

JAHRGANG 33 | SEPTEMBER 2025

ZEW FINANZMARKTREPORT

// EINSCHÄTZUNGEN UND ERWARTUNGEN ZU INTERNATIONALEN FINANZMARKTDATEN

Im ZEW-Finanzmarkttest werden pro 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 8.9.2025 – 15.9.2025 werden im vorliegenden ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 18.9.2025) wiedergegeben.

Erwartungen stabilisieren sich, aber Verschlechterung der Lage

// Lora Pavlova

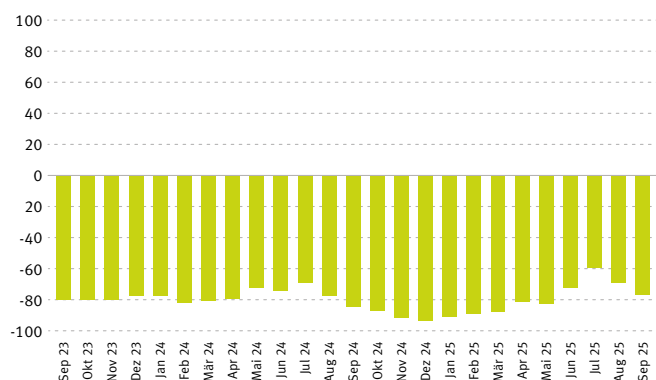
Nachdem der ZEW-Index im August 2025 deutlich zurückgegangen war, stabilisieren sich die Erwartungen im September. Der Erwartungsindikator steigt um 2,6 Punkte auf nun 37,3 Punkte. Gleichzeitig verschlechtert sich die Lageeinschätzung: Der entsprechende Indikator sinkt um minus 7,8 Punkte auf minus 76,4 Punkte. Damit bleibt Deutschland im Vergleich zu den übrigen untersuchten Ländern und zur Eurozone ein Sonderfall. Dazu dürften einige Faktoren beigetragen haben. Zum einen bleibt der Zollstreit mit den USA im Mittelpunkt der kurz- und mittelfristigen Risiken für die deutsche Exportwirtschaft, die weiterhin von strukturellen Problemen belastet wird. Zudem zeichnen die jüngsten Konjunkturdaten ein eher negatives Bild für die deutsche Wirtschaft: das reale Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 2025 fiel mit 0,3 Prozent schlechter aus als ursprünglich erwartet. Vor allem entwickelte sich die Industrieproduktion schlechter als erwartet. Positive Impulse dürften von der geplanten expansiven Finanzpolitik der Bundesregierung ausgehen.

Die Verbesserung der Erwartungen spiegelt sich vor allem in exportorientierten Branchen wieder, die zuletzt einen Einbruch erlebt haben. Den stärksten Anstieg verzeichnet die Automobilbranche (plus 13,2 Punkte, Saldo bei minus 26,5 Punkten), gefolgt von der Chemie- und Pharmaindustrie (plus 8,7 Punkte, Saldo bei minus 16,0 Punkten). Auch die Metallproduktion steigt um 7,5 Punkte auf nun minus 44,2 Punkte. Jedoch bleiben alle drei

Salden deutlich im negativen Bereich. Gewinne verzeichnen auch die Elektrobranche sowie der Maschinenbau (plus 6,0 Punkte, Saldo bei 8,0 Punkten, bzw. plus 7,0 Punkte, Saldo bei minus 9,3 Punkten). Dagegen verschlechtern sich die Einschätzungen zur Inlandsnachfrage: mit 0,6 Punkten liegt der Index um minus 5,6 Punkten unter dem Vormonatswert. Einzelne Branchen verzeichnen ebenfalls eine Verschlechterung – besonders auffällig ist der Informationstechnologiesektor, dessen Indikator um minus 9,9 Punkte auf nun 48,6 Punkte sinkt. Auch Versicherungen und Telekommunikation verzeichneten Rückgänge.

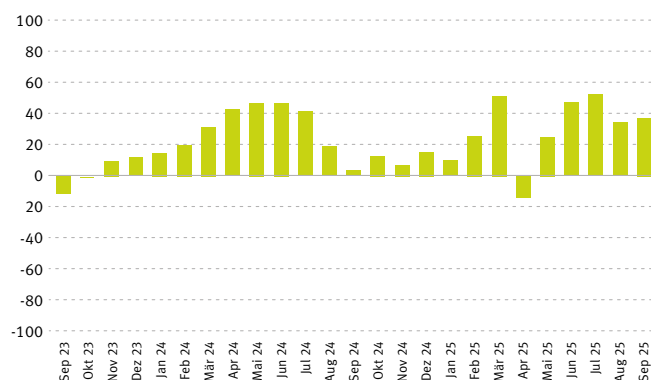
Nachdem die Teuerungsrate im August in Deutschland leicht zugelegt hatte und 2,2 Prozent betrug (gemessen am Verbraucherpreisindex), bleiben die Inflationserwartungen durchaus stabil. Der Saldo der Inflationserwartungen steigt leicht um minus 0,6 Punkte (plus 4,5 Punkte gegenüber August). Vor diesem Hintergrund erwarten knapp 73 Prozent der Expertinnen und Experten unveränderte kurzfristige Zinsen – ein Anstieg um 9,5 Prozentpunkte. Somit scheint der expansive Zyklus der EZB laut den Expertinnen und Experten beendet zu sein, im Gegensatz zur erwarteten Fed-Zinspolitik, wonach eine Mehrheit in den kommenden sechs Monaten mit Zinssenkungen rechnet. Die Aussichten am Finanzmarkt sind optimistisch: Der entsprechende Saldo steigt um 5,6 Punkte auf nun 24,1 Punkte. Weiterhin rechnet eine Mehrheit der Befragten mit einer Abschwächung des US-Dollars.

Einschätzung der konjunkturellen Lage Deutschland



Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der aktuellen Konjunkturlage in Deutschland.

Konjunkturerwartungen Deutschland

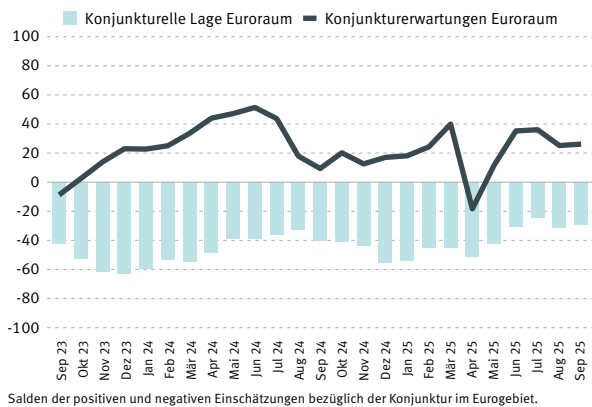


Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunktur in Deutschland in sechs Monaten.

Eurozone: Verbesserung der Konjunkturerwartungen und -lage

// Lukas Basler

Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung Eurozone

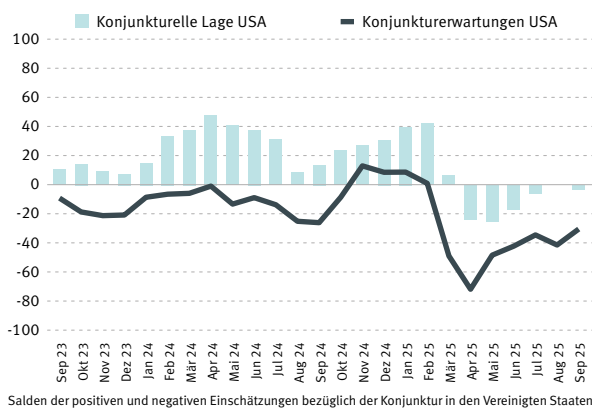


Die Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage im Euroraum verbessert sich gegenüber dem Vormonat um plus 2,4 Punkte auf einen Saldo von nun minus 28,8 Punkten. Die Konjunkturerwartungen steigen um plus 1,0 Punkte auf einen Saldo von 26,1 Punkten. Sowohl der Anteil der Befragten mit positiven Erwartungen (plus 2,6 Punkte) als auch mit negativen (plus 1,6 Punkte) nimmt zu. Konjunkturaufschwünge sind demnach bisher ausgeblieben, werden jedoch mittelfristig erwartet. 72,7 Prozent der Befragten erwarten unveränderte kurzfristige Zinsen (plus 9,5 Prozentpunkte), möglicherweise im Zusammenhang mit leicht gestiegenen Inflationserwartungen (Saldo plus 3,3 Punkte). Wenige Befragte rechnen mit sinkender Inflation, mehr mit stabilen Raten, was eine geringere Wahrscheinlichkeit weiterer Zinssenkungen durch die EZB nahelegt. 58,6 Prozent prognostizieren eine Abwertung des Euro gegenüber dem US Dollar (plus 7,1 Prozentpunkte), möglicherweise aufgrund schwächerer Konjunktur im Euroraum und restriktiverer US-Geldpolitik.

USA: Konjunkturlage bleibt stabil

// Samuel Will

Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung USA

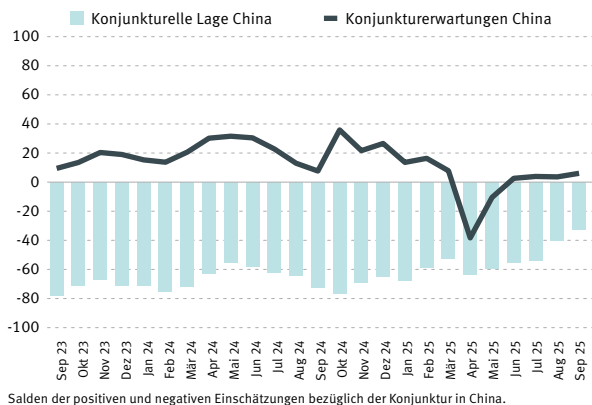


Die Konjunkturlage in den USA bleibt weiterhin stabil. Der Index liegt bei minus 3,3 Punkten und damit nur leicht unter dem Wert des Vormonats (Veränderung um minus 3,4 Punkte). Gleichzeitig haben sich die Konjunkturerwartungen um 11,0 Punkte auf minus 30,2 Punkte verbessert, was jedoch weiterhin die Erwartung einer sich verlangsamenden Konjunktur widerspiegelt. Bei den kurzfristigen Zinsen setzt sich der Trend der Vormonats fort: Die Expertinnen und Experten rechnen zunehmend mit Zinssenkungen. Der Saldo fällt um 11,8 Punkte auf nun minus 73,3 Punkte. Somit erwarten mehr als drei Viertel der Befragten fallende kurzfristige Zinsen. Die Erwartungen bezüglich der langfristigen Zinsen bleiben mit 30,4 Punkten jedoch erhöht (plus 4,0 Punkte gegenüber dem Vormonat). Passend zur Erwartung fallender kurzfristiger Zinsen sind auch die Erwartungen für den US-Dollar getrübt, der Saldo fällt um 9,1 Punkte auf nun minus 41,9 Punkte, während die Inflationserwartungen um 5,0 Punkte auf nun plus 69,5 Punkte etwas nachgeben.

China: Einschätzungen bleiben weiterhin stabil

// Leander Fuchs

Konjunkturerwartungen und Lageeinschätzung China



Die Konjunktursituation bleibt weiterhin stabil, 59,6 Prozent der Befragten schätzen die Lage als „normal“ ein (plus 1,5 Prozentpunkte). Der Saldo des Lageindicators liegt bei minus 32,8 Punkten, ein Zuwachs von 7,9 Punkten gegenüber August. Ebenso bleiben die Konjunkturerwartungen weitestgehend unverändert, der Saldo liegt bei 6,2 Punkten (plus 2,3 Punkte). Auch die Erwartungen bezüglich der Inflationsrate weisen nur wenig Volatilität auf. 74,5 Prozent der Befragten erwarten keine Veränderung (plus 5,5 Prozentpunkte). Der Saldo liegt bei 13,1 Punkten (plus 3,3 Punkte). Erwartungen zu kurz- und langfristigen Zinsen weisen nur kleine Veränderungen auf, die Salden liegen bei minus 24,1 Punkten (plus 2 Punkte) und 2,2 Punkten (plus 2,3 Punkte). Der Aufschwung des SSE Composite in der vergangenen Woche spiegelt sich auch in den Erwartungen wieder, nun erwarten 37,5 Prozent der Befragten eine Erhöhung des Indexes (plus 8,5 Prozentpunkte). Der Saldo liegt bei 20,6 Punkten (plus 6,9 Punkte).

Negativrevisionen des Rendite-Risiko-Profiles von Staats- und Unternehmensanleihen

// Anna-Lena Herforth

Im Rahmen der Sonderfragen des ZEW-Finanzmarkttests im September 2025 wurden die Finanzmarktexpertinnen und -experten nach ihren Einschätzungen zum Ausblick auf verschiedene Anlageklassen für die kommenden sechs Monate befragt. Zudem gaben sie an, welche Faktoren sie zu einer Revision gegenüber der Juni-Umfrage bewogen haben. Die Umfrage konzentrierte sich auf breit diversifizierte Investments in Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, inflationsindexierte Staatsanleihen und Immobilien im Euroraum.

Mit Blick auf die nächsten sechs Monate wurde das Rendite-Risiko-Profil von Aktien, Unternehmensanleihen, sowie Immobilien überwiegend positiv bewertet. Staatsanleihen und inflationsindexierte Staatsanleihen hingegen wurden von einer Mehrheit der Befragten als negativ bewertet.

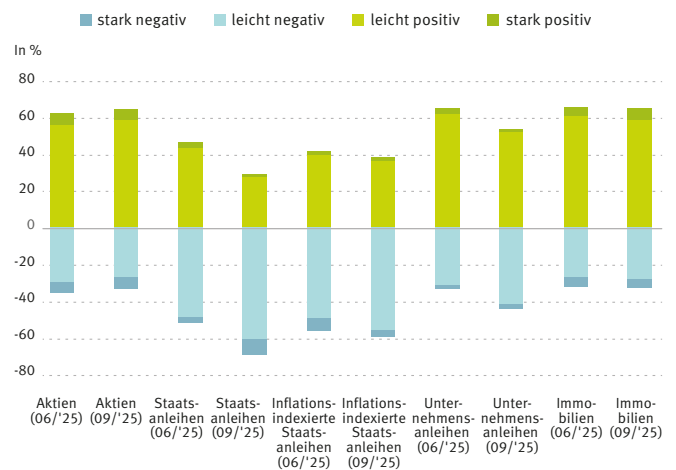
Im Vergleich zur Juni-Umfrage erfuhren Staatsanleihen eine Verschlechterung der Bewertung des Rendite-Risiko-Profiles. Während im Juni 53 Prozent der Befragten das Rendite-Risiko-Profil als negativ einschätzten, waren es im September 71 Prozent. Zurückführen lässt sich diese Entwicklung primär auf die politischen Rahmenbedingungen, aufgrund derer per Saldo 47 Prozent der Befragten ihre Einschätzungen zu Staatsanleihen gegenüber Juni nach unten anpassten. Darüber hinaus führten Ankündigungen der deutschen Bundesregierung zu Verteidigungs- und Staatsausgaben zu Negativrevisionen der Einschätzungen zu Staatsanleihen: Hier ergab sich ein Saldo der positiven gegenüber der negativen Revisionen von minus 30 Prozentpunkten.

Auch Unternehmensanleihen verzeichneten gegenüber Juni eine Verschlechterung der Bewertung. Der Anteil der Befragten, der die Anlageklasse als positiv bewertete, sank von 66 auf 54 Prozent. Per Saldo gaben 44 Prozent der Befragten an, ihre Einschätzungen dieser Anlageklasse aufgrund von Handelsprotektionismus und Zöllen seitens der USA nach unten revidiert zu haben. Zu Ne-

gativrevisionen führten darüber hinaus die politischen Rahmenbedingungen (Saldo von minus 31 Prozentpunkten).

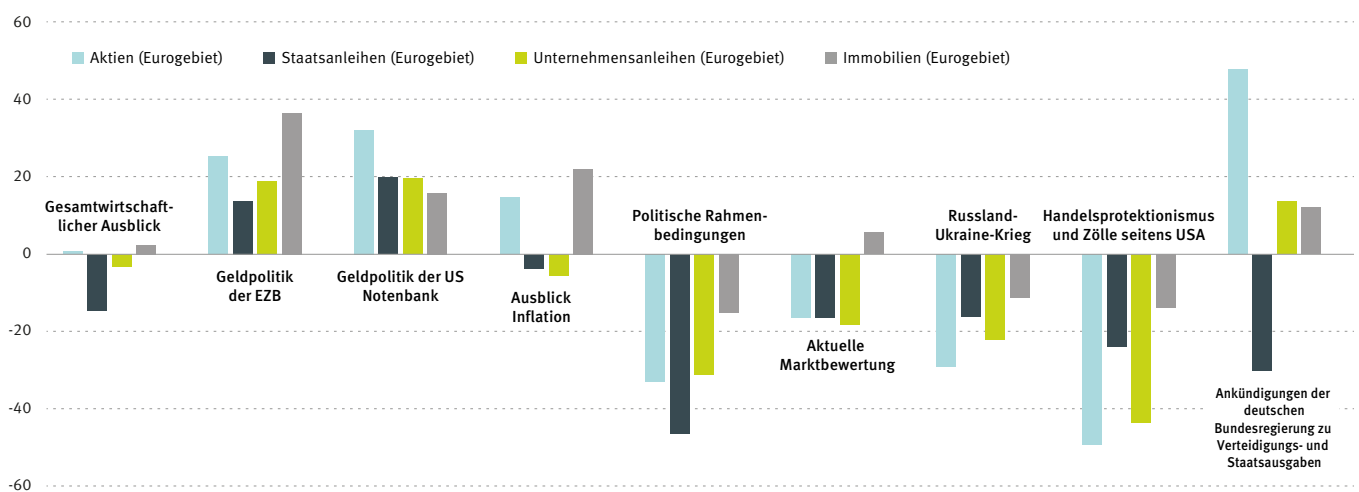
Die Bewertung von Aktien blieb weitgehend unverändert. Eine Detailbetrachtung der zugrundeliegenden Faktoren zeigt, dass mehrere Faktoren gegeneinander wirkten. Negativrevisionen wurden vor allem durch den Handelsprotektionismus der USA sowie die politischen Rahmenbedingungen ausgelöst, während die Ankündigungen zu Verteidigungs- und Staatsausgaben sowie die Geldpolitik der US-Notenbank zu Positivrevisionen führten. Weitgehend unverändert blieb auch die Bewertung von Immobilien.

Mit Blick auf die nächsten sechs Monate, wie beurteilen Sie das Rendite-Risiko-Profil der folgenden Anlageklassen? Orientieren Sie sich an breit gestreuten Indizes für das Eurogebiet.



Haben Entwicklungen der folgenden Faktoren Sie zu einer Revision Ihrer Einschätzungen zum Rendite-Risiko-Profil der einzelnen Assetklassen gegenüber Juni 2025 bewogen und wenn ja, nach oben (+) oder unten (-)?

SALDO ZWISCHEN ANTEILEN POSITIVER UND NEGATIVER ANTWORTEN (IN PROZENTPUNKTEN)



Weitere Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests September 2025

Abbildung 1: Gesamtwirtschaftlicher Ausblick Deutschland

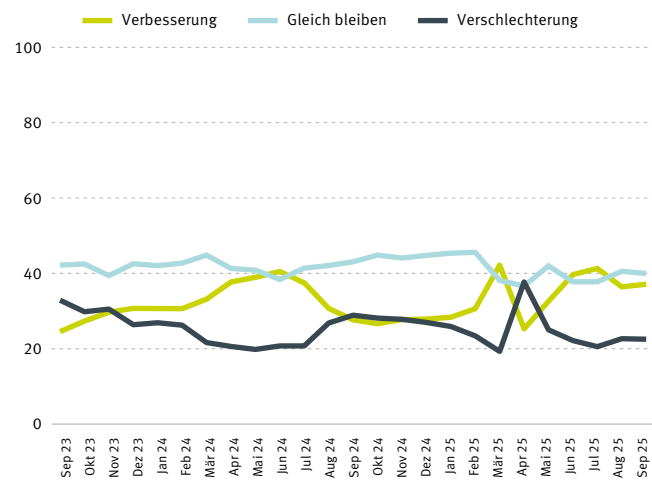


Abbildung 2: BIP-Wachstum Deutschland

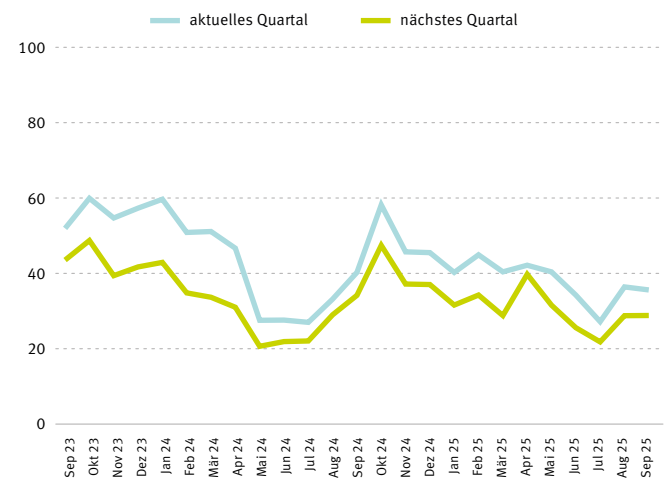


Abbildung 3: Inflationsausblick

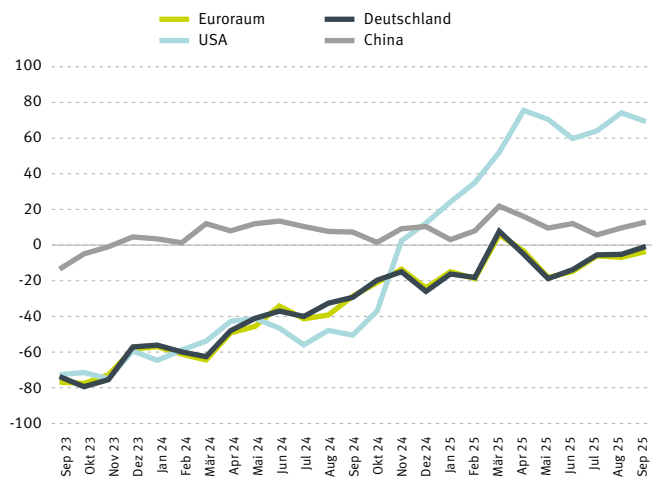


Abbildung 4: Ausblick Branchen

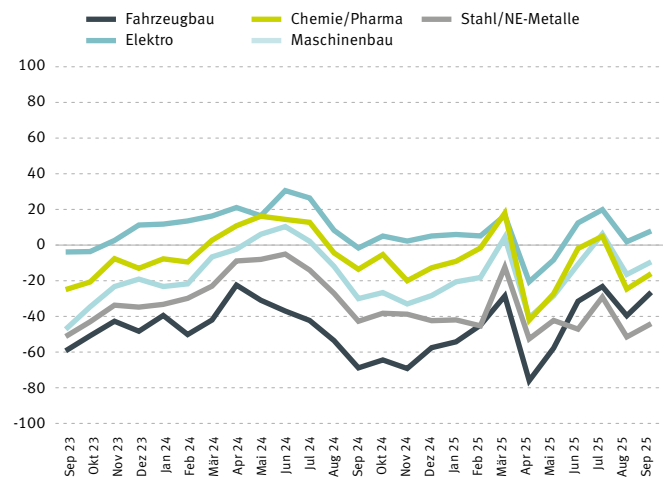


Abbildung 5: Ausblick Branchen

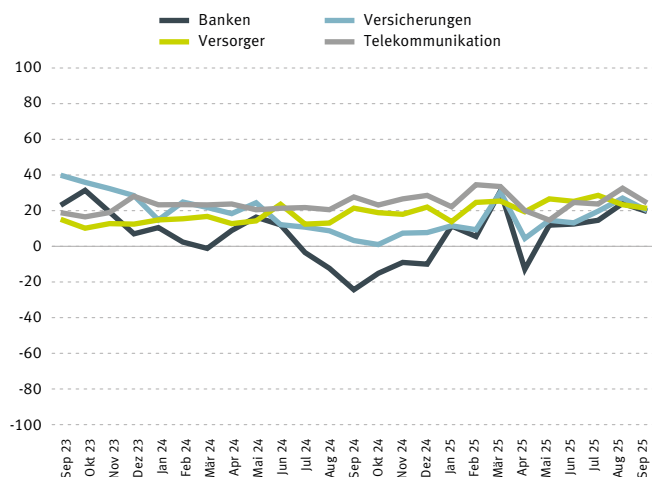


Abbildung 6: Ausblick Branchen

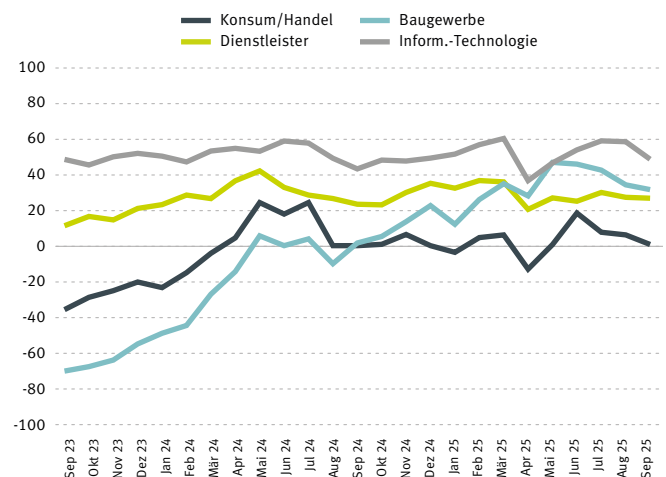
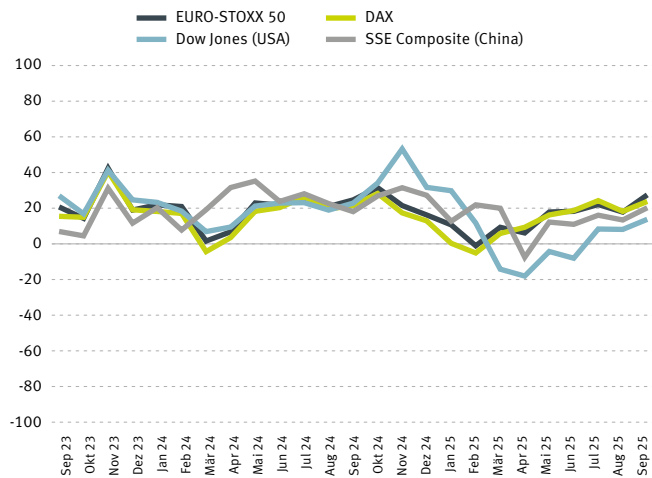
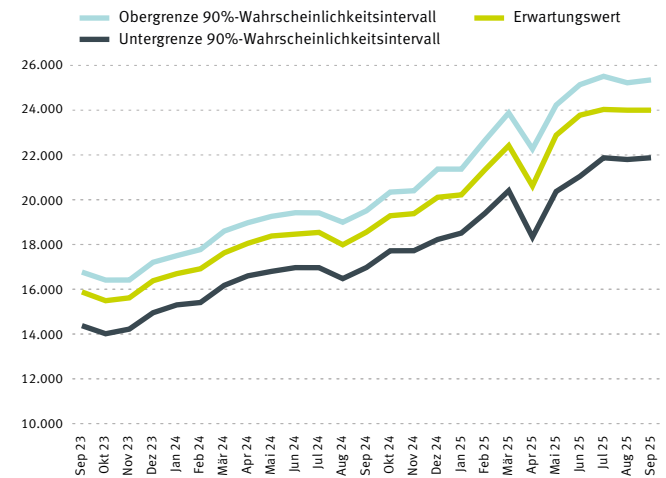


Abbildung 7: Ausblick int. Aktienindizes



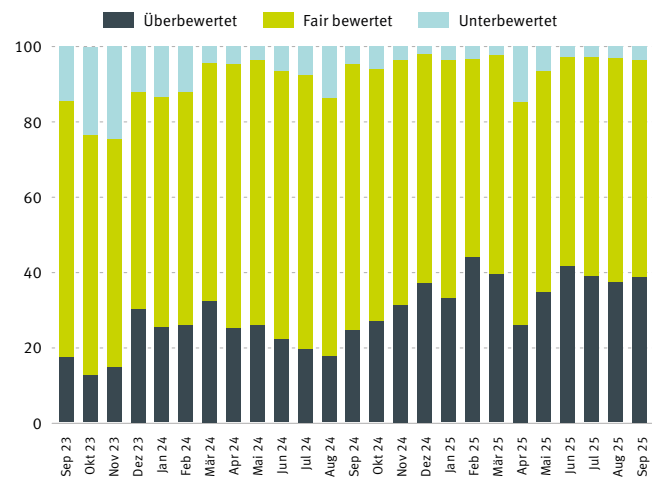
Salden der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich internationaler Aktienindizes in sechs Monaten.

Abbildung 8: DAX-Prognosen



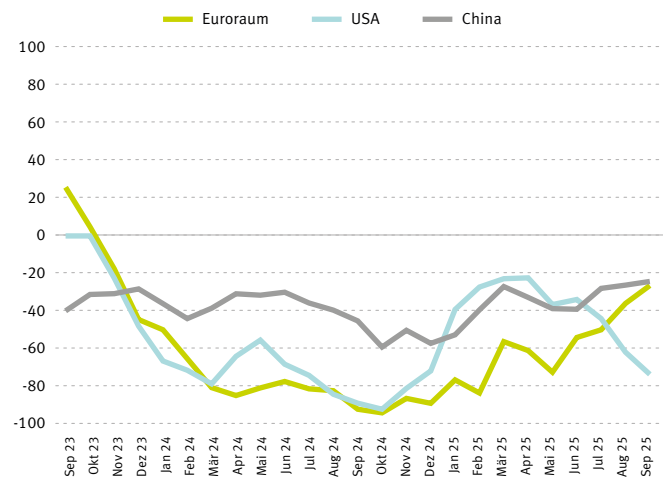
Durchschnittliche Punkt- und Wahrscheinlichkeitsprognosen des DAX auf Sicht von sechs Monaten.

Abbildung 9: DAX-Bewertung



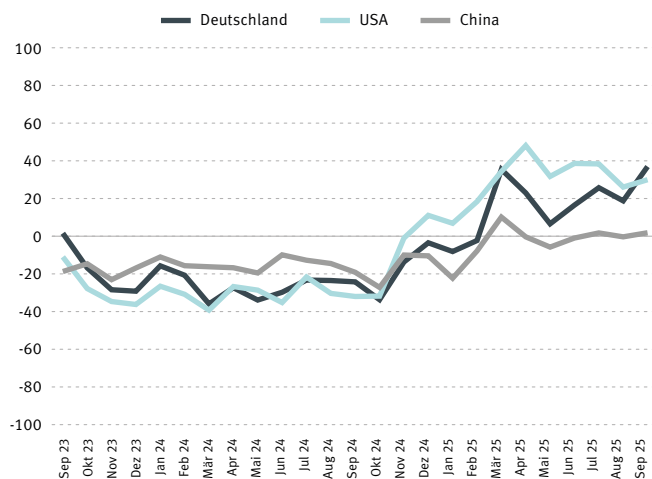
Einschätzungen zur Bewertung des DAX aus Sicht der Fundamentaldaten der DAX-Unternehmen.

Abbildung 10: Ausblick kurzfristige Zinsen



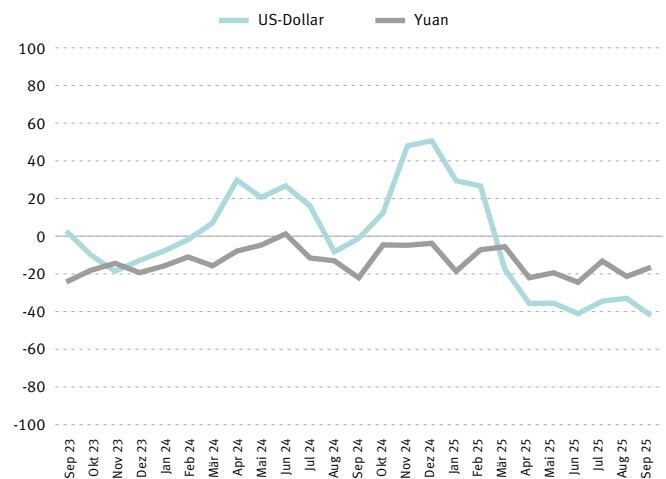
Salden der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich kurzfristiger Zinssätze in sechs Monaten.

Abbildung 11: Ausblick langfristige Zinsen



Salden der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich langfristigen Zinssätze in sechs Monaten.

Abbildung 12: Ausblick Wechselkurse



Salden der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich Wechselkursen zum Euro in sechs Monaten.

ZEW Finanzmarkttest | September 2025: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	3.4	(+ 1.1)	64.4	(+ 0.2)	32.2	(- 1.3)	-28.8	(+ 2.4)
Deutschland	0.0	(- 1.1)	23.6	(- 5.6)	76.4	(+ 6.7)	-76.4	(- 7.8)
USA	12.3	(- 3.2)	72.1	(+ 3.0)	15.6	(+ 0.2)	-3.3	(- 3.4)
China	3.8	(+ 3.2)	59.6	(+ 1.5)	36.6	(- 4.7)	-32.8	(+ 7.9)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	37.2	(+ 2.6)	51.7	(- 4.2)	11.1	(+ 1.6)	26.1	(+ 1.0)
Deutschland	47.4	(+ 2.1)	42.5	(- 1.6)	10.1	(- 0.5)	37.3	(+ 2.6)
USA	13.4	(+ 4.3)	43.0	(+ 2.4)	43.6	(- 6.7)	-30.2	(+11.0)
China	17.0	(+ 1.5)	72.2	(- 0.7)	10.8	(- 0.8)	6.2	(+ 2.3)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	14.2	(- 0.8)	68.2	(+ 4.9)	17.6	(- 4.1)	-3.4	(+ 3.3)
Deutschland	17.6	(+ 2.1)	64.2	(+ 0.3)	18.2	(- 2.4)	-0.6	(+ 4.5)
USA	74.6	(- 4.4)	20.3	(+ 3.8)	5.1	(+ 0.6)	69.5	(- 5.0)
China	19.3	(- 1.1)	74.5	(+ 5.5)	6.2	(- 4.4)	13.1	(+ 3.3)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	0.6	(+/- 0.0)	72.6	(+ 9.5)	26.8	(- 9.5)	-26.2	(+ 9.5)
USA	2.8	(- 2.9)	21.1	(- 6.0)	76.1	(+ 8.9)	-73.3	(-11.8)
China	0.7	(- 1.4)	74.5	(+ 4.8)	24.8	(- 3.4)	-24.1	(+ 2.0)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	46.9	(+12.7)	43.5	(- 7.1)	9.6	(- 5.6)	37.3	(+18.3)
USA	48.9	(+ 0.6)	32.6	(+ 2.8)	18.5	(- 3.4)	30.4	(+ 4.0)
China	11.6	(- 2.1)	79.0	(+ 6.5)	9.4	(- 4.4)	2.2	(+ 2.3)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	42.6	(+ 6.9)	42.6	(- 4.1)	14.8	(- 2.8)	27.8	(+ 9.7)
DAX (Deutschland)	40.0	(+ 1.7)	44.1	(+ 2.2)	15.9	(- 3.9)	24.1	(+ 5.6)
Dow Jones Industrial (USA)	38.3	(+ 3.8)	37.6	(- 1.8)	24.1	(- 2.0)	14.2	(+ 5.8)
SSE Composite (China)	37.5	(+ 8.5)	45.6	(-10.1)	16.9	(+ 1.6)	20.6	(+ 6.9)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	16.7	(- 2.0)	24.7	(- 5.1)	58.6	(+ 7.1)	-41.9	(- 9.1)
Yuan	11.2	(+ 3.2)	61.5	(- 1.5)	27.3	(- 1.7)	-16.1	(+ 4.9)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	34.7	(- 0.4)	50.0	(- 3.6)	15.3	(+ 4.0)	19.4	(- 4.4)
Versicherungen	28.5	(- 4.4)	62.9	(+ 1.8)	8.6	(+ 2.6)	19.9	(- 7.0)
Fahrzeuge	19.2	(+ 3.3)	35.1	(+ 6.6)	45.7	(- 9.9)	-26.5	(+13.2)
Chemie/Pharma	18.0	(+ 2.0)	48.0	(+ 4.7)	34.0	(- 6.7)	-16.0	(+ 8.7)
Stahl/NE-Metalle	7.5	(- 2.7)	40.8	(+12.9)	51.7	(-10.2)	-44.2	(+ 7.5)
Elektro	22.9	(+ 2.5)	62.2	(+ 1.0)	14.9	(- 3.5)	8.0	(+ 6.0)
Maschinen	18.7	(+ 0.8)	53.3	(+ 5.4)	28.0	(- 6.2)	-9.3	(+ 7.0)
Konsum/Handel	20.1	(- 4.3)	60.4	(+ 3.0)	19.5	(+ 1.3)	0.6	(- 5.6)
Bau	43.6	(- 1.4)	44.3	(+/- 0.0)	12.1	(+ 1.4)	31.5	(- 2.8)
Versorger	25.2	(- 2.0)	70.7	(+ 2.0)	4.1	(+/- 0.0)	21.1	(- 2.0)
Dienstleister	32.8	(+ 0.9)	61.0	(- 2.3)	6.2	(+ 1.4)	26.6	(- 0.5)
Telekommunikation	26.9	(- 8.2)	70.3	(+ 8.2)	2.8	(+/- 0.0)	24.1	(- 8.2)
Inform.-Technologien	53.4	(- 8.5)	41.8	(+ 7.1)	4.8	(+ 1.4)	48.6	(- 9.9)

Bemerkung:

An der September-Umfrage des Finanzmarkttests vom 8.9.2025 – 15.9.2025 beteiligten sich 182 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.



IMPRESSUM

Herausgeber:

ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH Mannheim
L 7, 1 · 68161 Mannheim
www.zew.de

Präsident: Prof. Achim Wambach, PhD

Kaufmännische Geschäftsführerin: Claudia von Schuttenbach

Redaktion:

Forschungsbereich Altersvorsorge und nachhaltige Finanzmärkte

Dr. Lora Pavlova, Telefon +49 621 1235-145, Telefax -223, lora.pavlova@zew.de

Der ZEW Finanzmarktreport erscheint monatlich.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars
Quellenangabe Grafiken und Tabelle: ZEW

© ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH, Mannheim 2025

ZEW

Leibniz
Leibniz
Gemeinschaft