

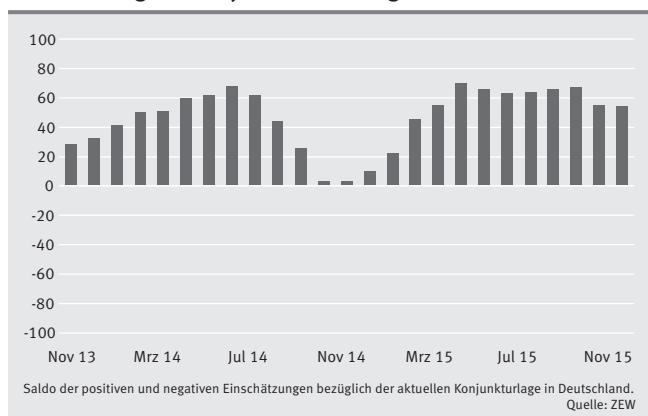
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 2.11.2015 – 16.11.2015 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 18.11.2015) wiedergegeben.

Konjunkturausblick verbessert sich

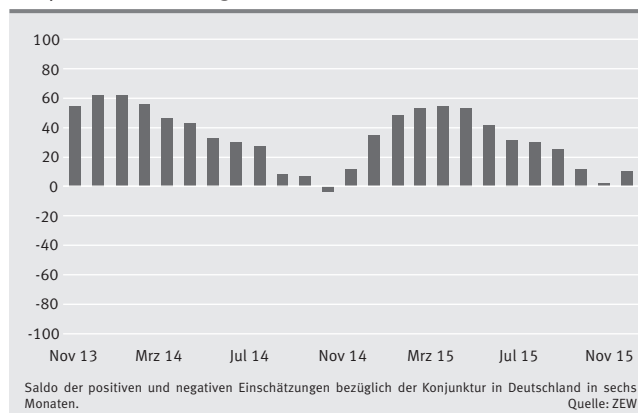
Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland verbessern sich im November 2015. Der Index steigt gegenüber dem Vormonat um 8,5 Punkte auf einen aktuellen Stand von 10,4 Punkten. Dies ist der erste Zugewinn nach sieben Rückgängen in Folge. Zwischen März und Oktober 2015 war der Indikator um 52,9 Punkte zurückgegangen, allein in September und Oktober um jeweils mehr als zehn Punkte.

Das gravierendste Ereignis des vergangenen Monats war sicherlich der Terroranschlag in Paris am Abend des 13. November 2015. Der Schrecken dieses Abends dürfte Frankreich und Europa noch einige Zeit in den Knochen sitzen und die gesellschaftliche und politische Debatte auf absehbare Zeit prägen. Bei der Einschätzung der wirtschaftlichen Konsequenzen stellt sich insbesondere die Frage, ob sich die schrecklichen Ereignisse möglicherweise wiederholen könnten. Wissenschaftliche Arbeiten zu den wirtschaftlichen Folgen langanhaltender terroristischer Aktivitäten im Baskenland und in Israel zeigen, dass derartige Konflikte nicht unerhebliche realwirtschaftliche Konsequenzen haben können.¹ In den genannten Fällen wurden die wirtschaftlichen Kosten auf rund zehn Prozent des Bruttoinlandsprodukts geschätzt. Zwar sind derartige Schätzungen sehr stark von den jeweiligen lokalen Gegebenheiten abhängig, unterliegen Modell- und Datenrestriktionen und die Wirkungsmechanismen

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



Konjunkturerwartungen Deutschland



sind sehr komplex. Jedoch wird durch solche Studien deutlich, dass sich die wirtschaftlichen Konsequenzen des Syrienkonflikts und der kriegerischen Auseinandersetzungen in den Nachbarländern nicht nur auf die Bewältigung des Flüchtlingsstroms nach Europa begrenzen könnten. Letztlich haben nahezu alle gesellschaftlichen und politischen Herausforderungen auch immer eine wirtschaftliche Dimension.

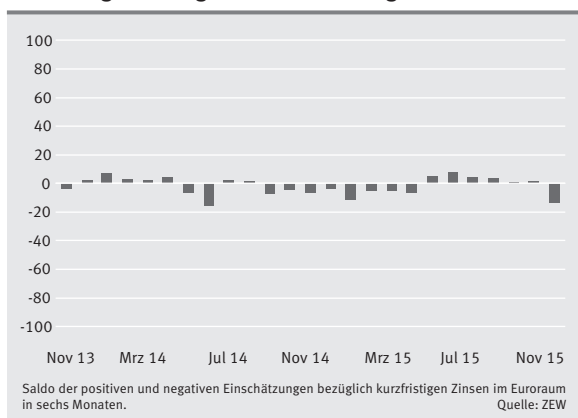
Die Reaktion der Finanzmärkte auf die Geschehnisse in Paris fällt vorerst moderat aus. Der CAC 40, der Leitindex für den französischen Aktienmarkt, schloss am ersten Handelstag nach den Ereignissen nur mit einem leichten Rückgang. Auch die nach dem Anschlag eingegangenen Antworten auf die Finanzmarkttest-Umfrage unterscheiden sich kaum von den Antworten, die unmittelbar vor dem Anschlag eingegangen sind. Dies kann allenfalls als grobe Indikation dienen, denn die Anzahl der Beobachtungen ist recht klein und die zeitliche Entwicklung ohne den Terroranschlag lässt sich nicht direkt beobachten. Insgesamt scheinen derzeit jedoch andere Faktoren die Konjunkturaussichten zu prägen. Der Anstieg der Konjunkturerwartungen für Deutschland dürfte auf drei bekannte Gründe zurückzuführen sein. Erstens, die Deutschen zeigen sich weiterhin sehr konsumfreudig und treiben so die Binnenkonjunktur an. Zweitens, die sich bestätigende wirtschaftliche Erholung in den USA könnte einen Teil der Exportrückgänge in die Schwellenländer kompensieren. Und drittens, die Euroschwäche dürfte mit der künftig stärker divergierenden Zinspolitik dies- und jenseits des Atlantiks auf absehbare Zeit fortbestehen und die deutsche Exportwirtschaft fördern.

Dominik Rehse

¹ Alberto Abadie & Javier Gardeazabal, 2003, „The Economic Costs of Conflict: A Case Study of the Basque Country“, *American Economic Review*, 93/1, S. 113-132.
Zvi Eckstein & Daniel Tsiddona, 2004, „Macroeconomic consequences of terror: theory and the case of Israel“, *Journal of Monetary Economics*, 51, S. 971-1002.

Eurozone: Zinserwartungen sinken deutlich

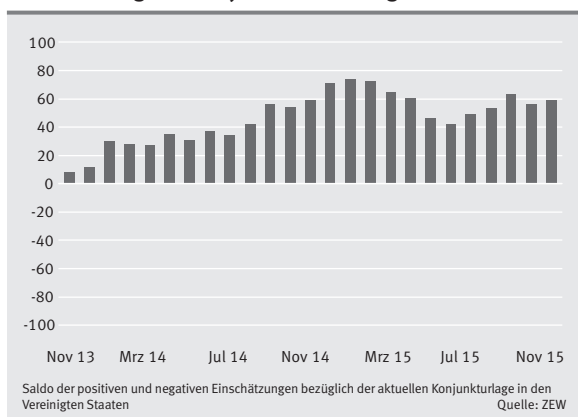
Erwartungen bezüglich der kurzfristigen Zinsen



Die Erwartungen der Finanzmarktexperten an die kurzfristigen Zinsen im Euroraum sind im November 2015 um 14,5 Punkte gesunken. Der entsprechende Saldo notiert nun bei minus 13,2 Punkten. Somit ist der Saldo das erste Mal seit April 2015 wieder negativ. Auf Halbjahressicht gehen also mehr Finanzmarktexperten von einer Senkung als von einer Erhöhung der 3-Monats-Interbankensätze aus, obwohl diese bereits negativ sind und der Hauptrefinanzierungssatz der Europäischen Zentralbank (EZB) seit über einem Jahr auf dem Rekordtief von 0,05 Prozent verharrt. Grund für diese Entwicklung könnten Überlegungen der EZB sein, den bei minus 0,2 Prozent liegenden Einlagezins weiter zu reduzieren. Dadurch könnten Interbankkredite gegenüber einer Einlage bei der EZB attraktiver werden, wodurch die Interbankensätze sinken könnten. Allerdings erwartet eine Mehrheit von 75,8 Prozent der Experten keine Veränderung der kurzfristigen Zinsen. Eine zeitige Abkehr von der Niedrigzinspolitik im Euroraum ist demnach unwahrscheinlich. Tobias Kahlenberg

USA: Konjunkturlage und -erwartungen weitgehend unverändert

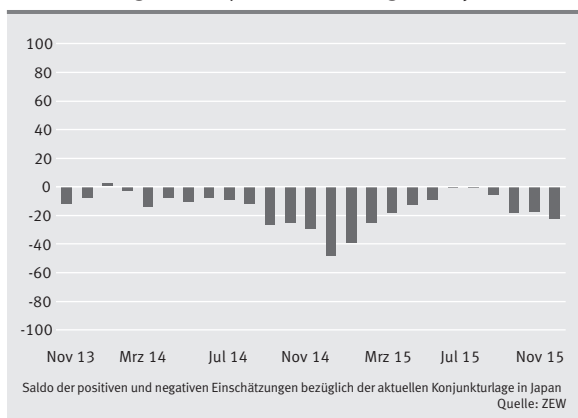
Einschätzung der konjunkturellen Lage USA



Die Lage der US-amerikanischen Konjunktur wird von den Finanzmarktexperten als weitgehend unverändert gegenüber dem Vormonat eingeschätzt. Der entsprechende Indikator legt im November 2015 leicht um 3,1 auf 59,5 Punkte zu. Auch die Konjunkturerwartungen der Finanzmarktexperten auf Halbjahressicht bleiben nahezu gleich. Durch einen minimalen Rückgang um 0,2 Punkte notiert der entsprechende Saldo bei 13,5 Punkten. Beide Salden waren im Vormonat zurückgegangen. Dass der Rückgang sich nicht fortsetzt, dürfte vor allem an den teilweise guten Wirtschaftsdaten liegen. So liegt die saisonbereinigte Arbeitslosenquote mit 5,0 Prozent auf dem tiefsten Stand seit April 2008 und nach vorläufigen Zahlen wurde im Oktober mit 271.000 neu geschaffenen Arbeitsplätzen außerhalb der Landwirtschaft der Jahreshöchstwert erreicht. Auch das Handelsdefizit ist geschrumpft. Allerdings wuchs das reale BIP im dritten Quartal nur um annualisierte 1,5 Prozent gegenüber dem Vorquartal. Im zweiten Quartal waren es noch 3,9 Prozent. Tobias Kahlenberg

Japan: Erneuter Rutsch in die Rezession

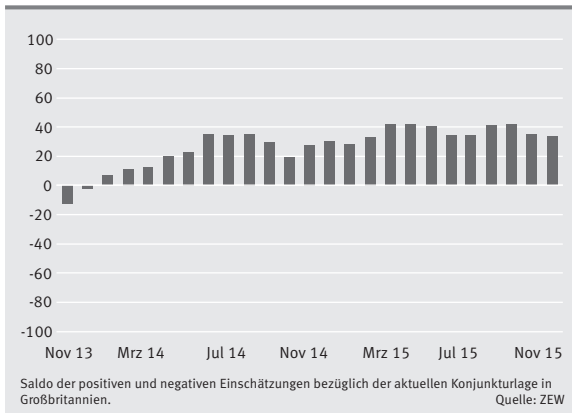
Einschätzung der konjunkturellen Lage in Japan



Den zuletzt veröffentlichten Zahlen zufolge ist die japanische Wirtschaft zwei Quartale in Folge geschrumpft. Sie erfüllt damit das technische Kriterium einer Rezession. Vor diesem Hintergrund ist es nicht überraschend, dass die ZEW-Finanzmarktexperten ihre Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in Japan nach unten revidieren. Der Lageindikator für die japanische Wirtschaft geht im November 2015 gegenüber dem Vormonat um 4,7 Punkte auf minus 22,3 Punkte zurück. Dass Japan zum zweiten Mal in zwei Jahren in die technische Rezession rutscht, hatte sich bereits abgezeichnet. Die gegenwärtige wirtschaftliche Schwäche Chinas ist eine schwere Last für die japanischen Unternehmen, deren Exportaussichten sich verschlechtern. Doch das für das dritte Quartal 2015 gemessene negative Wirtschaftswachstum wurde auch durch den vermehrten Abbau von Lagerbeständen geprägt. Diese dürften in den kommenden Quartalen wieder aufgebaut werden. Die Experten erhöhen im November ihren Konjunkturausblick für Japan um 8,1 auf 9,6 Punkte. Jesper Riedler

Großbritannien: Leichte Abwärtsrevision der Lageeinschätzung

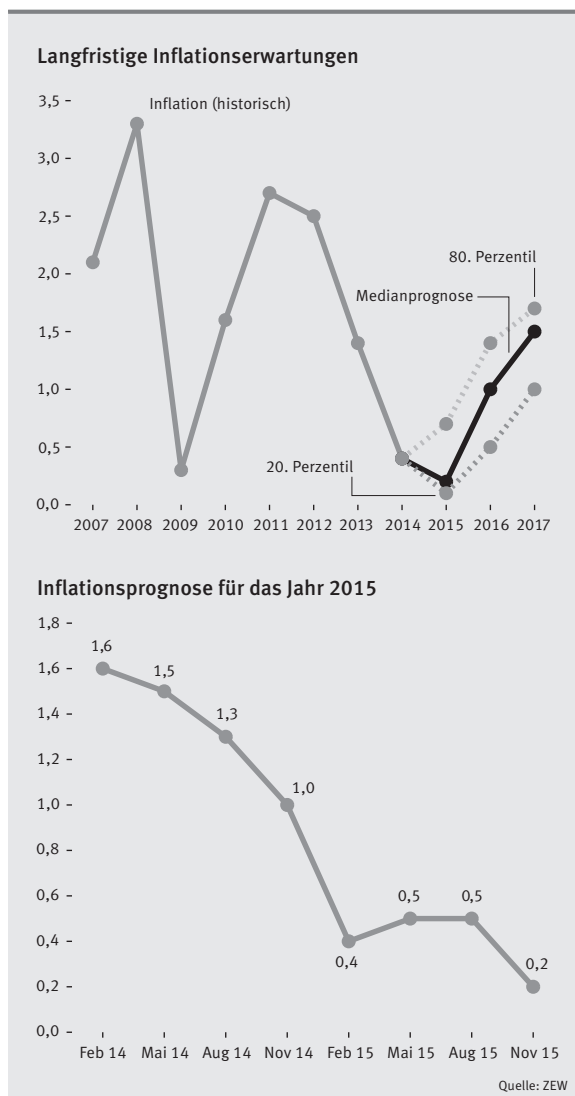
Einschätzung der konjunkturellen Lage Großbritanniens



Im November 2015 korrigieren die ZEW-Finanzmarktexperten ihre Einschätzung bezüglich der konjunkturellen Lage in Großbritannien leicht nach unten. Der entsprechende Indikator fällt im Vergleich zum Vormonat um 1,4 Punkte auf nunmehr 33,4 Punkte. Die Abwärtsrevision der Experten dürfte auch mit der Bekanntgabe der neusten Schätzung des Bruttoinlandsprodukts für das dritte Quartal 2015 zusammenhängen. Sollte sich die Schätzung der britischen Statistikbehörde bestätigen, wuchs die britische Wirtschaftsleistung mit 0,5 Prozent gegenüber dem Vorquartal etwas langsamer als erwartet. Der Arbeitsmarkt entwickelt sich hingegen weiter stark. Trotz der Tatsache, dass der Umsatz des produzierenden Gewerbes in Großbritannien noch deutlich unter dem Vorkrisenniveau liegt, waren im Dreimonatsdurchschnitt bis September 2015 lediglich 5,3 Prozent der Briten arbeitslos. So gering war die Arbeitslosenquote zuletzt vor sieben Jahren. Insbesondere der Dienstleistungssektor trägt in Großbritannien zum Beschäftigungsaufbau bei.

Jesper Riedler

Sonderfrage: Inflationserwartungen



Die Finanzmarktexperten werden vierteljährlich zu ihren Erwartungen hinsichtlich der Inflationsentwicklung im Euroraum befragt. Gegenüber der letzten Sonderfrage zum gleichen Thema im August 2015 revidieren die Experten im November ihre Inflationsprognosen für das laufende und das kommende Jahr um 0,3 und 0,2 Prozentpunkte nach unten. Die gegenwärtigen Medianprognosen liegen dementsprechend bei 0,2 Prozent Inflation für 2015 und 1,0 Prozent Inflation für das Jahr 2016. Für 2017 sehen die Experten verglichen zum Vorquartal keinen Revisionsbedarf. Im Mittel prognostizieren sie nach wie vor eine Teuerungsrate im Euroraum von 1,5 Prozent. Somit scheinen die vermehrten Hinweise auf weitere expansive geldpolitische Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) wenig Einfluss auf die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen der Experten zu haben. Zuletzt wurden insbesondere eine Ausweitung des Anleihenkaufprogramms sowie eine weitere Absenkung des bereits negativen Einlagenzinses von Mitgliedern des EZB-Rats diskutiert. Die stark gefallen Erwartungen bezüglich der kurzfristigen Zinsen im Euroraum (siehe Artikel zur Eurozone auf Seite 2) zeigen, dass die diskutierten Maßnahmen von den Finanzmarktexperten durchaus erwartet werden. Umso problematischer ist es, dass sich diese Erwartungen nicht nennenswert auf die Inflationsprognosen auswirken, denn die Steuerung der Inflationserwartungen ist einer von zwei Wirkungskanälen der gegenwärtigen Geldpolitik der EZB. Schafft es die Zentralbank mit ultraexpansiven Maßnahmen auf breiter Basis erhöhte Inflationserwartungen zu schüren, werden diese, so das Kalkül, zur selbsterfüllenden Prophezeiung. Vorgezogener Konsum, höhere Lohnabschlüsse und daraufhin steigende Preise sind die Konsequenzen einer von der Allgemeinheit erwarteten Geldentwertung. Der Verlauf der Inflationsprognosen für das Jahr 2015 (siehe untere Abbildung) zeigt jedenfalls, dass die Prophezeiung zumindest im laufenden Jahr unerfüllt blieb. Die einzige Aufwärtsrevision der Prognose fand im Mai 2015 statt, nachdem im März die EZB mit der quantitativen Lockerung begonnen hatte. Bleibt zu hoffen, dass der zweite Wirkungskanal der gegenwärtigen Geldpolitik offener ist. Zaghafte zeichnet sich bereits ab, dass die durch massive Anleihenkäufe erzeugte Überschussliquidität in Bankbilanzen sich über Kredite an Unternehmen und Haushalte einen Weg in die Wirtschaft bahnt.

Jesper Riedler

ZEW - Finanzmarkttest November 2015: Belegung der Antwortkategorien							
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo
Euroraum	6.3	(+ 2.5)	77.4	(- 3.8)	16.3	(+ 1.3)	-10.0 (+ 1.2)
Deutschland	56.7	(- 0.4)	41.0	(+/- 0.0)	2.3	(+ 0.4)	54.4 (- 0.8)
USA	60.4	(+ 2.1)	38.7	(- 1.1)	0.9	(- 1.0)	59.5 (+ 3.1)
Japan	3.9	(- 0.6)	69.9	(- 3.5)	26.2	(+ 4.1)	-22.3 (- 4.7)
Großbritannien	37.6	(+ 0.3)	58.2	(- 2.0)	4.2	(+ 1.7)	33.4 (- 1.4)
Frankreich	2.3	(+ 1.8)	56.2	(+ 5.7)	41.5	(- 7.5)	-39.2 (+ 9.3)
Italien	4.3	(+ 2.8)	52.8	(+ 4.3)	42.9	(- 7.1)	-38.6 (+ 9.9)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Euroraum	38.7	(- 0.3)	50.9	(- 1.2)	10.4	(+ 1.5)	28.3 (- 1.8)
Deutschland (=ZEW Indikator)	22.1	(+ 2.3)	66.2	(+ 3.9)	11.7	(- 6.2)	10.4 (+ 8.5)
USA	21.6	(- 1.6)	70.3	(+ 3.0)	8.1	(- 1.4)	13.5 (- 0.2)
Japan	15.9	(+ 2.8)	77.8	(+ 2.5)	6.3	(- 5.3)	9.6 (+ 8.1)
Großbritannien	16.5	(+/- 0.0)	73.6	(- 0.4)	9.9	(+ 0.4)	6.6 (- 0.4)
Frankreich	31.2	(+ 3.6)	58.1	(- 5.9)	10.7	(+ 2.3)	20.5 (+ 1.3)
Italien	40.3	(+ 3.6)	49.8	(- 4.5)	9.9	(+ 0.9)	30.4 (+ 2.7)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	50.4	(+ 5.4)	46.4	(- 4.8)	3.2	(- 0.6)	47.2 (+ 6.0)
Deutschland	54.1	(+ 5.3)	43.2	(- 4.2)	2.7	(- 1.1)	51.4 (+ 6.4)
USA	68.3	(+12.4)	29.9	(-13.7)	1.8	(+ 1.3)	66.5 (+11.1)
Japan	30.6	(+ 3.8)	64.0	(- 6.2)	5.4	(+ 2.4)	25.2 (+ 1.4)
Großbritannien	57.9	(+ 6.6)	41.1	(- 5.6)	1.0	(- 1.0)	56.9 (+ 7.6)
Frankreich	49.0	(+ 3.6)	47.2	(- 3.0)	3.8	(- 0.6)	45.2 (+ 4.2)
Italien	51.4	(+ 6.4)	44.8	(- 6.2)	3.8	(- 0.2)	47.6 (+ 6.6)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Euroraum	5.5	(+ 1.8)	75.8	(-18.1)	18.7	(+16.3)	-13.2 (-14.5)
USA	85.3	(+ 8.1)	14.2	(- 8.1)	0.5	(+/- 0.0)	84.8 (+ 8.1)
Japan	6.8	(+ 3.8)	91.2	(- 4.8)	2.0	(+ 1.0)	4.8 (+ 2.8)
Großbritannien	37.2	(+ 0.1)	60.9	(- 0.5)	1.9	(+ 0.4)	35.3 (- 0.3)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Deutschland*	41.6	(- 3.4)	53.2	(+ 2.6)	5.2	(+ 0.8)	36.4 (- 4.2)
USA	77.7	(+ 6.5)	20.9	(- 6.0)	1.4	(- 0.5)	76.3 (+ 7.0)
Japan	25.8	(+ 5.2)	72.7	(- 5.2)	1.5	(+/- 0.0)	24.3 (+ 5.2)
Großbritannien	53.5	(+ 0.5)	45.5	(+/- 0.0)	1.0	(- 0.5)	52.5 (+ 1.0)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	64.4	(- 4.1)	27.5	(+ 4.7)	8.1	(- 0.6)	56.3 (- 3.5)
DAX (Deutschland)	64.1	(- 5.1)	26.9	(+ 5.9)	9.0	(- 0.8)	55.1 (- 4.3)
TecDax (Deutschland)	61.5	(- 2.9)	28.5	(+ 3.2)	10.0	(- 0.3)	51.5 (- 2.6)
Dow Jones Industrial (USA)	57.0	(- 5.9)	32.5	(+ 3.3)	10.5	(+ 2.6)	46.5 (- 8.5)
Nikkei 225 (Japan)	49.0	(- 7.7)	42.9	(+ 8.9)	8.1	(- 1.2)	40.9 (- 6.5)
FT-SE-100 (Großbritannien)	52.1	(- 6.7)	39.6	(+ 7.0)	8.3	(- 0.3)	43.8 (- 6.4)
CAC-40 (Frankreich)	53.0	(- 4.7)	37.9	(+ 6.2)	9.1	(- 1.5)	43.9 (- 3.2)
MIStel (Italien)	53.9	(- 4.3)	36.9	(+ 3.7)	9.2	(+ 0.6)	44.7 (- 4.9)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo
Dollar	68.9	(+11.0)	23.0	(- 8.7)	8.1	(- 2.3)	60.8 (+13.3)
Yen	16.1	(+ 7.0)	69.3	(- 6.0)	14.6	(- 1.0)	1.5 (+ 8.0)
Brit. Pfund	38.9	(+ 7.8)	48.5	(-10.0)	12.6	(+ 2.2)	26.3 (+ 5.6)
Schw. Franken	16.9	(+ 6.8)	66.8	(- 3.8)	16.3	(- 3.0)	0.6 (+ 9.8)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo
Öl (Nordsee Brent)	39.8	(- 2.9)	51.0	(+ 0.5)	9.2	(+ 2.4)	30.6 (- 5.3)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo
Banken	9.7	(+ 0.8)	37.3	(- 4.6)	53.0	(+ 3.8)	-43.3 (- 3.0)
Versicherungen	9.3	(+ 0.9)	40.2	(- 3.6)	50.5	(+ 2.7)	-41.2 (- 1.8)
Fahrzeuge	9.8	(+ 5.3)	42.4	(+ 7.6)	47.8	(-12.9)	-38.0 (+18.2)
Chemie/Pharma	31.2	(+ 0.6)	62.8	(- 0.3)	6.0	(- 0.3)	25.2 (+ 0.9)
Stahl/NE-Metalle	17.4	(- 0.5)	60.7	(+/- 0.0)	21.9	(+ 0.5)	-4.5 (- 1.0)
Elektro	27.5	(+ 2.3)	66.5	(- 0.9)	6.0	(- 1.4)	21.5 (+ 3.7)
Maschinen	25.6	(- 3.1)	59.6	(+ 9.6)	14.8	(- 6.5)	10.8 (+ 3.4)
Konsum/Handel	60.7	(+ 4.0)	35.5	(- 1.6)	3.8	(- 2.4)	56.9 (+ 6.4)
Bau	53.8	(+10.3)	39.1	(- 7.8)	7.1	(- 2.5)	46.7 (+12.8)
Versorger	6.5	(- 0.3)	48.9	(+ 5.4)	44.6	(- 5.1)	-38.1 (+ 4.8)
Dienstleister	35.5	(- 0.3)	60.1	(- 1.3)	4.4	(+ 1.6)	31.1 (- 1.9)
Telekommunikation	27.5	(+ 3.7)	65.9	(- 6.3)	6.6	(+ 2.6)	20.9 (+ 1.1)
Inform.-Technologien	42.9	(+ 1.2)	54.8	(- 0.6)	2.3	(- 0.6)	40.6 (+ 1.8)

Bemerkung: An der November-Umfrage des Finanzmarkttests vom 2.11.2015 - 16.11.2015 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.

* Revision im April 2016.