

# 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 26.11.2018 – 10.12.18 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 13.12.2018) wiedergegeben.

## Die Konjunkturerwartungen für Deutschland bleiben trotz Anstiegs negativ

Das Jahr 2018 markiert einen Wendepunkt bei den Konjunktüreinschätzungen: Gingen die Konjunkturerwartungen Ende 2017 noch in Richtung eines weiteren Aufschwungs, hat sich im Verlauf dieses Jahres eine Konjunkturstimmung breit gemacht, wie sie kurz vor einer Rezession auftritt.

Die ZEW-Konjunkturerwartungen stiegen im Dezember zwar um 6,6 Punkte verglichen mit dem Vormonat an, die Erwartungen befinden sich mit einem aktuellen Wert von minus 17,5 Punkten jedoch deutlich unterhalb des langfristigen Durchschnitts von 22,5 Punkten im negativen Bereich. Seit Januar 2018 haben sich die Erwartungen mit einem Rückgang um 37,9 Punkte markant verschlechtert.

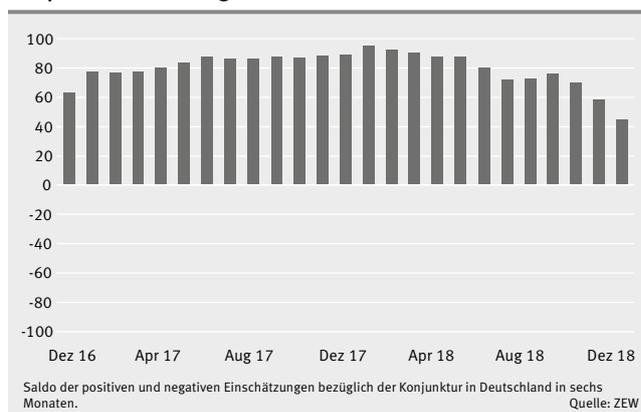
Bemerkenswert ist auch der sehr starke Rückgang der Lageeinschätzung. Der Lageindikator ist mit 45,3 Punkten noch positiv, aber seit Januar um 49,9 Punkte zurückgegangen, allein im Dezember um 12,9 Punkte im Vergleich zum Vormonat. Die Lageeinschätzung weist damit auf ein erneut niedriges Quartalswachstum im vierten Quartal 2018 hin.

Ursache für die Verschlechterung der Konjunktorentwicklung und die Eintrübung des Ausblicks sind vor allem die Eskalation des internationalen Handelskonfliktes, der hauptsächlich von den USA angestoßen wurde, sowie die großen Unsicherheiten, die von den noch immer ungelösten Bedingungen für den Brexit ausgehen. Beides zusammen wirkt sich insbesondere auf die

### Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



### Konjunkturerwartungen Deutschland



Exporte Deutschlands negativ aus. Als dritter Faktor kommen die Probleme in der deutschen Automobilindustrie hinzu.

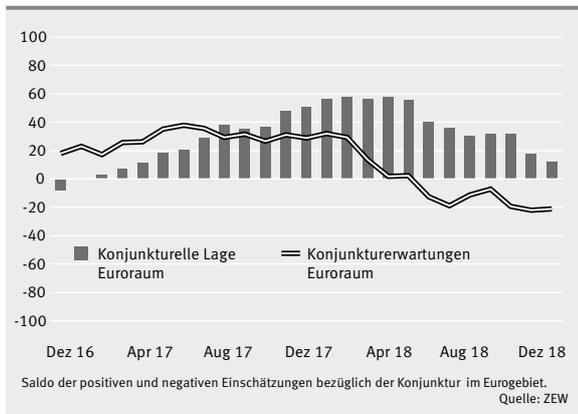
Diese Faktoren lassen sich sehr gut an den Veränderungen der Branchenerwartungen ablesen. Mit Abstand am schlechtesten entwickelten sich die Erwartungen für den Automobilsektor. Sie brachen seit Januar um 70,1 Punkte ein und liegen aktuell bei einem sehr niedrigen Wert von minus 47,5 Punkten. Ebenso schlecht entwickelten sich die anderen exportorientierten Sektoren Maschinenbau (Rückgang um 60,8 Punkte auf minus 3,0 Punkte), Stahl/NE-Metall (Rückgang um 45,9 Punkte auf minus 19,2 Punkte), Chemie (Rückgang um 43,7 Punkte auf 1,7 Punkte) und Elektro (Rückgang um 40,7 Punkte auf 3,5 Punkte).

Inzwischen hat die Wachstumseintrübung praktisch alle Länder in der EU, vor allem in Westeuropa, erfasst. Deutschland stellte im dritten Quartal 2018 zusammen mit Litauen das Schlusslicht bei den Quartalswachstumsraten dar. Besonders beunruhigend ist allerdings das niedrige Wachstum Italiens im dritten Quartal im Zusammenhang mit den Plänen der italienischen Regierung, die Verschuldung weiter zu erhöhen. Angesichts der Branchenerwartungen des Bankensektors wächst damit die Befürchtung einer erneuten Finanzkrise in Europa, die auch vom bevorstehenden Brexit beflügelt wird. Seit Sommer 2018 liegen die Erwartungen zum Bankensektor zweistellig im negativen Bereich mit einer weiterhin absteigenden Tendenz.

Michael Schröder

## Eurozone: Einschätzung der Konjunkturlage verschlechtert sich erneut

Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung Eurozone

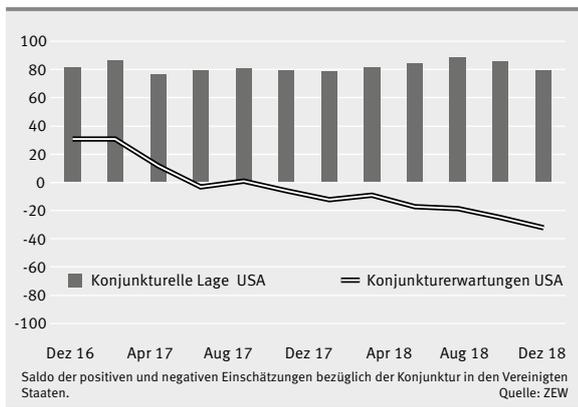


Die Konjunkturerwartungen für das Eurogebiet befinden sich mit derzeit minus 21 Punkten nur einen Punkt oberhalb des Wertes vom Vormonat. Der deutlich im negativen Bereich verharrende Wert weist damit nach wie vor auf eine Verschlechterung der zukünftigen Konjunktorentwicklung hin. Seit Beginn des Jahres 2018 sind die Erwartungen insgesamt um markante 52,8 Punkte zurückgegangen. Auch die Lageeinschätzung hat sich seit Januar 2018 deutlich verschlechtert. Der Indikator ging von 56,4 Punkten auf aktuell 12,1 Punkte zurück. Dies spiegeln einerseits die schlechteren Wachstumsaussichten im Eurogebiet wider, andererseits ist es auch ein ungünstiges Vorzeichen für das Wachstum im vierten Quartal 2018. Die Inflationserwartungen gingen ebenfalls sehr deutlich zurück. Sie liegen aktuell bei 6,0 Punkten, 19,5 Punkte unterhalb des Wertes vom Vormonat. Die Inflationserwartungen weisen damit auf eine unveränderte Preissteigerung in den kommenden sechs Monaten im Vergleich zum jetzigen Niveau hin.

Michael Schröder

## USA: Erwartungen gehen im Jahr 2018 deutlich zurück

Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung USA

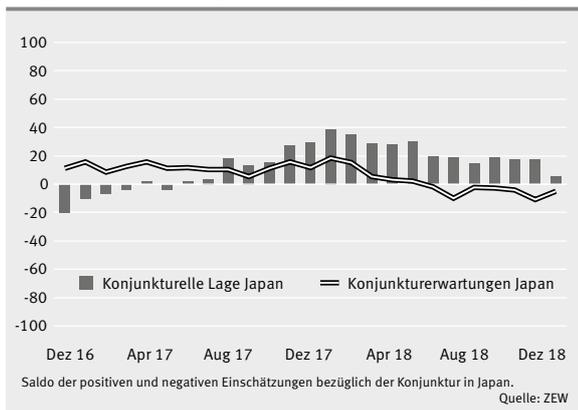


Die Konjunkturerwartungen für die USA verschlechtern sich im Dezember 2018 zum vierten Mal in Folge. Der entsprechende Indikator fällt um 7,6 Punkte auf einen neuen Tiefstand für das Jahr 2018 von minus 32,3 Punkten. Der Rückgang beträgt somit seit Januar 2018 63,2 Punkte. Die starke Verschlechterung des Erwartungsindikators dürfte hauptsächlich auf Befürchtungen der Umfrageteilnehmer/-innen zurückzuführen sein, dass sich internationale Handelskonflikte negativ auf die US-Wirtschaft auswirken, welche sich bereits in der Spätphase eines konjunkturellen Aufschwungs befindet. Die aktuelle konjunkturelle Situation in den USA wird von den Experten/-innen weiterhin als sehr gut eingeschätzt. Der entsprechende Indikator fällt zwar um 6,7 Punkte, befindet sich aber weiterhin auf einem sehr hohen Stand von 79,3 Punkten. Im Vergleich zum Stand von 81,9 Punkten im Januar 2018 hat sich der Lageindikator im Laufe des Jahres nur unwesentlich verändert.

Frank Brückbauer

## Japan: Konjunkturausblick weiterhin verhalten

Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung Japan

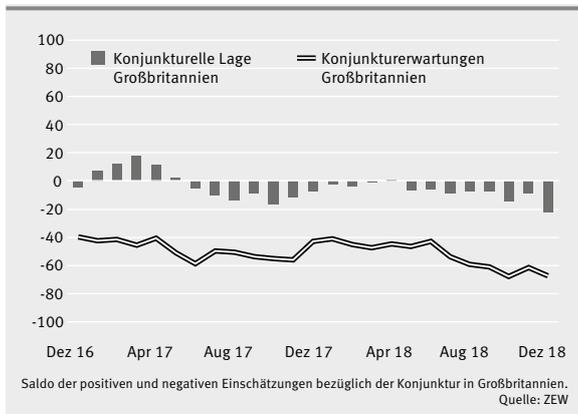


Die Konjunkturerwartungen für Japan steigen im Dezember 2018 um 5,9 Punkte auf minus 4,9 Punkte und verharren damit seit Juni 2018 im negativen Bereich. Im Durchschnitt lag der Erwartungsindikator in diesem Jahr bei lediglich 0,7 Punkten. Seit dem diesjährigen Höchststand im Januar haben die Experten/-innen ihre Erwartungen für die japanische Wirtschaft im Jahresverlauf schrittweise nach unten korrigiert. Die Einschätzung der aktuellen Konjunkturlage verschlechtert sich im Dezember 2018 deutlich um 11,9 Punkte auf 5,3 Punkte. Hauptgrund dürften die negativen Daten zum japanischen Wirtschaftswachstum sein. So sank das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal 2018 um 0,3 Prozent. Angesichts nach wie vor bestehender Risiken durch die internationalen Handelskonflikte und einer möglichen Abschwächung der weltweiten Konjunktorentwicklung bleibt der Konjunkturausblick für die japanische Wirtschaft auf Halbjahressicht insgesamt leicht pessimistisch.

Nils Melkus

## Großbritannien: Konjunkturerwartungen verschlechtern sich

Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung GB



Die Finanzmarktexperten/-innen korrigieren ihre Erwartungen bezüglich der weiteren Konjunktorentwicklung in Großbritannien nach unten. Der entsprechende Indikator sinkt im Dezember 2018 um 6,1 Punkte auf minus 67,5 Punkte. Derzeit scheint es keine Mehrheit im britischen Parlament für die notwendige Zustimmung zum Austrittsabkommen mit der EU zu geben. Eine Mehrheit für die Vereinbarung scheint nur aufgrund von mangelnden Alternativen noch möglich. Sollte das Abkommen scheitern, sind alle Optionen von einem ungeordneten Brexit bis hin zu Neuwahlen denkbar. Die hieraus resultierende hohe politische Unsicherheit belastet den Konjunkturausblick für Großbritannien. Die Einschätzung der aktuellen Konjunkturlage verschlechtert sich ebenfalls. Der Lageindikator sinkt im Dezember 2018 um 14,0 Punkte auf minus 22,2 Punkte und fällt damit auf den tiefsten Stand in diesem Jahr. Mit einem Durchschnittswert von minus 7,2 Punkten war der Lageindikator im Jahr 2018 markant im negativen Bereich.

Nils Melkus

## Sonderfrage: Regulierung von Staatsinsolvenzen in der Eurozone auf dem Prüfstand

Abbildung 1: Auswirkungen der Einführung eines Insolvenzverfahrens für überschuldete Euro-Staaten

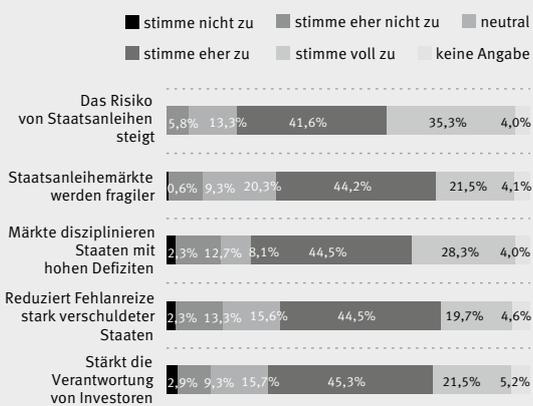
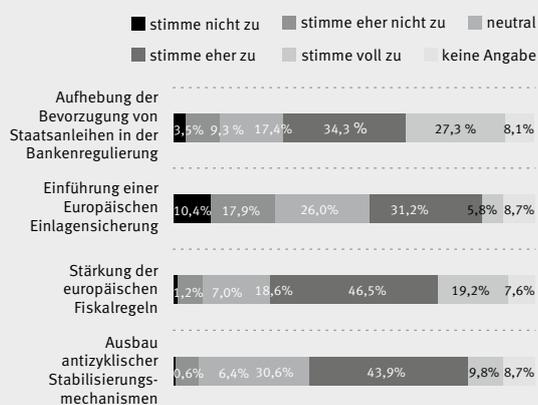


Abbildung 2: Reformen zur Verringerung der Finanzstabilitäts-Risiken bei der Einführung dieses Insolvenzverfahrens



Quelle: ZEW

Ein bisher fehlendes, aber von Experten/-innen immer wieder gefordertes Instrument zur Stabilisierung der Eurozone ist ein Insolvenzsystem für überschuldete Mitgliedstaaten. Vor dem Hintergrund des aktuellen Budgetstreits zwischen Italien und der Europäischen Kommission besitzt das Thema gegenwärtig wieder eine hohe Brisanz. In der Umfrage im Dezember 2018 haben wir die ZEW-Finanzmarktexperten/-innen um ihre Einschätzungen zu einer Auswahl an möglichen Auswirkungen eines solchen Insolvenzmechanismus gebeten. Ebenfalls wurden die Umfrageteilnehmer/-innen zu möglichen begleitenden Reformen befragt, die die eventuell negativen Auswirkungen einer Einführung eines Insolvenzsystems für Staaten abfedern könnten.

Mit 72,8 Prozent stimmt ein Großteil der Teilnehmer/-innen der Aussage zu, dass die Möglichkeit eines Insolvenzverfahrens für Staaten die disziplinierende Wirkung von Staatsanleihenmärkten erhöhen würde. Jeweils 64,2 Prozent und 66,9 Prozent der Teilnehmer/-innen erwarten zugleich eine Reduktion von Fehlanreizen für starkverschuldete Staaten sowie eine Stärkung der Verantwortung von Investoren. Von den Teilnehmer/-innen erwarten 76,9 Prozent, dass das Risiko von Staatsanleihen unter einem glaubwürdigen Insolvenzsystem für Staaten steigen würde. Mit 65,7 Prozent sind auch nahezu zwei Drittel der Experten/-innen der Meinung, dass Staatsanleihenmärkte fragiler werden würden.

Die negativen Auswirkungen einer Einführung eines Insolvenzsystems für Staaten könnten durch begleitende Regelungen abgemildert werden. Mit 61,1 Prozent erwartet der Großteil der Umfrageteilnehmer/-innen, dass die Aufhebung der Bevorzugung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung die daraus resultierenden Gefahren für die Finanzstabilität reduzieren könnte. Die Einführung eines europäischen Einlagensicherungssystems findet mit 37 Prozent die niedrigste Zustimmung bei den Befragten. Die Mehrheit der befragten Finanzmarktexperten/-innen beurteilt die Stärkung europäischer Fiskalregeln (65,7 Prozent) sowie den Ausbau antizyklischer Stabilisierungsmechanismen (53,8 Prozent) als effektive Möglichkeiten resultierende Risiken abzumildern. Mit 65,7 Prozent findet eine Stärkung der europäischen Fiskalregeln somit die größte Zustimmung unter den befragten Finanzmarktexperten/-innen.

Frank Brückbauer

ZEW - Finanzmarkttest Dezember 2018: Belegung der Antwortkategorien							
Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo
Euroraum	15.6	(- 5.5)	80.9	(+ 4.9)	3.5	(+ 0.6)	12.1 (- 6.1)
Deutschland	47.8	(-12.3)	49.7	(+11.7)	2.5	(+ 0.6)	45.3 (-12.9)
USA	79.8	(- 6.7)	19.7	(+ 6.7)	0.5	(+/- 0.0)	79.3 (- 6.7)
Japan	13.5	(- 7.8)	78.3	(+ 3.7)	8.2	(+ 4.1)	5.3 (-11.9)
Großbritannien	3.7	(- 3.4)	70.4	(- 7.2)	25.9	(+10.6)	-22.2 (-14.0)
Frankreich	8.6	(- 6.0)	79.0	(- 1.9)	12.4	(+ 7.9)	-3.8 (-13.9)
Italien	1.1	(+ 0.6)	34.7	(-10.7)	64.2	(+10.1)	-63.1 (- 9.5)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo			
Euroraum	13.5	(+ 1.4)	52.0	(- 1.8)	34.5	(+ 0.4)	-21.0 (+ 1.0)
Deutschland (=ZEW Indikator)	17.0	(+ 5.4)	48.5	(- 4.2)	34.5	(- 1.2)	-17.5 (+ 6.6)
USA	9.6	(+ 0.4)	48.5	(- 8.0)	41.9	(+ 7.6)	-32.3 (- 7.2)
Japan	10.8	(+ 5.1)	73.5	(- 4.3)	15.7	(- 0.8)	-4.9 (+ 5.9)
Großbritannien	4.8	(- 0.3)	22.9	(- 5.5)	72.3	(+ 5.8)	-67.5 (- 6.1)
Frankreich	8.5	(- 2.8)	54.7	(- 2.7)	36.8	(+ 5.5)	-28.3 (- 8.3)
Italien	3.7	(- 1.9)	40.7	(+ 0.9)	55.6	(+ 1.0)	-51.9 (- 2.9)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo			
Euroraum	31.0	(-10.0)	44.0	(+ 0.5)	25.0	(+ 9.5)	6.0 (-19.5)
Deutschland	31.9	(-11.8)	43.4	(+ 3.1)	24.7	(+ 8.7)	7.2 (-20.5)
USA	49.8	(-10.2)	36.5	(+ 5.8)	13.7	(+ 4.4)	36.1 (-14.6)
Japan	15.6	(- 3.1)	74.4	(+ 0.4)	10.0	(+ 2.7)	5.6 (- 5.8)
Großbritannien	53.3	(+ 1.0)	29.0	(- 4.3)	17.7	(+ 3.3)	35.6 (- 2.3)
Frankreich	26.4	(- 9.2)	50.8	(+ 2.9)	22.8	(+ 6.3)	3.6 (-15.5)
Italien	29.1	(- 8.1)	46.2	(+ 1.2)	24.7	(+ 6.9)	4.4 (-15.0)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo			
Euroraum	15.7	(- 0.2)	82.8	(- 1.3)	1.5	(+ 1.5)	14.2 (- 1.7)
USA	80.7	(- 5.7)	18.3	(+ 4.7)	1.0	(+ 1.0)	79.7 (- 6.7)
Japan	5.0	(- 3.8)	94.4	(+ 3.2)	0.6	(+ 0.6)	4.4 (- 4.4)
Großbritannien	38.7	(- 7.7)	53.2	(+ 5.7)	8.1	(+ 2.0)	30.6 (- 9.7)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo			
Deutschland	61.0	(- 5.3)	35.0	(+ 3.7)	4.0	(+ 1.6)	57.0 (- 6.9)
USA	60.8	(-10.7)	34.2	(+ 9.6)	5.0	(+ 1.1)	55.8 (-11.8)
Japan	21.6	(- 2.9)	76.7	(+ 2.2)	1.7	(+ 0.7)	19.9 (- 3.6)
Großbritannien	58.3	(- 5.6)	34.1	(+ 2.6)	7.6	(+ 3.0)	50.7 (- 8.6)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo			
STOXX 50 (Euroraum)	54.1	(+ 4.3)	29.7	(- 3.1)	16.2	(- 1.2)	37.9 (+ 5.5)
DAX (Deutschland)	55.7	(+ 1.8)	28.1	(- 1.1)	16.2	(- 0.7)	39.5 (+ 2.5)
TecDax (Deutschland)	58.1	(+ 7.0)	27.4	(- 3.8)	14.5	(- 3.2)	43.6 (+10.2)
Dow Jones Industrial (USA)	50.8	(+ 4.2)	31.5	(- 2.0)	17.7	(- 2.2)	33.1 (+ 6.4)
Nikkei 225 (Japan)	48.0	(+ 9.5)	40.9	(- 6.6)	11.1	(- 2.9)	36.9 (+12.4)
FT-SE-100 (Großbritannien)	30.2	(- 0.5)	32.6	(- 3.2)	37.2	(+ 3.7)	-7.0 (- 4.2)
CAC-40 (Frankreich)	45.3	(+ 6.5)	34.1	(- 6.5)	20.6	(+/- 0.0)	24.7 (+ 6.5)
MIStel (Italien)	31.1	(+ 2.9)	37.1	(+ 4.5)	31.8	(- 7.4)	-0.7 (+10.3)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo			
Dollar	36.9	(- 6.5)	36.8	(+ 4.7)	26.3	(+ 1.8)	10.6 (- 8.3)
Yen	11.9	(- 4.7)	77.4	(+ 6.4)	10.7	(- 1.7)	1.2 (- 3.0)
Brit. Pfund	10.4	(- 6.6)	27.3	(- 0.9)	62.3	(+ 7.5)	-51.9 (-14.1)
Schw. Franken	16.0	(- 3.2)	70.7	(+ 6.5)	13.3	(- 3.3)	2.7 (+ 0.1)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo			
Öl (Nordsee Brent)	35.1	(+ 9.4)	52.0	(- 2.1)	12.9	(- 7.3)	22.2 (+16.7)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo			
Banken	10.9	(- 2.7)	46.6	(- 3.1)	42.5	(+ 5.8)	-31.6 (- 8.5)
Versicherungen	14.9	(- 0.9)	57.5	(- 0.1)	27.6	(+ 1.0)	-12.7 (- 1.9)
Fahrzeuge	11.5	(+ 4.2)	29.5	(- 4.2)	59.0	(+/- 0.0)	-47.5 (+ 4.2)
Chemie/Pharma	21.5	(+ 1.8)	58.7	(- 0.1)	19.8	(- 1.7)	1.7 (+ 3.5)
Stahl/NE-Metalle	12.8	(+ 3.8)	55.2	(- 1.1)	32.0	(- 2.7)	-19.2 (+ 6.5)
Elektro	18.6	(- 6.9)	66.3	(+ 4.9)	15.1	(+ 2.0)	3.5 (- 8.9)
Maschinen	19.0	(- 3.0)	59.0	(+ 0.8)	22.0	(+ 2.2)	-3.0 (- 5.2)
Konsum/Handel	37.0	(- 9.0)	53.2	(+ 6.0)	9.8	(+ 3.0)	27.2 (-12.0)
Bau	38.7	(- 2.6)	49.7	(+ 1.7)	11.6	(+ 0.9)	27.1 (- 3.5)
Versorger	17.6	(+ 3.5)	71.9	(- 1.0)	10.5	(- 2.5)	7.1 (+ 6.0)
Dienstleister	32.0	(+ 1.7)	64.5	(- 1.2)	3.5	(- 0.5)	28.5 (+ 2.2)
Telekommunikation	22.6	(+ 2.0)	70.5	(+ 1.4)	6.9	(- 3.4)	15.7 (+ 5.4)
Inform.-Technologien	53.6	(+ 0.4)	43.5	(+ 1.8)	2.9	(- 2.2)	50.7 (+ 2.6)

Bemerkung: An der Dezember-Umfrage des Finanzmarkttests vom 26.11.2018 - 10.12.2018 beteiligten sich 201 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.

**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](http://www.zew.de), [www.zew.eu](http://www.zew.eu)  
Präsident: Prof. Achim Wambach, Ph.D. · Kaufmännischer Direktor: Thomas Kohl  
**Redaktion:** Forschungsbereich Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement  
Frank Brückbauer, Telefon 0621/1235-148, Telefax -223, E-Mail [frank.brueckbauer@zew.de](mailto:frank.brueckbauer@zew.de)  
Dr. Frederik Eidam, Telefon 0621/1235-330, Telefax -223, E-Mail [frederik.eidam@zew.de](mailto:frederik.eidam@zew.de)  
Dr. Michael Schröder, Telefon 0621/1235-368, Telefax -223, E-Mail [michael.schroeder@zew.de](mailto:michael.schroeder@zew.de)  
**Nachdruck und sonstige Verbreitung** (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars  
© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2018 · Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

# ZEW

Zentrum für Europäische  
Wirtschaftsforschung GmbH