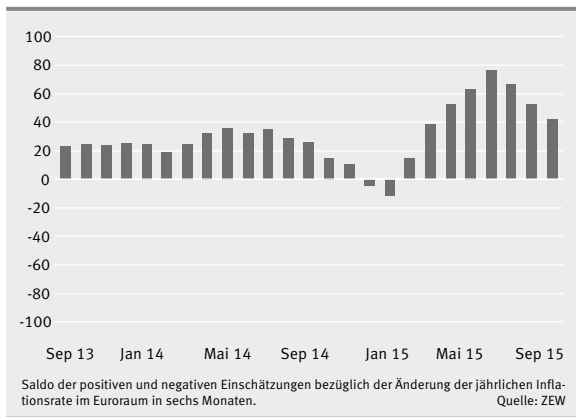


te nach China zu verzeichnen haben. Die im Verlauf der vergangenen Monate zu beobachtende Dämpfung der Erwartungen der Finanzmarktexperten für exportorientierte Branchen wie etwa die Automobilindustrie oder den Maschinenbau könnten ein Hinweis auf die vermutete abnehmende Nachfrage aus China und anderen großen Schwellenländern sein. Der Zeitpunkt für einen möglichen Nachfragerückgang aus den Schwellenländern wäre für Deutschland dabei besonders ungünstig, da das wirtschaftliche Wachstum momentan stark durch die Exporte getrieben wird. So erreichte die Bundesrepublik im Juli 2015 einen Exportüberschuss von 25 Milliarden Euro, dem höchsten Wert seit Beginn der Datenerfassung im Jahr 1991. Zwar wurde auch dieser Überschuss schon unter „erschweren Bedingungen“ erwirtschaftet, denn der wirtschaftliche Abschwung in den relevanten Schwellenländern ist schon seit einiger Zeit im Gange. Jedoch scheint die anhaltend enttäuschende Nachrichtenlage die Stimmung weiter einzutrüben. Neben der schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung in den Schwellenländern gibt es jedoch auch exportförderliche Entwicklungen. So dürfte die erwartete Leitzinserhöhung in den Vereinigten Staaten ein Fortbestehen des schwachen Außenwerts des Euros befördern, der vermutlich auch schon in den vergangenen Monaten einen Teil der bereits erfolgten Außennachfragerückgänge kompensieren konnte. Der Lagesaldo zumindest bleibt weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Nach einem leichten Zugewinn von 1,8 Punkten steht er im September 2015 bei 67,5 Punkten.

Dominik Rehse

## Eurozone: Rückgang der Inflationserwartungen

Erwartungen bezüglich Inflation

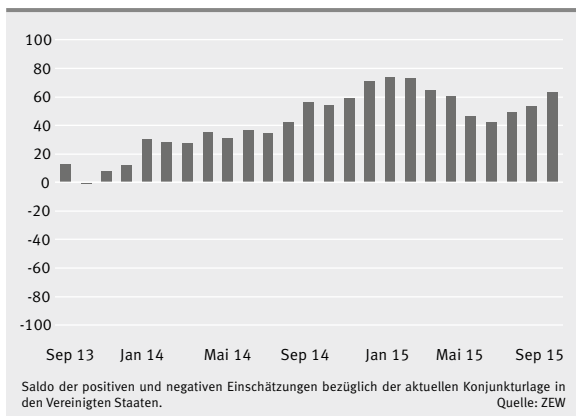


Die Erwartungen bezüglich der Änderung der Inflationsrate im Euroraum auf Halbjahressicht gehen im September 2015 zurück. Der entsprechende Indikator notiert 10,5 Punkte unter seinem Vormonatsniveau bei 42,0 Punkten. Noch im Juni 2015 lag der Saldo mit 76,5 Punkten auf seinem höchsten Wert seit der Jahrtausendwende. Doch die vielfach geäußerte Erwartung, dass die Inflation, getrieben durch anziehende Rohstoffpreise, bald an Tempo gewinnen würde, verflüchtigt sich zunehmend. Dabei bleibt unklar, ob die schwächelnde Nachfrage aus den Schwellenländern die Rohstoffpreise fallen lässt, oder die fallenden Rohstoffpreise die rohstoffproduzierenden Schwellenländer schwächen lässt. Fest steht, dass die Teuerungsrate im Euroraum mit 0,1 Prozent im August 2015 noch weit unter ihrer Zielmarke von unter aber nahe zwei Prozent liegt. Eine schnelle Annäherung an diese Zielmarke ist wohl nicht zu erwarten. Jüngst senkte auch die Europäische Zentralbank ihren Inflationsausblick für das Jahr 2016 von 1,5 Prozent auf 1,1 Prozent.

Jesper Riedler

## USA: Wirtschaftslage verbessert sich weiter

Einschätzung der konjunkturellen Lage USA

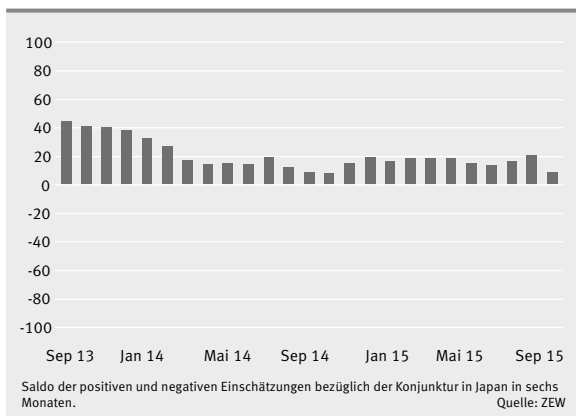


Die Einschätzungen der Finanzmarktexperten bezüglich der konjunkturellen Lage in den USA haben sich im September deutlich verbessert. Der entsprechende Indikator legt im Vergleich zum Vormonat um 10,3 auf 63,6 Punkte zu. Ausschlaggebend für die Korrektur dürfte die überraschend starke Aufwärtsrevision der Wachstumsrate für das zweite Quartal 2015 gewesen sein. Den aktuellen Zahlen zufolge wuchs das Bruttoinlandsprodukt in den USA im Vorquartalsvergleich um annualisiert 3,7 Prozent. Angesichts eines solchen Wachstums dürften die Stimmen lauter werden, die sich für eine baldige Anhebung des Leitzinses durch die US-amerikanische Zentralbank aussprechen. Doch der Konjunkturoptimismus der Experten ist auch im September rückläufig. Die Konjunkturerwartungen für die USA fallen zum dritten Mal in Folge und notieren nunmehr bei 22,0 (-7,0) Punkten. Insbesondere die wirtschaftliche Abkühlung in einigen Schwellenländern und eine Inflationsrate nahe Null im eigenen Land werden mit Sorge zur Kenntnis genommen.

Jesper Riedler

## Japan: Konjunkturlage und -erwartungen verschlechtern sich

Konjunkturerwartungen Japan

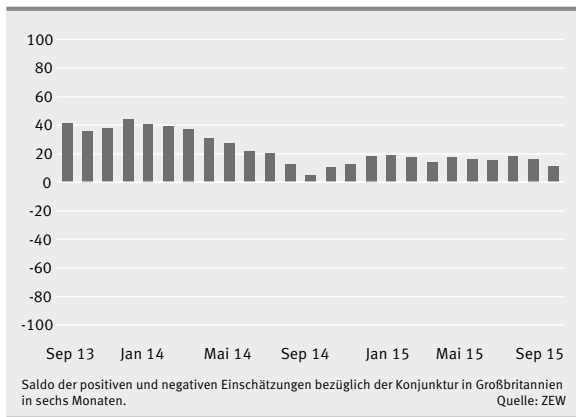


Im September 2015 verzeichnen sowohl der Lage- als auch der Erwartungsindikator für die japanische Wirtschaft einen starken Rückgang. So gehen die Einschätzungen der Finanzmarktexperten bezüglich der aktuellen Wirtschaftslage in Japan im Vormonatsvergleich um 12,2 Punkte auf minus 17,9 Punkte zurück. Mit 8,5 Punkten notieren die Konjunkturerwartungen nach einem Rückgang von 12,3 Punkten immerhin noch im positiven Bereich. Die Hauptursachen für die Abwärtsrevisionen beider Indikatoren sind schnell ausgemacht: Neben strukturellen Herausforderungen belastet die sich abzeichnende konjunkturelle Abkühlung in China zunehmend die japanische Wirtschaft. Insbesondere darf damit gerechnet werden, dass der Export nach China, Japans wichtigstem Handelspartner, abnehmen wird. Schon im zweiten Quartal 2015 ging der Export insgesamt um 4,4 Prozent zurück und trug so zur Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts um 0,3 Prozent verglichen mit dem Vorquartal bei. Eine Verschärfung dieser Entwicklung dürfte bevorstehen.

Jesper Riedler

## Großbritannien: Konjunkturerwartungen leicht gefallen

Konjunkturerwartungen Großbritannien



Die Erwartungen der Finanzmarktexperten bezüglich der britischen Konjunkturerwartungen haben sich im September 2015 leicht verschlechtert. Im Vergleich zum Vormonat ist der entsprechende Saldo um 4,8 Punkte auf den Stand von 11,3 Punkten gesunken. Die pessimistischere Einschätzung der Experten spiegelt womöglich vermehrte Anzeichen einer sich verlangsamenden Konjunkturerwartungen wider. Gemäß aktueller Zahlen der britischen Statistikbehörde ist der Hausbau das erste Mal seit März 2013 gesunken. Zudem könnten Kommentare seitens der Bank of England hinsichtlich einer Leitzinserhöhung die Erwartungen negativ beeinflusst haben. Scheinbar betrachten die Experten eine baldige Leitzinserhöhung als verfrüht und befürchten negative Auswirkungen auf die britische Wirtschaft, gerade auch mit Blick auf die schwachen konjunkturellen Signale aus den Schwellenländern. Die aktuelle wirtschaftliche Lage wird hingegen weiter positiv bewertet. Der entsprechende Saldo legt um 0,9 Punkte auf 41,7 Punkte zu.

Moritz Stieglitz

## Sonderfrage: Aktienmarkterwartungen und Risikopräferenzen



In der Sonderfrage im September 2015 wurden die Finanzmarktexperten gebeten, ihre Einschätzung bezüglich der Risikopräferenzen der Teilnehmer am deutschen Aktienmarkt mitzuteilen und ihre Einschätzung der Entwicklung der Risikoprämie über die vergangenen Monate abzugeben. Zudem haben die Experten Ihre Einschätzung über die kurzfristige Aktienmarkttrendite mitgeteilt.

Die Risikoaversion auf dem deutschen Aktienmarkt ist innerhalb der vergangenen drei Monate gestiegen. Dies berichten rund 76 Prozent der Befragten im September 2015. Während vor drei Monaten knapp ein Viertel der Experten die Risikoaversion als hoch bezeichnet hatte, wird diese Meinung in der aktuellen Umfrage durch fast die Hälfte (46 Prozent) der Experten vertreten. Vom Gegenteil geben sich nur fünf Prozent der Befragten überzeugt. Weitere 49 Prozent der Umfrageteilnehmer bezeichnen die aktuelle Risikoaversion als mäßig.

Die Risikoaversion der Finanzmarktakteure soll auch in jüngster Vergangenheit zugenommen haben. Dies berichten jedenfalls rund zwei Drittel der Finanzmarktexperten. Sie beobachten einen Anstieg der Risikoaversion auf den Finanzmärkten während des vergangenen Monats. Von einem Rückgang der Risikoaversionen sprechen die wenigsten. Im Vergleich zum Vormonat sehen nur 9 Prozent der Befragten eine höhere Risikofreude der Finanzmarktakteure. Nur vier Prozent der Experten haben in den vergangenen drei Monaten einen mittelfristigen Rückgang der Risikoaversion wahrgenommen. Der langfristige Vergleich weist eine ähnliche Tendenz auf. Mehr als zwei Drittel der Befragten bezeichnet die aktuelle Risikoaversion als höher im Vergleich zur Risikoaversion vor einem Jahr. Nur fünf Prozent zeigen sich vom Gegenteil überzeugt.

Im Durchschnitt erwarten die Experten bereits innerhalb des nächsten Monats einen Anstieg des deutschen Leitindex DAX um 2,2 Prozent. Weniger als 25 Prozent der Befragten rechnen dabei mit einem Rückgang des DAX. Innerhalb der nächsten sechs Monate erwarten die Finanzmarktexperten eine Aktienmarkttrendite von acht Prozent. Die Erwartungen der Experten streuen im Intervall zwischen minus 41 Prozent und 27 Prozent mit einer Standardabweichung von neun Prozent. Die starke Streuung der Renditeerwartungen deutet auf eine hohe Unsicherheit auf dem Aktienmarkt hin.

Zwetelina Iliewa

ZEW - Finanzmarkttest September 2015: Belegung der Antwortkategorien							
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo
Euroraum	6.5	(+ 1.5)	77.3	(- 2.4)	16.2	(+ 0.9)	-9.7 (+ 0.6)
Deutschland	68.0	(+ 1.8)	31.5	(- 1.8)	0.5	(+/- 0.0)	67.5 (+ 1.8)
USA	64.5	(+ 9.8)	34.6	(- 9.3)	0.9	(- 0.5)	63.6 (+10.3)
Japan	5.4	(- 2.6)	71.3	(- 7.0)	23.3	(+ 9.6)	-17.9 (-12.2)
Großbritannien	44.6	(+ 1.0)	52.5	(- 1.1)	2.9	(+ 0.1)	41.7 (+ 0.9)
Frankreich	0.9	(+/- 0.0)	51.7	(- 1.8)	47.4	(+ 1.8)	-46.5 (- 1.8)
Italien	2.4	(+ 2.4)	46.4	(- 0.1)	51.2	(- 2.3)	-48.8 (+ 4.7)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Euroraum	43.5	(- 8.6)	46.3	(+ 2.9)	10.2	(+ 5.7)	33.3 (-14.3)
Deutschland (=ZEW Indikator)	25.1	(- 7.1)	61.9	(+ 1.3)	13.0	(+ 5.8)	12.1 (-12.9)
USA	27.6	(- 6.9)	66.8	(+ 6.8)	5.6	(+ 0.1)	22.0 (- 7.0)
Japan	19.4	(- 5.7)	69.7	(- 0.9)	10.9	(+ 6.6)	8.5 (-12.3)
Großbritannien	20.2	(- 3.0)	70.9	(+ 1.2)	8.9	(+ 1.8)	11.3 (- 4.8)
Frankreich	32.1	(- 4.2)	55.3	(+ 0.9)	12.6	(+ 3.3)	19.5 (- 7.5)
Italien	37.3	(- 6.3)	51.5	(+ 3.6)	11.2	(+ 2.7)	26.1 (- 9.0)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	46.7	(- 8.5)	48.6	(+ 6.5)	4.7	(+ 2.0)	42.0 (-10.5)
Deutschland	49.6	(- 6.3)	46.7	(+ 4.4)	3.7	(+ 1.9)	45.9 (- 8.2)
USA	61.3	(- 3.3)	36.8	(+ 3.2)	1.9	(+ 0.1)	59.4 (- 3.4)
Japan	28.0	(- 4.4)	67.9	(+ 2.7)	4.1	(+ 1.7)	23.9 (- 6.1)
Großbritannien	52.5	(- 4.7)	46.0	(+ 4.6)	1.5	(+ 0.1)	51.0 (- 4.8)
Frankreich	47.8	(- 4.3)	46.3	(+ 1.7)	5.9	(+ 2.6)	41.9 (- 6.9)
Italien	46.6	(- 5.1)	48.0	(+ 3.0)	5.4	(+ 2.1)	41.2 (- 7.2)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	5.6	(- 1.2)	89.7	(- 0.3)	4.7	(+ 1.5)	0.9 (- 2.7)
USA	80.7	(+ 0.2)	18.8	(- 0.7)	0.5	(+ 0.5)	80.2 (- 0.3)
Japan	3.0	(- 2.7)	95.0	(+ 1.2)	2.0	(+ 1.5)	1.0 (- 4.2)
Großbritannien	49.2	(- 1.0)	49.3	(+/- 0.0)	1.5	(+ 1.0)	47.7 (- 2.0)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Deutschland	45.6	(- 4.6)	49.3	(+ 5.4)	5.1	(- 0.8)	40.5 (- 3.8)
USA	76.6	(+ 1.6)	21.5	(- 2.1)	1.9	(+ 0.5)	74.7 (+ 1.1)
Japan	22.3	(+ 2.4)	74.7	(- 4.0)	3.0	(+ 1.6)	19.3 (+ 0.8)
Großbritannien	60.2	(+ 1.6)	37.3	(- 2.7)	2.5	(+ 1.1)	57.7 (+ 0.5)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	66.8	(+ 3.3)	23.4	(- 3.0)	9.8	(- 0.3)	57.0 (+ 3.6)
DAX (Deutschland)	70.8	(+ 9.1)	18.0	(- 9.3)	11.2	(+ 0.2)	59.6 (+ 8.9)
TecDax (Deutschland)	67.4	(+ 8.1)	21.9	(- 5.4)	10.7	(- 2.7)	56.7 (+10.8)
Dow Jones Industrial (USA)	59.4	(+ 9.6)	29.2	(- 6.9)	11.4	(- 2.7)	48.0 (+12.3)
Nikkei 225 (Japan)	54.6	(+ 8.6)	36.5	(- 6.4)	8.9	(- 2.2)	45.7 (+10.8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	58.0	(+10.1)	34.0	(- 4.3)	8.0	(- 5.8)	50.0 (+15.9)
CAC-40 (Frankreich)	58.7	(+ 9.5)	30.2	(- 8.8)	11.1	(- 0.7)	47.6 (+10.2)
MIbtel (Italien)	54.8	(+ 3.0)	34.6	(- 2.6)	10.6	(- 0.4)	44.2 (+ 3.4)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo
Dollar	61.5	(+ 3.5)	26.3	(- 4.4)	12.2	(+ 0.9)	49.3 (+ 2.6)
Yen	13.7	(+ 3.1)	74.1	(- 2.7)	12.2	(- 0.4)	1.5 (+ 3.5)
Brit. Pfund	35.3	(- 0.3)	52.8	(+/- 0.0)	11.9	(+ 0.3)	23.4 (- 0.6)
Schw. Franken	12.6	(- 1.4)	68.7	(- 2.8)	18.7	(+ 4.2)	-6.1 (- 5.6)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Öl (Nordsee Brent)	42.4	(+13.0)	45.0	(- 8.3)	12.6	(- 4.7)	29.8 (+17.7)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Banken	16.0	(- 2.8)	44.1	(- 1.1)	39.9	(+ 3.9)	-23.9 (- 6.7)
Versicherungen	13.5	(+ 4.8)	46.2	(- 2.7)	40.3	(- 2.1)	-26.8 (+ 6.9)
Fahrzeuge	18.1	(-10.5)	50.3	(+ 1.1)	31.6	(+ 9.4)	-13.5 (-19.9)
Chemie/Pharma	36.4	(- 6.3)	54.9	(+ 3.0)	8.7	(+ 3.3)	27.7 (- 9.6)
Stahl/NE-Metalle	22.3	(- 1.7)	57.6	(- 3.6)	20.1	(+ 5.3)	2.2 (- 7.0)
Elektro	29.5	(- 6.4)	60.1	(+ 1.4)	10.4	(+ 5.0)	19.1 (-11.4)
Maschinen	34.8	(-10.3)	45.1	(+ 3.8)	20.1	(+ 6.5)	14.7 (-16.8)
Konsum/Handel	56.4	(+ 2.3)	38.2	(- 5.0)	5.4	(+ 2.7)	51.0 (- 0.4)
Bau	40.6	(+ 3.3)	49.7	(- 5.4)	9.7	(+ 2.1)	30.9 (+ 1.2)
Versorger	4.9	(- 2.1)	39.6	(-13.7)	55.5	(+15.8)	-50.6 (-17.9)
Dienstleister	32.5	(+ 1.6)	63.2	(- 2.7)	4.3	(+ 1.1)	28.2 (+ 0.5)
Telekommunikation	27.4	(+ 1.3)	65.1	(- 2.3)	7.5	(+ 1.0)	19.9 (+ 0.3)
Inform.-Technologien	47.3	(- 1.6)	50.0	(+/- 0.0)	2.7	(+ 1.6)	44.6 (- 3.2)

Bemerkung: An der September-Umfrage des Finanzmarkttests vom 31.8.2015 - 14.9.2015 beteiligten sich 220 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