

ZEW FINANZMARKTREPORT

// EINSCHÄTZUNGEN UND ERWARTUNGEN ZU INTERNATIONALEN FINANZMARKTDATEN

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 04.09.2017 – 18.09.17 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 21.09.2017) wiedergegeben.

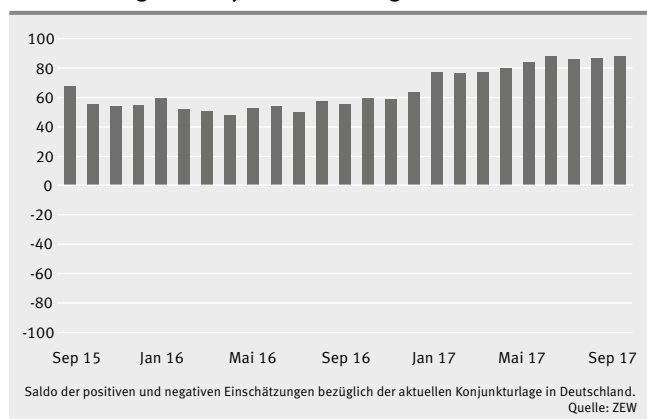
Guter Ausblick für die deutsche Konjunktur

Nach der Verschlechterung im Vormonat legen die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland im September 2017 wieder deutlich zu: Der ZEW-Index steigt kräftig um 7,0 Punkte auf 17,0 Punkte. Der Ausblick fällt damit bedeutend positiver aus als im Vorhinein erwartet und befindet sich damit wieder auf einem ähnlichen Niveau wie im Juli 2017. Die Lageeinschätzung verbessert sich leicht um 1,2 Punkte auf 87,9 Punkte.

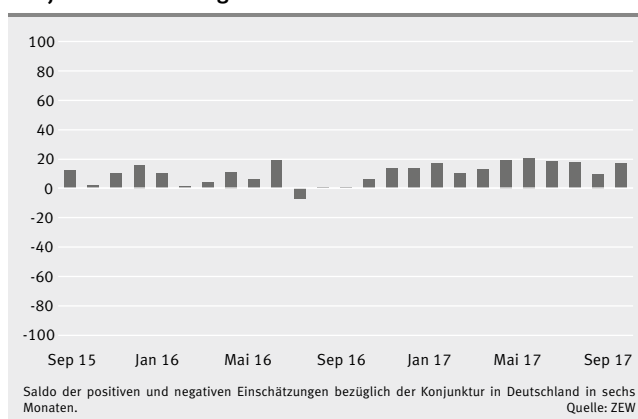
Der überraschend positive Ausblick für die deutsche Wirtschaft dürfte zum einen eine Korrektur der pessimistischen Prognose des Vormonats sein. Im August 2017 war der ZEW-Indikator angesichts des sich verschärfenden Abgasskandals in der Automobilbranche um satte 7,5 Punkte gefallen. Allerdings haben sich die Risiken für die Branche seitdem wieder relativiert, zumal generelle Fahrverbote in den deutschen Innenstädten erst einmal vom Tisch sind. Entsprechend verbessert sich auch der Indikator für die Automobilbranche deutlich. Nachdem dieser im Vormonat um 31,8 Punkte abgestürzt war, steigt er nun wieder um 17,2 Punkte auf minus 20,1 Punkte.

Günstig dürften sich zum anderen auch jüngste Zahlen aus der Kreditwirtschaft auf die Erwartungen auswirken. Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige stieg im zweiten Quartal 2017 um 2,9 Prozent im Vergleich zum Vorjahr und wuchs damit so stark wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Auch nahm die Investitionstätigkeit von Unternehmen und Staat zu – ein weiterer Hinweis, dass die günstige konjunkturelle Entwicklung weiter anhalten wird. Ein zusätzlicher Treiber ist zwei-

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



Konjunkturerwartungen Deutschland



felsohne der private Konsum, der nicht zuletzt aufgrund der guten Arbeitsmarktdynamik merklich angezogen hat.

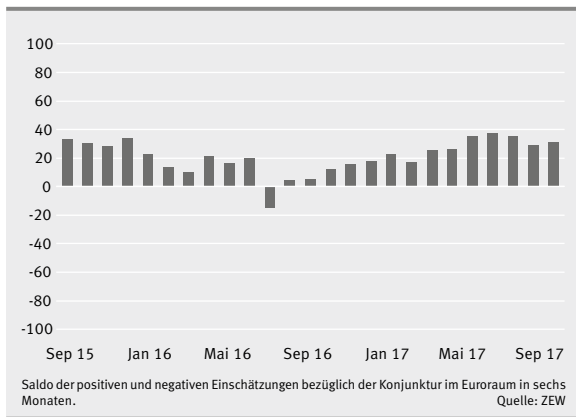
Von der Bundestagswahl erwarten die Finanzmarktexperten/-innen keine großen Überraschungen. Die Tatsache, dass nur 7,0 Prozent der Experten/-innen mit einer Verschlechterung der Wirtschaft in den kommenden sechs Monaten rechnen, deutet darauf hin, dass die politischen Risiken bei der Wahl am Sonntag als überschaubar eingeschätzt werden. Werden die Finanzmarktexperten/-innen explizit nach der Wahrscheinlichkeit eines negativen Wachstums des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal befragt, beziffern sie diese dementsprechend gering – auf durchschnittlich 10,5 Prozent.

Auch Befürchtungen, dass ein starker Euro negative Auswirkungen auf die Exportnation Deutschland haben könnte, treten vorerst in den Hintergrund. Zum einen stützt die stabile weltwirtschaftliche Lage auch weiterhin die Nachfrage nach Gütern „Made in Germany“. Zum anderen erwarten die Finanzmarktexperten/-innen, dass die Stärke des Euro nicht von langer Dauer sein wird. Nahezu unverändert im Vergleich zum Vormonat gehen 41,8 Prozent der Finanzmarktexperten/-innen davon aus, dass der US-Dollar in den kommenden sechs Monaten im Verhältnis zum Euro aufwerten wird. Nur 21,2 Prozent rechnen dagegen mit einer Abwertung. Die Stärke des Dollars hängt unmittelbar mit der Geldpolitik der US-amerikanischen Zentralbank Fed zusammen. Die bevorstehende Reduzierung der Zentralbankbilanz wird den Dollar stützen und damit Euro-Exporte relativ günstiger machen.

Lea Steinrück

Euroraum: Konjunkturaussichten entwickeln sich positiv

Konjunkturerwartungen Euroraum

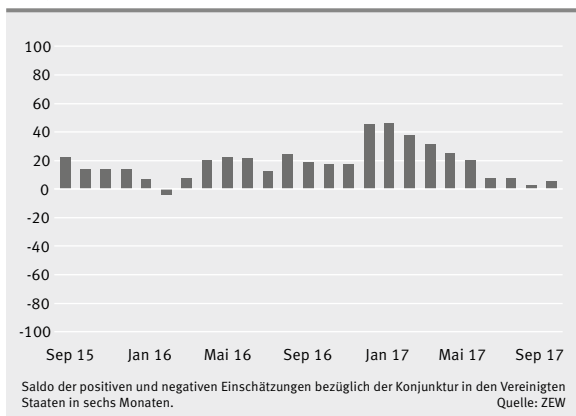


Nach einem deutlichen Rückgang im Vormonat steigen die Konjunkturerwartungen für die Eurozone im September 2017 wieder um 2,4 Punkte auf 31,7 Punkte. Der optimistische Ausblick dürfte im Zusammenhang mit zuletzt robusten Wachstums- und Arbeitsmarktdaten sowie steigenden Konsum- und Investitionszahlen stehen. Die aktuelle Konjunkturlage im Euroraum schätzen die Befragten dagegen etwas schlechter ein als im Vormonat. Der entsprechende Indikator verliert 2,9 Punkte und steht nun bei 35,5 Punkten. Grund für die leichte Verschlechterung ist wohl der nach wie vor starke Euro und damit einhergehende Exportrückgänge. Allerdings gehen inzwischen 48,1 Prozent der Finanzmarktexperten/-innen von einer Abwertung des Euro im Verhältnis zum US-Dollar aus. An den Rekordständen führender Aktienindizes dürfte sich in naher Zukunft nicht viel ändern, entsprechende Indikatoren bleiben stabil. Dies hängt auch mit dem weiterhin bestehenden Niedrigzinsumfeld zusammen.

Adrian Presse

USA: Konjunkturerwartungen hellen sich auf

Konjunkturerwartungen USA

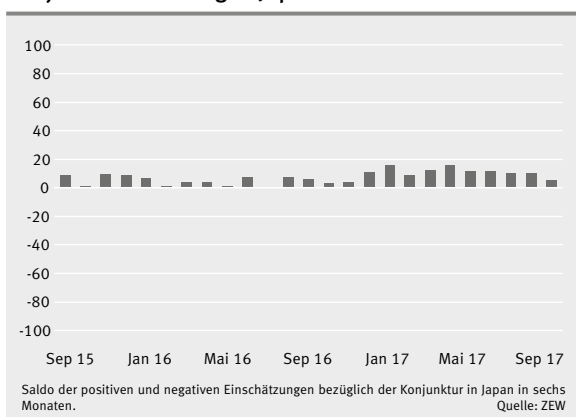


Die Finanzmarktexperten/-innen schätzen die weitere Konjunkturerwicklung in den USA auf Halbjahressicht besser ein. Der entsprechende Indikator erholt sich im Vergleich zum Vormonat und steigt um 3,2 Punkte auf 5,6 Punkte. Hinter dem Anstieg könnten die durch die Hurrikans verursachten Schäden stecken, die zu einem deutlichen Anstieg der Nachfrage, vor allem in der Automobilindustrie, führen dürften. Allerdings sind die kurzfristigen Auswirkungen für die Wirtschaft erst einmal negativ. Neben milliardenschweren Schäden haben die Wirbelstürme auch die Industrieproduktion beeinträchtigt. Die Schäden an Erdölraffinerien wirken sich über steigende Benzinpreise auch direkt auf die Konsumenten aus. Entsprechend sinkt der Lageindikator leicht um 1,2 Punkte auf 55,9 Punkte. Diese Woche steht die September-Sitzung der US-amerikanischen Notenbank Fed zur Reduzierung der Zentralbankbilanz im Fokus. 77,4 Prozent der Finanzmarktexperten/-innen rechnen mit einer Erhöhung der langfristigen Zinsen.

Adrian Presse

Japan: Konjunkturausblick verschlechtert sich

Konjunkturerwartungen Japan

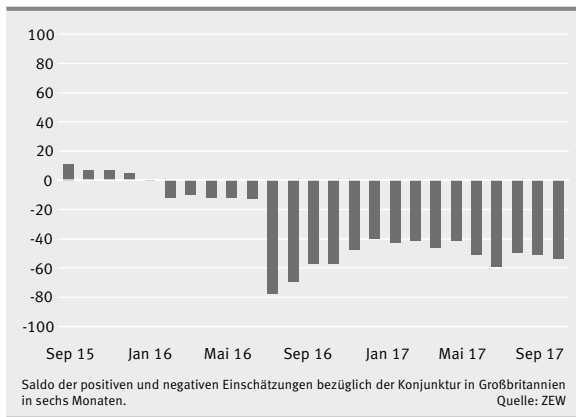


Die Finanzmarktexperten/-innen schätzen die weitere Konjunkturerwicklung in Japan auf Halbjahressicht schlechter ein. Der entsprechende Indikator sinkt im September 2017 um 4,7 Punkte auf 5,5 Punkte. Zu dem pessimistischeren Konjunkturausblick dürften vor allem der sich zuletzt verschärfende Konflikt mit Nordkorea beigetragen haben. Daraus resultierende politische Unsicherheiten stellen ein erhebliches Risiko für die japanische Exportwirtschaft dar. Zudem bleibt die Inflation trotz des moderaten Wachstumskurses der japanischen Wirtschaft und der expansiven Geldpolitik der Bank of Japan nach wie vor weit hinter dem Inflationsziel von zwei Prozent zurück. Im Juli 2017 stiegen die Verbraucherpreise um 0,5 Prozent und die Kerninflation um 0,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die Experten/-innen dürften daher zunächst die weitere Entwicklung abwarten bevor sie sich neu positionieren. Die Einschätzung der aktuellen Konjunkturlage verschlechtert sich um 4,6 Punkte auf 13,5 Punkte.

Nils Melkus

Großbritannien: Konjunkturerwartungen verschlechtern sich erneut

Konjunkturerwartungen Großbritannien



Die Konjunkturerwartungen für Großbritannien verschlechtern sich zum zweiten Mal in Folge. Der entsprechende Indikator sinkt um 3,0 Punkte auf minus 53,6 Punkte. Aktuell sorgt vor allem der Inflationsdruck aufgrund des schwachen Pfunds für Sorgen. So stiegen im August 2017 die Verbraucherpreise um 2,9 Prozent und die Kerninflation um 2,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die Inflation liegt damit weit über dem Inflationsziel der Bank of England von zwei Prozent. 50,5 Prozent der Experten/-innen (plus 1,2 Prozent) gehen von einem weiteren Anstieg der Inflation in den nächsten sechs Monaten aus. Die anhaltende Inflationsdynamik wirkt sich negativ auf die Nachfrage der privaten Haushalte. Eine baldige Anhebung der Zinsen durch die britische Zentralbank ist damit wahrscheinlicher geworden. 36 Prozent der Experten/-innen erwarten daher einen Anstieg der kurzfristigen Zinsen in den kommenden sechs Monaten. Die Einschätzung der aktuellen Konjunkturlage verbessert sich um 5,0 auf minus 9,0 Punkte.

Nils Melkus

ZEW-Finanzmarktexperten/-innen erkennen zuverlässig Fehlbewertungen des DAX

Abbildung 1: Fehlbewertungsindikator vs. DAX-Entwicklung (6 Monate)

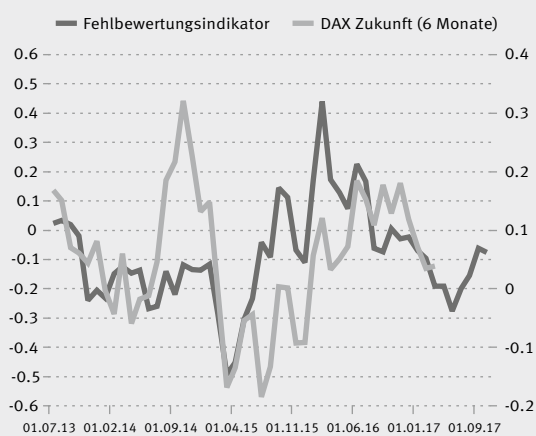
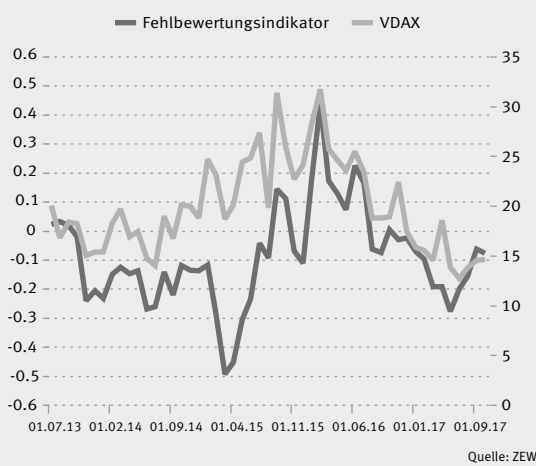


Abbildung 2: Fehlbewertungsindikator vs. VDAX



Die ZEW-Finanzmarktexperten/-innen können auf Basis von Fundamentaldaten gut die mittelfristige DAX-Entwicklung prognostizieren. Das zeigt eine Auswertung von Umfragedaten zur DAX-Entwicklung der vergangenen vier Jahre. Dabei wurden die Experten/-innen monatlich zu ihrer Einschätzung möglicher Fehlbewertungen am deutschen Aktienmarkt befragt. Zu Zeiten, in denen die Experten/-innen auf Abweichungen des DAX vom Fundamentalwert hinwiesen, konnte im Anschluss tatsächlich eine mittelfristige Korrektur des DAX-Wertes beobachtet werden.

Die Untersuchung stützt sich auf einen Fehlbewertungsindikator, der sich als Differenz zwischen dem Anteil jener Experten/-innen berechnet, die den DAX als unterbewertet erachten, und jener, die gegenteiliger Meinung sind. Ist die Differenz positiv, erwarten die Befragten eine Preissteigerung und umgekehrt. Abbildung 1 stellt den Fehlbewertungsindikator der prozentualen realen Veränderung des DAX in den darauffolgenden sechs Monaten gegenüber. Halten die Experten/-innen den Markt für über- oder unterbewertet, lässt sich häufig in den darauffolgenden sechs Monaten eine entsprechende Korrektur feststellen. Eine Ausnahme bildete die Prognose im Herbst 2014. Der damalige Höhenflug des DAX hing allerdings maßgeblich mit der überraschenden Ankündigung großangelegter Anleihenkäufe der Europäischen Zentralbank (EZB) zusammen. Insgesamt liegt die Korrelation zwischen der Experteneinschätzung und der tatsächlichen halbjährlichen DAX-Entwicklung bei 0,36. Auf Sicht von zwölf Monaten fällt sie mit etwa 0,60 noch deutlich höher aus. Diese Ergebnisse zeigen, dass der DAX mittel- bis langfristig gegen den von den Finanzmarktexperten/-innen wahrgenommenen Fundamentalwert strebt.

Die Analyse legt zudem nahe, dass der Markt Preisunsicherheit in Verbindung mit Unterbewertungen besser erkennt als jene, die sich aus Überbewertungen ergibt. Ein Indikator für Marktunsicherheit ist der VDAX, der die implizite Volatilität des DAX abbildet. Abbildung 2 stellt den Fehlbewertungsindikator dem VDAX gegenüber – mit dem Ergebnis, dass Märkte unterschiedlich auf Über- und Unterbewertungen reagieren. Der VDAX ist nur dann hoch, wenn die Experten/-innen eine Unterbewertung des DAX wahrnehmen. Warnen die Finanzmarktexperten/-innen hingegen vor einer Überbewertung, verzeichnet der VDAX einen niedrigen Stand. Die Investoren können demnach in Zeiten von Überbewertungen aus den Befragungsdaten der Finanzexperten/-innen lernen.

Adrian Presse, Zwetelina Iliewa

| ZEW - Finanzmarkttest September 2017: Belegung der Antwortkategorien | | | | | | | |
|--|------------|---------|-----------------|---------|----------------|-----------|---------------|
| Konjunktur (Situation) | gut | | normal | | schlecht | | Saldo |
| Euroraum | 38.5 | (- 3.2) | 58.5 | (+ 3.5) | 3.0 | (- 0.3) | 35.5 (- 2.9) |
| Deutschland | 88.4 | (+ 1.2) | 11.1 | (- 1.2) | 0.5 | (+/- 0.0) | 87.9 (+ 1.2) |
| USA | 56.4 | (- 1.2) | 43.1 | (+ 1.2) | 0.5 | (+/- 0.0) | 55.9 (- 1.2) |
| Japan | 18.9 | (- 3.2) | 75.7 | (+ 1.8) | 5.4 | (+ 1.4) | 13.5 (- 4.6) |
| Großbritannien | 8.6 | (+ 0.6) | 73.8 | (+ 3.8) | 17.6 | (- 4.4) | -9.0 (+ 5.0) |
| Frankreich | 12.5 | (- 1.3) | 74.5 | (+ 0.6) | 13.0 | (+ 0.7) | -0.5 (- 2.0) |
| Italien | 4.8 | (- 0.2) | 60.3 | (+ 2.7) | 34.9 | (- 2.5) | -30.1 (+ 2.3) |
| Konjunktur (Erwartungen) | verbessern | | nicht verändern | | verschlechtern | | Saldo |
| Euroraum | 36.7 | (+ 0.8) | 58.3 | (+ 0.8) | 5.0 | (- 1.6) | 31.7 (+ 2.4) |
| Deutschland (=ZEW Indikator) | 24.0 | (+ 4.6) | 69.0 | (- 2.2) | 7.0 | (- 2.4) | 17.0 (+ 7.0) |
| USA | 18.7 | (+ 1.0) | 68.2 | (+ 1.2) | 13.1 | (- 2.2) | 5.6 (+ 3.2) |
| Japan | 12.5 | (- 3.3) | 80.5 | (+ 1.9) | 7.0 | (+ 1.4) | 5.5 (- 4.7) |
| Großbritannien | 4.2 | (- 1.3) | 38.0 | (- 0.4) | 57.8 | (+ 1.7) | -53.6 (- 3.0) |
| Frankreich | 39.5 | (+ 3.8) | 56.3 | (- 2.1) | 4.2 | (- 1.7) | 35.3 (+ 5.5) |
| Italien | 25.1 | (+ 3.0) | 64.7 | (- 2.6) | 10.2 | (- 0.4) | 14.9 (+ 3.4) |
| Inflationsrate | erhöhen | | nicht verändern | | reduzieren | | Saldo |
| Euroraum | 32.8 | (- 3.1) | 60.1 | (+ 3.2) | 7.1 | (- 0.1) | 25.7 (- 3.0) |
| Deutschland | 39.7 | (- 1.9) | 52.8 | (+ 2.6) | 7.5 | (- 0.7) | 32.2 (- 1.2) |
| USA | 51.3 | (+ 2.7) | 45.2 | (- 1.9) | 3.5 | (- 0.8) | 47.8 (+ 3.5) |
| Japan | 19.4 | (+ 2.3) | 76.8 | (- 3.0) | 3.8 | (+ 0.7) | 15.6 (+ 1.6) |
| Großbritannien | 50.5 | (+ 1.2) | 42.6 | (+ 1.1) | 6.9 | (- 2.3) | 43.6 (+ 3.5) |
| Frankreich | 32.1 | (- 0.2) | 62.6 | (+ 0.9) | 5.3 | (- 0.7) | 26.8 (+ 0.5) |
| Italien | 30.1 | (- 1.4) | 62.9 | (+ 1.6) | 7.0 | (- 0.2) | 23.1 (- 1.2) |
| Kurzfristige Zinsen | erhöhen | | nicht verändern | | reduzieren | | Saldo |
| Euroraum | 15.0 | (- 2.4) | 84.5 | (+ 2.9) | 0.5 | (- 0.5) | 14.5 (- 1.9) |
| USA | 79.3 | (+ 0.6) | 20.7 | (- 0.1) | 0.0 | (- 0.5) | 79.3 (+ 1.1) |
| Japan | 4.9 | (+ 0.3) | 94.0 | (- 0.4) | 1.1 | (+ 0.1) | 3.8 (+ 0.2) |
| Großbritannien | 36.0 | (+ 8.2) | 57.5 | (- 8.0) | 6.5 | (- 0.2) | 29.5 (+ 8.4) |
| Langfristige Zinsen | erhöhen | | nicht verändern | | reduzieren | | Saldo |
| Deutschland | 64.0 | (- 1.4) | 35.0 | (+ 3.3) | 1.0 | (- 1.9) | 63.0 (+ 0.5) |
| USA | 77.4 | (+ 2.9) | 22.1 | (- 1.5) | 0.5 | (- 1.4) | 76.9 (+ 4.3) |
| Japan | 23.6 | (+ 5.6) | 75.9 | (- 5.6) | 0.5 | (+/- 0.0) | 23.1 (+ 5.6) |
| Großbritannien | 52.4 | (+ 4.0) | 44.4 | (- 3.6) | 3.2 | (- 0.4) | 49.2 (+ 4.4) |
| Aktienkurse | erhöhen | | nicht verändern | | reduzieren | | Saldo |
| STOXX 50 (Euroraum) | 56.8 | (- 1.7) | 33.5 | (- 0.3) | 9.7 | (+ 2.0) | 47.1 (- 3.7) |
| DAX (Deutschland) | 59.7 | (- 1.2) | 30.1 | (+ 1.2) | 10.2 | (+/- 0.0) | 49.5 (- 1.2) |
| TecDax (Deutschland) | 54.6 | (- 3.6) | 36.8 | (+ 4.2) | 8.6 | (- 0.6) | 46.0 (- 3.0) |
| Dow Jones Industrial (USA) | 41.6 | (+ 0.2) | 42.8 | (+ 0.3) | 15.6 | (- 0.5) | 26.0 (+ 0.7) |
| Nikkei 225 (Japan) | 40.0 | (+ 2.2) | 53.5 | (- 0.6) | 6.5 | (- 1.6) | 33.5 (+ 3.8) |
| FT-SE-100 (Großbritannien) | 29.6 | (+ 2.2) | 47.3 | (+ 4.4) | 23.1 | (- 6.6) | 6.5 (+ 8.8) |
| CAC-40 (Frankreich) | 48.8 | (+ 1.8) | 42.3 | (- 1.3) | 8.9 | (- 0.5) | 39.9 (+ 2.3) |
| MIbtel (Italien) | 37.9 | (+ 1.2) | 47.0 | (- 1.9) | 15.1 | (+ 0.7) | 22.8 (+ 0.5) |
| Wechselkurse zum Euro | aufwerten | | nicht verändern | | abwerten | | Saldo |
| Dollar | 48.1 | (+ 0.9) | 30.7 | (- 1.5) | 21.2 | (+ 0.6) | 26.9 (+ 0.3) |
| Yen | 10.8 | (- 2.4) | 72.2 | (+ 2.9) | 17.0 | (- 0.5) | -6.2 (- 1.9) |
| Brit. Pfund | 16.7 | (+ 6.3) | 30.3 | (- 1.1) | 53.0 | (- 5.2) | -36.3 (+11.5) |
| Schw. Franken | 13.7 | (- 4.4) | 69.4 | (+ 7.2) | 16.9 | (- 2.8) | -3.2 (- 1.6) |
| Rohstoffpreis | erhöhen | | nicht verändern | | reduzieren | | Saldo |
| Öl (Nordsee Brent) | 24.0 | (+ 0.3) | 68.0 | (- 3.4) | 8.0 | (+ 3.1) | 16.0 (- 2.8) |
| Branchen | verbessern | | nicht verändern | | verschlechtern | | Saldo |
| Banken | 23.8 | (+ 0.2) | 41.9 | (+ 2.6) | 34.3 | (- 2.8) | -10.5 (+ 3.0) |
| Versicherungen | 21.5 | (+ 2.4) | 43.6 | (- 9.2) | 34.9 | (+ 6.8) | -13.4 (- 4.4) |
| Fahrzeuge | 14.2 | (+ 6.3) | 51.5 | (+ 4.6) | 34.3 | (-10.9) | -20.1 (+17.2) |
| Chemie/Pharma | 33.3 | (- 1.2) | 61.9 | (- 0.7) | 4.8 | (+ 1.9) | 28.5 (- 3.1) |
| Stahl/NE-Metalle | 25.0 | (+ 2.1) | 62.5 | (- 0.9) | 12.5 | (- 1.2) | 12.5 (+ 3.3) |
| Elektro | 35.0 | (+ 0.4) | 60.2 | (- 1.2) | 4.8 | (+ 0.8) | 30.2 (- 0.4) |
| Maschinen | 49.1 | (+ 2.5) | 44.4 | (- 3.3) | 6.5 | (+ 0.8) | 42.6 (+ 1.7) |
| Konsum/Handel | 60.6 | (+ 5.2) | 36.5 | (- 5.8) | 2.9 | (+ 0.6) | 57.7 (+ 4.6) |
| Bau | 54.1 | (- 1.6) | 41.2 | (+ 1.4) | 4.7 | (+ 0.2) | 49.4 (- 1.8) |
| Versorger | 22.4 | (- 2.0) | 70.0 | (+ 1.4) | 7.6 | (+ 0.6) | 14.8 (- 2.6) |
| Dienstleister | 39.0 | (+ 2.0) | 58.0 | (- 2.1) | 3.0 | (+ 0.1) | 36.0 (+ 1.9) |
| Telekommunikation | 20.9 | (- 6.7) | 74.3 | (+ 4.2) | 4.8 | (+ 2.5) | 16.1 (- 9.2) |
| Inform.-Technologien | 56.0 | (- 5.4) | 42.2 | (+ 4.2) | 1.8 | (+ 1.2) | 54.2 (- 6.6) |

Bemerkung: An der September-Umfrage des Finanzmarkttests vom 4.9.2017 - 18.9.2017 beteiligten sich 203 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 – 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

Präsident: Prof. Achim Wambach, Ph.D. · Kaufmännischer Direktor: Thomas Kohl
Redaktion: Forschungsbereich Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement
Dr. Michael Schröder, Telefon 0621/1235-368, Telefax -223, E-Mail schroeder@zew.de
Lea Steinrücke, Telefon 0621/1235-311, Telefax -223, E-Mail steinruecke@zew.de

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars
© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2017 · Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft