

# MÄRKTE UND TRENDS 2017

## Die Welt fährt Autoscooter

Volkswirtschaft / Research  
November 2016

Helaba | 





**75 % AUTOSCOOTER**

**15 % GEISTERBAHN**

**10 % RIESENRAD**

# EDITORIAL

Fester Bestandteil eines Jahrmarktes ist der Autoscooter. Schubsen, Drängeln und verbale Entgleisungen gehören dazu. Ansonsten kommt es üblicherweise zu keinen größeren Unfällen. Dies gilt auch für unser diesjähriges Hauptszenario, das dem Motto folgt „Die Welt fährt Autoscooter“.

Was haben Sie zuletzt auf dem Jahrmarkt erlebt?



**Dr. Gertrud R. Traud**  
Chefvolkswirtin /  
Bereichsleitung Research

## Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

Volksfeste gibt es in fast allen Regionen und Ländern. Dieser bunte Ort zieht die unterschiedlichsten Charaktere an. So trifft man dort alte Bekannte, viele Kinder sowie Jugendliche und kann mit Fremden Kontakte knüpfen. Häufig ist man mit dieser menschlichen Mischung auf kleinem Raum in einer Schicksalsgemeinschaft vereint. Der Jahrmarkt ist also eine Art Miniaturausgabe der Welt, in der wir leben.

Zu jedem Jahrmarkt gehört ein Autoscooter. Ein bisschen Geschicklichkeit ist schon notwendig, um sich im Wirrwarr zügig fortzubewegen. Besonders „Forsche“ begnügen sich nicht damit, in geordneten Bahnen mit der Menge zu gleiten. Schubsen, Drängeln und verbale Entgleisungen sind die Risiken, denen man ausgesetzt ist. Ernsthafte Unfälle treten beim Autoscooter normalerweise nicht auf.

Hier sehen wir Parallelen zu unserem diesjährigen **Hauptscenario**, das dem Motto folgt „**Die Welt fährt Autoscooter**“ und dem wir eine **Eintrittswahrscheinlichkeit von 75%** beimessen. Mit einer überschaubaren Geschwindigkeit fährt die Weltwirtschaft durch das Jahr 2017. Die USA nehmen wieder mehr Fahrt auf, die Eurozone gleitet weiter dahin und selbst die rohstoffexportierenden Schwellenländer legen wieder den Vorwärtsgang ein. Wahlkampfauseinandersetzungen im Stile jugendlicher Rüpel sorgen für Rempelen auf der Bahn. Die Weltwirtschaft lässt sich dadurch aber nicht aus der Spur bringen.

Der Ölpreis hat im Frühjahr 2016 seinen Tiefpunkt gesehen und wird im Jahresverlauf 2017 zu höheren Inflationsraten von bis zu 1 ½ % in der Eurozone und 2 ½ % in den USA führen. Dies könnte manchen Marktteilnehmer erschrecken. Entsprechend wird die Volatilität an den Rentenmärkten hoch sein. Allerdings bleiben gerade in der Eurozone

die Kernraten, d. h. ohne die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise, niedrig. Die EZB wird 2017 ihren Fahrstil mit Lenkmanövern aus Anleihekäufen und negativen Einlagezinsen beibehalten.

Solange das Wachstum dynamisch bleibt, erhält der Aktienmarkt genug Strom, um zügig voranzukommen. Die US-Notenbank fährt in sehr ruhigen Bahnen und versucht sicherzustellen, dass es zu keinen Zusammenstößen kommt. Sie zieht die Leitzinsen nur so hoch, dass die Finanzmärkte nicht beeinträchtigt werden.

Informationen zu unseren Alternativszenarien „**Geisterbahn**“ und „**Riesenrad**“ finden Sie am Ende der Broschüre.

---

Diese Publikation stellt eine Zusammenfassung der wichtigsten Themen und Ergebnisse des Jahresausblicks 2017 dar. Das Gesamtdokument finden Sie unter <http://volkswirtschaft.helaba.de>

# IN HALT

<b>Editorial</b>	3	Gold bleibt eine Attraktion	18
<b>1 Hauptszenario</b>		Immobilien: Der Rummel geht weiter	20
<b>Die Welt fährt Autoscooter (75%)</b>	8	US-Dollar und Schweizer Franken	21
Rentenmärkte: Zwischen Hoffen und Bangen	15	Eurozone und Deutschland	22
Aktien: Rendite lockt	17	USA: Konjunkturdelle abgehakt	23
		Großbritannien: Brexit-Unsicherheit schlägt sich nieder	24
		China: Drache mit Maulsperre	25





## **2** Prognosetabellen im Hauptszenario 26

Kapitalmarktprognosen 27

Währungsprognosen 28

Bruttoinlandsprodukt,  
Inflation, Budgetsaldo 29

## **3** Alternativszenario Geisterbahn (15%) 30

## **4** Alternativszenario Riesenrad (10%) 32

Impressum 34

**Redaktionsschluss**

11. November 2016



1

# AUTOSCOOTER (75%)



## Hauptszenario

# Die Welt fährt Autoscooter (75 %)

In unserem Hauptszenario, dem wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 75 % beimessen, fährt die Welt Autoscooter. Auf der begrenzten Fahrfläche bewegen sich alle Länder vorwärts.

2017 wird die **Weltwirtschaft** mit rund 3 % etwas stärker zulegen können als 2016 (2,7 %). Die belastenden Effekte von den Schwellenländern – maßgeblich Brasilien und Russland – laufen aus. Die USA nehmen wieder mehr Fahrt auf. Mit der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten ist jedoch eine gewisse Unsicherheit verbunden, die die Fahrfläche etwas holpriger erscheinen lässt. Die Wachstumsraten werden dennoch sowohl in den **USA** mit 2 ¼ % als auch im **Euroraum** mit etwa 1 ½ % über dem jeweiligen Potenzial liegen. In **China** setzt sich die trendmäßige Wachstumsverlangsamung fort.

Mit ausgeprägten zyklischen Schwankungen ist weltweit nicht zu rechnen. Hauptverantwortlich hierfür ist der veränderte Wachstumsmix in den wichtigsten Wirtschaftsregionen: Es ist vor allem der private Konsum, eine traditionell schwankungsarme Größe, der die gesamtwirtschaftliche Expansion trägt. Die Investitionen, die in früheren Zyklen für enorme Ausschläge nach oben wie nach unten

sorgten, entwickeln sich weiterhin eher unspektakulär.

### Deflatorische Zone wird verlassen

**Weltweit** befindet sich die Teuerung seit Jahrzehnten auf dem Rückzug. Dieser Disinflationstrend hatte sich Anfang 2016 aufgrund des Rohstoffpreisverfalls noch verstärkt. Inzwischen ist dieser Prozess aber zum

## Ausgewählte Prognosen für 2017

Deutschland			
<b>BIP-Wachstum, %</b>	1,5		
<b>Inflation, %</b>	1,4		
<b>1. – 4. Quartal:</b>			
<b>3-Monats-Euribor, %</b>	-0,30	-0,30	-0,30
	-0,30	-0,30	-0,30
<b>10-jährige Bundesanleihen, %</b>	0,25	0,35	0,35
	0,50		
<b>DAX</b>	11.300	11.600	11.800
			12.000

USA			
<b>BIP-Wachstum, %</b>	2,2		
<b>Inflation, %</b>	2,2		
<b>1. – 4. Quartal:</b>			
<b>Leitzinsen (Mittelwert), %</b>	0,63	0,63	0,63
	0,88		
<b>10-jährige Treasuries, %</b>	2,10	2,30	2,30
	2,40		
<b>S &amp; P 500</b>	2.200	2.230	2.270
			2.300

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Erliegen gekommen, die Verbraucherpreise befinden sich in einer Phase der Bodenbildung. Die in vielen Ländern noch vorhandene Unterauslastung im Industriesektor wird auch 2017 nachhaltigen Inflationsschüben entgegenstehen. Im Euroraum bremst ferner die relativ hohe Arbeitslosigkeit den Lohnauftrieb, während selbst in Ländern mit Vollbeschäftigung – wie den USA – bislang nur wenig Lohn-

druck auszumachen ist. Insgesamt wird sich die Preissteigerung sowohl in den USA als auch im Euroraum 2017 beschleunigen. Dies ist jedoch in erster Linie auf Basiseffekte bei der Energiekomponente zurückzuführen. In den **USA** wird sich die Gesamtteuerung im Jahresdurchschnitt auf leicht über 2 % und im **Euroraum** auf gut 1 % erhöhen.

### Geldpolitik weiterhin expansiv

Die Notenbanken setzen die Niedrigzinspolitik fort, wenn auch in unterschiedlichen Abstufungen. Die **US-Notenbank** hatte zur Krisenbekämpfung den klassischen Instrumentenkasten sehr schnell um unkonventionelle Maßnahmen erweitert und damit unbekanntes Terrain betreten. Nun fällt es ihr ungleich schwerer, die expansiven Maßnahmen zurückzuführen. Seit dem Ende des Anleihekaufprogramms vor mehr als zwei Jahren konnte sie sich bislang lediglich zu einem Zinsschritt durchringen. Dieser behutsame Zinserhöhungskurs wird fortgesetzt. Bis Ende 2017 rechnen wir mit zwei Zinserhöhungen.

Die **EZB** hat im Laufe ihres Krisenmanagements ihren geldpolitischen Aktionsradius deutlich erweitert. Aktuell tätig ist sie in jedem Monat

Eurozone			
BIP-Wachstum, %	1,4		
Inflation, %	1,2		
<b>1. – 4. Quartal:</b>			
Leitzinsen, %	0,00	0,00	0,00
	0,00	0,00	0,00
USD / Euro	1,15	1,15	1,15
	1,15	1,15	1,10
EURO STOXX 50	3.200	3.300	3.350
	3.200	3.300	3.400

Anleihekäufe im Umfang von 80 Mrd. Euro. Dieses Programm dürfte sie bis Ende 2017 fortführen und bei Bedarf den Rahmen für ankaufbare Assets sogar erweitern. Schließlich bleibt die Inflation trotz des zu erwartenden Anstiegs unter der EZB-Zielmarke von 2%.

### Politische Ereignisse sorgen für Bewegung

Kann vor dem Hintergrund einer eher unspektakulären, dafür aber stabilen Konjunktur davon ausgegangen werden, dass die Kapitalmarktentwicklung 2017 in ebenso ruhigen Bahnen verlaufen wird? Vermutlich nicht! Politische Ereignisse werden für Schwankungen an den Kapitalmärkten sorgen. Dies war bereits im Umfeld des britischen EU-Referendums sowie der US-Präsidentenwahl zu beobachten. Ähnliche Anlässe gibt es zuhauf: Noch vor dem Jahreswechsel stimmt Italien über eine Verfassungsreform ab. Im Frühjahr laufen voraussichtlich die Brexit-Verhandlungen an, in den Niederlanden finden Parlamentswahlen, in Frankreich Präsidentschaftswahlen und im Herbst in Deutschland Bundestagswahlen statt. Alle diese Ereignisse

können zwischenzeitlich zwar zu Irritationen an den Finanzmärkten führen. In unserem Hauptszenario setzen sich europafeindliche Strömungen jedoch nicht durch, so dass sich die Verunsicherung relativ schnell wieder legt.



In unserem Hauptszenario „Autoscooter“ werden politische Ereignisse nicht in einer Massenkarambolage an den Finanzmärkten enden. Unfälle und Zusammenstöße im Vorfeld der jeweiligen Entscheidungen können aber zu kleineren Schrammen führen.

## Zwischen Renditechancen und Sicherheitsbedürfnis

Wie sollte sich der Anleger in diesem Umfeld positionieren? Traditionell sichere Assetklassen wie Staatsanleihen bieten keine nennenswerte Rendite. Teile der Zinsstrukturkurven in den Industrieländern befinden sich als Folge der extremen Geldpolitik im negativen Bereich. Angesichts hoher Bewertungen und steigender Inflationsraten wird es zwischenzeitlich zu Unsicherheit am **Rentenmarkt** kommen. Dank der stabilen Konjunktur und des EZB-Anleihekaufprogramms sind Euro-Unternehmensanleihen zwar noch relativ gut abgesichert. Die Luft wird aber auch hier allmählich dünner.

Hingegen wird die Nachfrage nach **Immobilien** im bestehenden Niedrigzinsumfeld hoch bleiben, zumal konservativen Investorengruppen bei einem größeren Engagement in risikobehaftete Anlageklassen die Hände durch die Regulierung gebunden sind.

Unter den Anlageklassikern sind **Aktien** derzeit am attraktivsten bewertet. Die Risikoprämie, also

der erwartete Ertrag über dem risikolosen Zins, ist dort, anders als bei vielen Anlagealternativen, noch überdurchschnittlich hoch.



In unserem Hauptszenario nimmt die Risikobereitschaft zu, auch weil das Vertrauen in die Stabilität der Weltwirtschaft wächst.

Ein Abschmelzen auf den historischen Durchschnitt bietet attraktives Potenzial. Zusammen mit Immobilien sollten sie in einem ausgewogenen Portfolio überdurchschnittlich dotiert werden.



# Rentenmärkte: Zwischen Hoffen und Bangen

Die Rendite 10-jähriger Bunds schwankte seit Jahresmitte 2016 um die Null-Prozent-Marke. Trotz relativ robuster Konjunktur und höherer Teuerung ist 2017 nicht mit einer Zinswende der EZB zu rechnen. Vielmehr ist eine Fortsetzung des Anleihekaufprogramms wahrscheinlich.

## **Zinstitel: Keine Familienpreise**

Der **Anlagedruck** für Kapitalsammelstellen ist aufgrund der extremen Geldpolitik immens. Der Anteil deutscher Anleihen, der eine negative Rendite aufweist, lag Anfang November bei 62 %, der von Bundesanleihen bei 76 %. Auch im Euroraum ist das Volumen aller umlaufenden „negativen“ Anleihen mit 44 % bemerkenswert hoch. Solange die Teuerungsrate nahe null notierte, hielten sich die Verluste der Anleger real betrachtet in Grenzen. Klettert der Jahresdurchschnitt aber 2017 nach oben, unsere Schätzungen für den Euroraum liegen bei 1,2 %, so wird die Bewertungssituation erst recht schwierig.

## **Bunds: Negativbereich, ade!**

Was Investoren sich wünschen, sind vor allem höhere Kupons. Andererseits fürchten sie, dass es in unruhigem Fahrwasser zu einem Crash kommt.

Schuldner wollen naturgemäß die günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten behalten. Eine Kompromisslösung könnte eine stärker gespreizte Zinsstrukturkurve bieten: Im kürzeren Laufzeitenbereich ändert sich angesichts gleichbleibender Euro-Leitzinsen zunächst wenig.

Jeder, dessen Schulden zur Pro- longation anstehen, kommt weiterhin in den Genuss einer sehr günstigen, kurzfristigen Finanzierung. Will man Planungssicherheit, kostet dies aber mehr als bisher. Auf der Anlage- seite sorgen im Gegenzug die etwas höheren Renditen längerer Laufzeiten für eine leichte Entspannung. Die Chancen stehen gut, dass sich die **Rendite 10-jähriger Bunds** 2017 nachhaltig aus dem Negativbereich verabschiedet (Spanne 0 % bis 1 %). 10-jährige US-Treasuries schwanken vermutlich zwischen 1 % und 3 %.

## Pfandbriefe: Hohe Nachfrage

Das Niedrigzinsumfeld lässt vielen Emittenten weiterhin keine Wahl: Emissionen mit positiven Renditen sind wohl bis auf weiteres nur bei längeren Laufzeiten möglich. Dass Titel im kurz- bis mittelfristigen Lauf- zeitsegment zu negativen Renditen angeboten werden, ist allenfalls in Einzelfällen zu erwarten.

Die Nachfrage bleibt indes hoch. Schließlich werden die Papiere auf- grund ihrer Qualität bei der Eigen- kapitalunterlegung von Banken und Versicherern bevorzugt. Sie dürfen von Banken sogar in das vorzuhalten- de Liquiditätsportfolio gepackt wer- den. Hinzu kommt, dass sich Covered Bonds, allen voran der Pfandbrief, als krisenfest erwiesen haben und daher in keinem sicherheitsorien- tierten Portfolio fehlen dürfen.

Zwar könnten niedrige Renditen, insbesondere wenn sie ins Negative drehen, die Warteschlangen etwas verkürzen. Das **Gedränge am Covered Bond Primärmarkt-** Scooter wäre aber weiterhin groß: Immerhin wird der Dauerfahrer EZB für sich demnächst etwa 40 % der Plätze beanspruchen, also der an- kaufsfähigen Euro-Benchmark-Titel.

# Aktien: Rendite lockt



Es gibt zwar keine Rendite ohne Risiko, aber jede Menge Risiken ohne Rendite. Unter den Anlageklassikern sind Aktien der einzige Vertreter, der noch eine überdurchschnittliche Risikoprämie bietet.

## **Pulver bei US-Titeln schon verschossen?**

US-Aktien konnten trotz rückläufiger Unternehmensgewinne 2016 historische Höchststände erklimmen. Unterstützung erhielten sie zum einen durch die US-Notenbank. Zum anderen betrieben die Unternehmen eine aktionärsfreundliche Politik in Form massiver Aktienrückkäufe und ansehnlicher Dividendenzahlungen. Mit etwas höheren Renditen bei US-Treasuries schrumpft allerdings dieser Vorteil. Zudem sind US-Blue Chips schon recht hoch bewertet.

## **Mehr Gewinner im Euro-Aktien-Lostopf**

Anders als US-Aktien hatten DAX und EURO STOXX 50 gegenüber ihren Höchstständen im April 2015

bis Februar 2016 zeitweilig rund 30 % an Wert verloren. Gemessen an früheren Bärenmärkten war die Korrektur aber eher mild. Sie mündete auch nicht wie üblich in eine Unterbewertung von Aktien. Sowohl DAX als auch EURO STOXX 50 fielen lediglich auf ihren fairen Wert zurück. Daher dürfte auch die laufende Erholung im Vergleich zum historischen Muster unterdurchschnittlich ausfallen.

Wir gehen davon aus, dass sich der DAX weiterhin im KGV-Band zwischen 10,5 und 13 bewegt. Raum für eine moderate Bewertungsexpansion entsteht durch eine Verbesserung der konjunkturellen Frühindikatoren und der Gewinnperspektiven. Daneben sprechen aber auch **Angebots-Nachfrage-Bedingungen für Aktien**. Nicht zuletzt aufgrund der weiterhin sehr lockeren Geldpolitik der EZB übersteigt der Bedarf an Rendite tragenden Anlageformen ohnehin schon das Angebot. Für den DAX lässt sich somit für 2017 ein Korridor zwischen 9.500 und 12.500 Punkten ableiten.



# Gold bleibt eine Attraktion

Gold hat 2016 gegenüber fast allen großen Währungen kräftig zugelegt. Offenbar gewinnt die Idee, wonach **Gold das eigentliche Geld** sei, zunehmend Anhänger. Negativzinsen bei gleichzeitig immer höheren Schulden verstärken den Eindruck der Tendenz zu einem Geldsystem, das die Freiheit des Einzelnen erheblich einschränken könnte. Der Bedarf an Gold dürfte somit auch als potenzielles Tausch- und Zahlungsmittel wachsen.

## 2017 weiter im Aufwind

Gold wird wahrscheinlich auch 2017 als Absicherungsinstrument begehrt sein, besonders da die Preisbildung an den Vermögensmärkten durch die unkonventionelle Geldpolitik verzerrt bleibt und das Risiko von Treppenkorekturen steigt. So wird die physische Nachfrage der großen Goldfonds nach einem ersten Schub 2016 noch zunehmen. Da die Zentralbanken mit Blick auf die Solvenz vieler Schuldner kaum einen deutlichen Zinsanstieg zulassen, sollten bei

anziehender Inflation die niedrigen Realzinsen den Goldpreis weiter tragen. Unabhängig vom Ausgang einzelner Wahlen wird schließlich auch die politische Unsicherheit international hoch sein.

Das Chance-Risiko-Verhältnis des gelben Metalls bleibt attraktiv. Die spekulative Überhitzung an den Future-Märkten hat sich im Jahresverlauf 2016 sichtbar abgebaut. Mit weiteren Zwischenkorrekturen und einer gewissen kurzfristigen Schwankunganfälligkeit ist dennoch zu rechnen. Während der Goldpreis spätestens bei 1.200 US-Dollar je Feinunze recht gut abgesichert erscheint, besteht 2017 Potenzial bis etwa 1.450 US-Dollar je Feinunze. Letzten Endes ist aber zu beachten: Gold eignet sich eher zur **Vermögensabsicherung** als zur Verfolgung taktischer Ziele.

# Immobilien: Der Rummel geht weiter

Die Nachfrage nach „Betongold“ bleibt bei anhaltendem Niedrigzins 2017 hoch. Da es für die Investoren immer schwieriger wird, attraktive Objekte zu erwerben, hält der Trend steigender Immobilienwerte an.

Für 2017 rechnen wir im Durchschnitt der investierbaren **offenen Immobilienfonds** mit einer geringfügig höheren Jahresperformance von knapp 3%. Die Mittelzuflüsse waren in den ersten acht Monaten 2016 sehr hoch, sind aber seit Juni deutlich rückläufig. Hier scheinen sich Maßnahmen der Fondshäuser zur Begrenzung der Mittelzuflüsse allmählich niederzuschlagen.

Ein Ende des Preisanstiegs bei **deutschen Wohnimmobilien** ist für 2017 nicht absehbar. Die Nachfrage bleibt vor allem in den Ballungszentren hoch. Dafür sprechen die anhaltende Zuwanderung – wenn auch nicht mehr auf dem sehr hohen

Niveau von 2015 – sowie die ausgeprägte Binnenwanderung. Zudem reagiert die Bautätigkeit zu zögerlich. So dürfte die Zahl der Wohnungsfertigstellungen 2017 zwar die Marke von 300.000 Einheiten knacken, angesichts eines Bedarfs von schätzungsweise 350.000 bis 400.000 Einheiten jährlich ist dies immer noch zu wenig. Damit sollten die Hauspreise ähnlich wie in den Vorjahren zulegen.

Der durch fundamentale Faktoren und das Niedrigzinsniveau getriebene **deutsche Wohnungsmarkt bleibt im Boom**; als konstituierendes Element für eine Immobilienblase fehlt eine stark expansive Kreditvergabe. Nennenswerte Überbewertungen in Teilmärkten bestehen aber bereits.



# US-Dollar und Schweizer Franken



Das US-Wachstum dürfte 2017 gegenüber der Eurozone wieder die Oberhand gewinnen. Dies wird sich auch in der Geldpolitik widerspiegeln: Während die EZB ihr Anleihekaufprogramm fortsetzt, hebt die Federal Reserve ihren Leitzins vorsichtig an. Diese divergierenden Maßnahmen sollten den US-Renditevorsprung etwas wachsen lassen und den Greenback stützen.

Allerdings ist die US-Währung deutlich überbewertet. Der **Euro-Dollar-Kurs** notiert in Relation zur Kaufkraftparität nahe der Tiefststände 2000/2001. Änderungen in der US-Politik bergen Risiken für den Greenback. Unter Präsident Trump wird sich das US-Staatsdefizit vermutlich deutlich ausweiten, was grundsätzlich einen negativen Effekt auf den US-Dollar haben sollte. Zudem spricht die mutmaßlich protektionistischere Haltung der neuen US-Regierung eher gegen

die eigene Währung. Die fehlenden Zinserhöhungsperspektiven begrenzen jedoch das Potenzial für den Euro. Phasenweise können politische Unsicherheiten in Europa angesichts von Wahlen sowie der avisierten Verhandlungen über den britischen EU-Austritt den Euro belasten. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte 2017 aber mehr im oberen Bereich des weiter bestehenden Bands von 1,05 bis 1,15 notieren.

Die schweizerische Wirtschaft dürfte 2017 um 1,3% wachsen. Die Inflation wird leicht in positives Terrain klettern, ohne dass dies die Notenbank beunruhigt. Aus der Eurozone kommen vermutlich keine Impulse, die den Euro gegenüber dem Franken massiv belasten. Der Notenbank sollte es deshalb gelingen, die eigene Währung zu kontrollieren. Der **Euro-Franken-Kurs** dürfte somit auch 2017 in der Bandbreite von 1,08 bis 1,10 notieren.

# Eurozone und Deutschland

Die Eurozone wird 2017 mit 1,4 % solide wachsen. Problematisch ist weiterhin die große Spreizung zwischen den Ländern. Die Ursachen der Wachstumsschwäche in einzelnen Ländern sind strukturell, so dass kein Weg an der bitteren Medizin von weiteren Reformen vorbeiführt.

## Konsum treibt Wachstum

Deutschland wird 2017 mit 1,5 % in der Nähe des Potenzials wachsen. Der Konsum wird ein wesentlicher Treiber bleiben. Tarifsteigerungen, Rentenanpassungen und ein weiterer Beschäftigungsanstieg sorgen für

einen lebhaften Konsum. Der höhere Verbraucherpreisanstieg im Ausmaß von rund 1 ½ % belastet. Zu einem weiteren Wachstumstreiber sind die Konsumausgaben des Staates geworden. Diese Komponente erreicht fast ein Fünftel des Bruttoinlandsprodukts.

Die Dynamik der deutschen Exporte in die Eurozone dürfte moderat bleiben. So beeinträchtigt der Brexit die Außenhandelsbeziehungen zu Großbritannien. Eine geänderte Außenhandelspolitik der USA könnte in die gleiche Richtung wirken. Die schrittweise Erholung in wichtigen Schwellenländern bietet allerdings auch Chancen.

Die Wohnungsbauinvestitionen expandieren bereits seit mehreren Jahren überdurchschnittlich. Der Nichtwohnungsbau hingegen stagniert. Die jüngste positive Auftragsentwicklung im Wirtschafts- und öffentlichen Bau lässt allerdings hier 2017 eine allmähliche Besserung erwarten. Die Ausrüstungsinvestitionen steigen moderat. Politische Unsicherheiten und eine bislang nur durchschnittliche Kapazitätsauslastung bei gleichzeitigem Druck auf die Verkaufspreise bremsen die Kapitalbildung.



# USA: Konjunkturdelle abgehakt

Den Makroausblick 2017 beeinflusst US-Präsident Donald Trump vor allem unter zwei Aspekten: der Handels- und der Haushaltspolitik. Andere Politikfelder wie Deregulierung, Sozial- oder Energiepolitik sind zwar ebenfalls wirtschaftlich relevant, wirken aber erst zeitverzögert.

Auch ohne einen echten Handelskrieg mit China oder Mexiko werden sich Zölle oder andere Handelsrestriktionen in steigenden Preisen niederschlagen. Der US-Außenhandel wird darunter leiden. Diese konjunkturell dämpfenden Faktoren werden durch eine expansivere **Fiskalpolitik** teilweise kompensiert. Die Chancen für eine spürbare Steuersenkung 2017/2018 stehen mit einem von den Republikanern kontrollierten Kongress besser als jene für ein großes Ausgabenprogramm. Die von Trump angekündigte Senkung der privaten Einkommensteuer und die Abschaffung der Erbschaftssteuer werden vor allem



den Einkommensstärksten zugutekommen und die Nachfrage daher nur in überschaubarem Maße anschieben. Eine Unternehmenssteuerreform ist zwar wahrscheinlich, umfangreiche Impulse für die Investitionen erwarten wir aber nicht. Die Haushaltsdefizite des Bundes werden in den kommenden Jahren zunehmen. Das Wirtschaftswachstum wird sich 2017 auf rund  $2\frac{1}{4}\%$  belaufen und robuster sein als 2016 (1,6%).

2017 dürfte die **Teuerung** mit 2,2% spürbar höher ausfallen als noch 2016 mit 1,2%. Mit zwei Zinserhöhungen bis Ende 2017 wird die Fed ihre expansive Geldpolitik nur sehr graduell zurücknehmen.

# Großbritannien: Brexit-Unsicherheit schlägt sich nieder



Unter der politischen Unsicherheit nach dem Brexit-Votum leiden vor allem die Investitionen. Vielen Unternehmen fehlt angesichts der unklaren Situation hinsichtlich des Zugangs zum Binnenmarkt die Planungssicherheit. Graduell wird dadurch auch der Arbeitsmarkt belastet. Die Realinkommen stehen zudem unter Druck, da die Pfund-Abwertung die Importe verteuert und damit die Inflation erhöht. Das Wachstumstempo des privaten Konsums verlangsamt sich. Der Außenhandel wird vermutlich einen positiven Wachstumsbeitrag liefern, wengleich dies mehr mit gedämpften Importen als mit erhöhten Exporten zu erklären ist. Auch wenn die britische Wirtschaft nicht in eine

eindeutige Rezession fällt, so geht das Wachstum doch markant zurück. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts dürfte sich 2017 auf rund 1 % halbieren.

Neben der Pfund-Abwertung werden von den Energiepreisen inflationäre Impulse ausgehen. Die Teuerung wird 2017 auf rund 2,5% klettern. Die Bank of England könnte dennoch aufgrund der schwächeren Konjunktur ihren Leitzins noch einmal leicht senken. Dies sollte zusammen mit Anleihekäufen britische Renten stützen. Das Pfund Sterling dürfte nach dem tiefen Fall nur noch temporär unter Druck geraten.

Ein Abkommen über den **Austritt aus der EU** dürfte sich frühestens im späteren Verlauf von 2018 abzeichnen. Allerdings besteht ein signifikantes Risiko, dass sich mangels Einigung bzw. erforderlicher Mehrheiten in der EU die Parteien im „Konflikt“ trennen. Wenig wahrscheinlich ist, dass die Briten in erster Linie Vorteile für sich aushandeln können, also sich die „Rosinen herauspicken“.

# China: Drache mit Maulsperre

Mit geschätzten 6,5 % Wachstum 2016 liegt China unter den großen Volkswirtschaften erneut unter den Spitzenreitern. Die Panikattacke an den Märkten vor rund einem Jahr stellte sich als unberechtigt heraus.

Aktuell öffnet sich laut der offiziellen Statistik eine deutliche Schere zwischen den privaten Investitionen und denen der staatlich kontrollierten Unternehmen – leider in die falsche Richtung. Während die Zuwächse bei den privaten Anlageinvestitionen immer geringer werden, sind es die Staatsunternehmen, die wieder ein großes Rad drehen. Wie so oft in China sind allerdings auch hier die Daten mit Vorsicht zu genießen.

Ein Bereich, in dem die Investitionstätigkeit derzeit boomt, ist der Wohnungsbau. Angesichts der kräftig steigenden Immobilienpreise vor allem in den größten Städten und des Fehlens diversifizierter Anlagealternativen für die eigene Altersvorsorge bleibt der Kauf von „**Betongold**“ für viele Haushalte eine fast zwingende Entscheidung. Allerdings sprechen relativ niedrige Beleihungs-

obergrenzen für Hypotheken und die wichtige Rolle (quasi) staatlicher Banken bei der Finanzierung dafür, dass eine Korrektur weniger kritisch wäre als im Falle der USA 2007/2008.

Die Regierung wird vor dem Parteikongress im Herbst 2017 nichts anbrennen lassen und durch eine expansive **Fiskalpolitik** und zusätzliche Kreditvergabe das Wachstum stützen. Hingegen dürfte der Wechselkurs eine untergeordnete Rolle spielen. Der Yuan wird wohl auch 2017 nur leicht abwerten. Insgesamt sollte dies ausreichen, dass China 2017 ein Jahreswachstum von 5,8 % erreicht, wobei auf mittlere Sicht ein Potenzialpfad von etwa 5 % wahrscheinlich ist.



# 2

# PROGNOSETABELLEN IM HAUPTSZENARIO



# Kapitalmarktprognosen im Detail

	Veränderung seit	aktueller	Prognose Ende ...			
	Jahresultimo	Stand*	Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017
	in Basispunkten	Zinssatz in %				
EZB Einlagenzins	-10	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
EZB Refinanzierungssatz	-5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tagesgeldsatz Eonia	-23	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
3M Euribor	-18	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
6M Euribor	-17	-0,21	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
12M Euribor	-13	-0,07	-0,05	-0,05	-0,05	0,00
2j. Bundesanleihen	-27	-0,62	-0,65	-0,60	-0,60	-0,45
5j. Bundesanleihen	-32	-0,37	-0,35	-0,25	-0,25	-0,15
10j. Bundesanleihen	-36	0,27	0,25	0,35	0,35	0,50
2j. Swapsatz	-11	-0,14	-0,15	-0,10	-0,10	0,05
5j. Swapsatz	-21	0,12	0,10	0,20	0,20	0,30
10j. Swapsatz	-33	0,67	0,70	0,80	0,80	0,90
30j. Swapsatz	-42	1,19	1,20	1,30	1,30	1,40
Federal Funds Rate**	0	0,38	0,63	0,63	0,63	0,88
3M USD Libor	27	0,89	0,90	0,90	0,90	1,15
10j. US-Treasuries	-12	2,15	2,10	2,30	2,30	2,40
	in Landeswahrung, %	Indexstand				
DAX	-1,1	10.630	11.300	11.600	11.800	12.000
EURO STOXX 50	-6,8	3.047	3.200	3.300	3.350	3.400
Dow Jones	7,9	18.808	19.200	19.500	19.800	20.000
S&P 500	6,0	2.167	2.200	2.230	2.270	2.300
Nikkei 225	-8,9	17.344	18.000	18.500	19.000	19.500
	in %	Preis in \$				
Brentol \$/bbl	23,0	46	50	52	50	53
Gold \$/oz	18,6	1.259	1.400	1.450	1.500	1.450

\* 10.11.2016

\*\* Mittelwert

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

# Währungsprognosen im Detail

gg. Euro	Veränderung seit	aktueller Stand*	Prognose Ende...			
	31.12.2015		Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017
	in %	Kurs				
US-Dollar	-0,3	1,09	1,15	1,15	1,15	1,10
Japanischer Yen	12,3	116	115	115	121	115
Britisches Pfund	-15,1	0,87	0,90	0,90	0,90	0,85
Schweizer Franken	1,2	1,07	1,08	1,08	1,10	1,10
Kanadischer Dollar	2,5	1,47	1,55	1,53	1,52	1,49
Australischer Dollar	4,2	1,43	1,53	1,49	1,47	1,45
Schwedische Krone	-6,9	9,85	9,30	9,20	9,10	9,00
Norwegische Krone	5,5	9,11	8,90	8,90	8,80	8,70
Chinesischer Yuan	-4,4	7,42	7,94	7,94	7,99	7,70
gg. US-Dollar	gg. USD, in %	Kurs				
Japanischer Yen	12,5	107	100	100	105	105
Schweizer Franken	1,6	0,99	0,94	0,94	0,96	1,00
Kanadischer Dollar	2,7	1,35	1,35	1,33	1,32	1,35
Schwedische Krone	-6,6	9,04	8,09	8,00	7,91	8,18
Norwegische Krone	5,7	8,37	7,74	7,74	7,65	7,91
Chinesischer Yuan	-4,6	6,81	6,90	6,90	6,95	7,00
US-Dollar gg.	gg. USD, in %	Kurs				
Britisches Pfund	-14,8	1,26	1,28	1,28	1,28	1,29
Australischer Dollar	4,5	0,76	0,75	0,77	0,78	0,76

\* 10.11.2016

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

# Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Verbraucherpreise Veränderung gg. Vorjahr, %				Budgetsaldo % des BIP			
	2015	2016s	2017p	2018p	2015	2016s	2017p	2018p	2015	2016s	2017p	2018p
<b>Euroland</b>	1,9	1,6	1,4	1,4	0,0	0,2	1,2	1,4	-2,1	-1,8	-1,7	-1,5
Deutschland	1,5	1,8	1,5	1,4	0,3	0,4	1,4	1,5	0,7	0,5	0,3	0,3
Frankreich	1,2	1,2	1,2	1,3	0,1	0,3	1,2	1,4	-3,5	-3,3	-3,0	-2,7
Italien	0,6	0,8	1,1	1,2	0,1	0,0	1,1	1,2	-2,6	-2,4	-2,4	-2,1
Spanien	3,2	3,2	2,5	2,1	-0,6	-0,4	1,1	1,3	-5,1	-4,6	-3,8	-3,3
Niederlande	2,0	1,7	1,5	1,7	0,2	0,2	0,9	1,2	-1,9	-1,2	-1,0	-0,8
Österreich	1,0	1,5	1,3	1,4	0,9	1,1	1,5	1,7	-1,0	-1,3	-1,4	-1,3
Griechenland	-0,2	-0,7	1,3	1,7	-1,1	0,0	1,0	1,5	-7,5	-3,0	-2,0	-1,0
Portugal	1,6	0,9	1,1	1,4	0,5	0,7	1,1	1,4	-4,4	-4,2	-2,6	-2,1
Irland	26,3	4,5	3,0	3,2	0,0	0,0	1,0	1,5	-1,9	-1,2	-1,0	-0,5
<b>Großbritannien</b>	2,2	2,0	0,8	1,0	0,1	0,7	2,5	2,2	-4,3	-3,5	-3,5	-3,5
Schweiz	0,8	1,3	1,3	1,3	-1,1	-0,3	0,0	0,5	0,1	0,2	0,0	0,0
Schweden	4,1	3,1	2,4	2,4	0,0	0,9	1,4	1,4	0,0	-0,3	-0,2	0,2
Norwegen	1,6	1,0	1,5	1,7	2,1	3,5	2,1	2,2	6,4	3,0	3,4	3,6
Polen	3,6	3,0	2,7	3,2	-0,9	-0,6	1,7	1,8	-2,6	-3,1	-2,8	-3,0
Ungarn	3,1	2,0	2,5	2,5	-0,1	0,2	1,6	2,4	-2,0	-2,3	-2,5	-2,6
Tschechien	4,5	2,5	2,4	2,3	0,3	0,6	1,6	2,0	-0,4	0,0	-0,6	-0,7
Russland	-3,7	-1,0	0,8	1,3	15,5	7,1	5,5	4,7	-2,4	-3,7	-2,5	-1,4
<b>USA</b>	2,6	1,6	2,2	1,8	0,1	1,2	2,2	2,5	-3,3	-3,5	-4,2	-4,7
Japan	0,6	0,5	0,4	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,3	-5,4	-5,0	-7,0	-7,4
<b>Asien ohne Japan</b>	5,4	5,1	4,8	4,5	2,5	2,8	2,8	2,8	-2,8	-3,2	-3,6	-3,7
China	6,9	6,5	5,8	5,5	1,5	2,1	1,8	2,0	0,6	-3,0	-5,0	-5,0
Indien	7,5	7,0	6,9	6,9	4,9	5,5	5,1	5,0	-3,9	-3,8	-3,7	-3,6
<b>Lateinamerika</b>	0,1	-0,5	1,6	2,5	12,6	17,0	14,0	12,5	-3,8	-5,0	-4,7	-2,7
Brasilien	-3,8	-3,0	0,8	1,5	9,0	8,5	5,5	5,0	-8,4	-6,5	-6,9	-5,5
<b>Welt</b>	3,0	2,7	3,0	2,9	3,0	3,4	3,5	3,4	-	-	-	-

BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt; s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/ Research

**3**

# GEISTERBAHN (15%)



## Alternativszenario

# Geisterbahn (15 %)

Im negativen Alternativszenario „Geisterbahn“ steht die Weltwirtschaft an der Schwelle zur Rezession. Zahlreiche Schreckgespenster tauchen an allen Ecken und Enden auf. Auslöser für einen deutlichen Abschwung ist eine zunehmende Einschränkung des Freihandels. China bekommt den Umbau seiner Volkswirtschaft nicht in den Griff und legt eine harte Landung hin.

Deutschland ist besonders stark vom Einbruch des Welthandels betroffen. Die Wirtschaftsleistung schrumpft 2017 um rund 1 % und die Arbeitslosigkeit steigt deutlich an. Bei den anstehenden Wahlen gewinnen europafeindliche Parteien die Mehrheit. Weitere Länder lassen über einen EU-Austritt abstimmen.

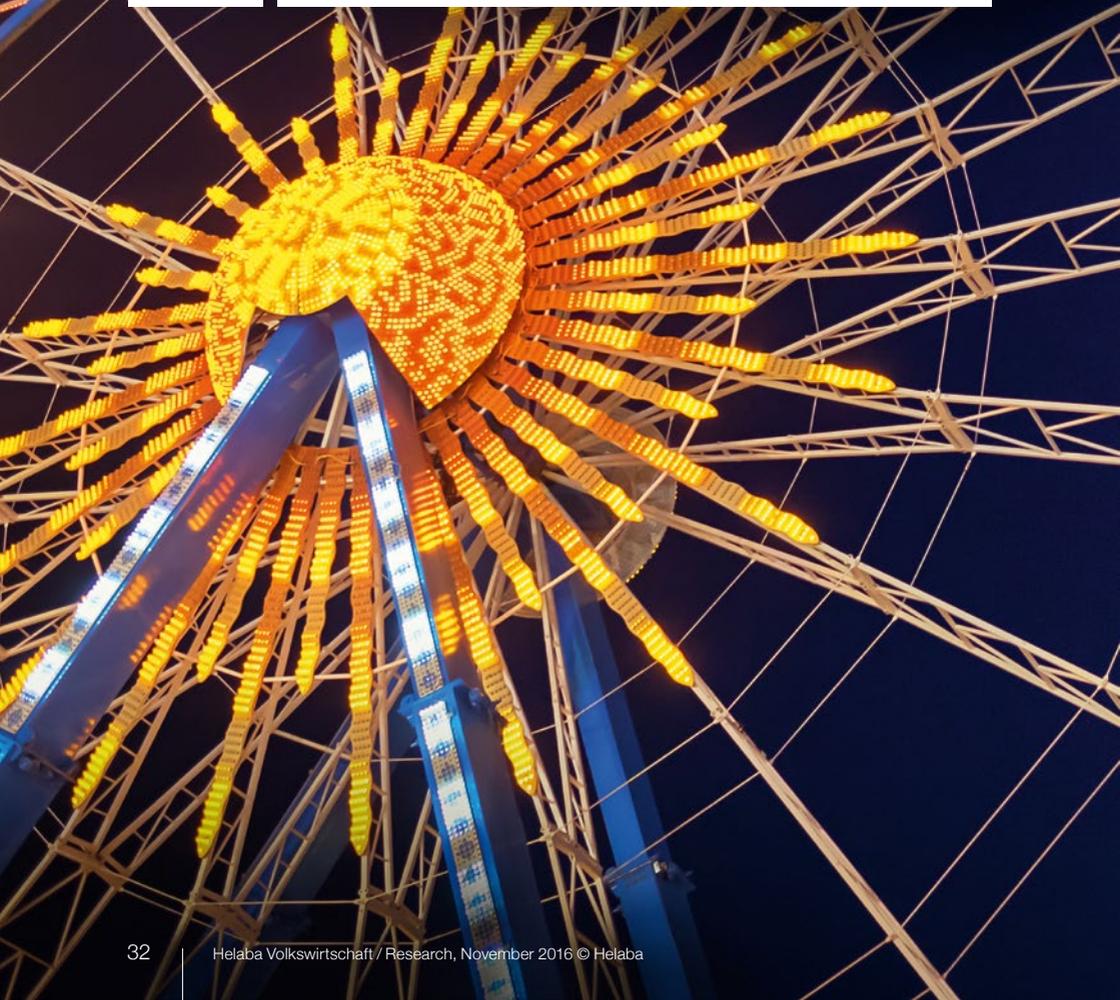
Anleger suchen Sicherheit, sie fliehen aus Risikoassets in die „sicheren Häfen“ Treasuries und Bundesanleihen. Im Zuge dessen geben die

10-jährigen **US-Treasuries** bis unter 1 % nach, die Rendite 10-jähriger **Bundesanleihen** taucht deutlich in den negativen Bereich in Richtung -1 % ab.

Gold und US-Dollar werden in Zeiten hoher Unsicherheit ihrem Ruf als Krisenwährungen gerecht. **Gold** nähert sich wieder den alten Höchstständen von über 1.900 US-Dollar pro Unze. Der **Euro-Dollar**-Kurs gerät unter Druck und fällt unter 0,90. Bei **Immobilien** kommt es trotz der sehr niedrigen Zinsen zu Preiskorrekturen. Die Risikoaversion steigt massiv und sorgt bei Aktien für deutliche Bewertungsabschläge. Der **DAX** stürzt in Richtung der 6.000-Punkte-Marke ab.

**4**

# RIESENRAD (10%)



## Alternativszenario

# Riesenrad (10%)

In unserem positiven Alternativszenario „Riesenrad“ nimmt das globale Wachstum kontinuierlich Fahrt auf. Angeführt von einem kräftigen Investitionsimpuls läuft die Wirtschaft rund. Der wieder deutlich steigende Welthandel verstärkt dies noch. Politische Unsicherheiten werden in den Hintergrund gedrängt.

2017 überraschen China und Brasilien mit einer starken zyklischen Erholung. Spitzenreiter bei den Industrienationen bleiben die USA, deren BIP-Wachstumsrate an 4% heranreicht. Der Euroraum kann sein Wachstum auf mindestens 2,5% steigern, wobei Deutschland mit rund 3% wieder als Konjunkturlokomotive fungiert. Die Inflation wird etwas über dem EZB-Inflationsziel liegen.

Die **Fed** steigert ihr Zinserhöhungs-tempo leicht. Die **EZB** fährt sukzessive ihre Ankaufprogramme zurück. 2017 wird sie aber noch keine Zinswende einleiten. 10-jährige US-Treasuries steigen deutlich über 3% und 10-jährige **Bundesanleihen** nähern sich der 2%-Marke. Die Einengung des US-Renditevorteils treibt den **Euro-Dollar-Kurs** in Richtung 1,30.

Der Rückgang der Risikoaversion führt zu einer spürbaren Bewertungsexpansion. Der **DAX** knackt die 14.000er-Marke. **Immobilien** verlieren angesichts der steigenden Zinsen an relativer Attraktivität. Dieser Effekt wird allerdings durch die erheblich bessere Lage an den Vermietungsmärkten ausgeglichen, so dass negative Preisreaktionen ausbleiben.

# Impressum

## Herausgeber

Helaba  
Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale  
Volkswirtschaft / Research  
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirtin/Bereichsleitung Research

## Redaktion

Dr. Stefan Mitropoulos, Barbara Bahadori

## MAIN TOWER

Neue Mainzer Straße 52–58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Konzeption und Gestaltung

La Mina GmbH, Darmstadt

## Druck

Druckerei Braun & Sohn, Maintal

## Fotonachweis

**AdobeStock:** S. 17, © bilderstoeckchen;  
S. 29, © Johanna Mühlbauer; S. 35, © jasonbatterham  
**F1 Online:** Umschlag, S. 8, Gerhard Schoner;  
S. 30, Jochen Tack / imagebroker  
**Fotolia:** S. 6, © pasicevo; S. 20, © Roberto Tanglewood;  
S. 28, © Manfred Steinbach;  
**iStock:** Umschlag, S. 2, susisonnschein1979;  
S. 14, stocknshares  
**Getty Images:** S23 © Jessica Carrasquillo / EyeEm  
**Shutterstock:** S. 7, Joe Techapanupreeda;  
S. 7, Nalidsa; S. 18, Luna Vandoorne; S. 21, AForlenza;  
S. 22, Ewais; S. 24, Patricia Marroquin; S. 25, qingqing;  
S. 26–27, Patricia Marroquin; S. 32, FooTToo

## Autoren

Christian Apelt  
Barbara Bahadori  
Ulrike Bischoff  
Marion Dezenter  
Patrick Franke  
Ulrich Kirschner  
Dr. Susanne E. Knips  
Ulf Krauss  
Sabrina Miehs  
Dr. Stefan Mitropoulos  
Dr. Stefan Mütze  
Heinrich Peters  
Stefan Rausch  
Ulrich Rathfelder  
Markus Reinwand  
Dr. Gertrud R. Traud  
Ralf Umlauf  
Claudia Windt

An aerial night photograph of a bustling amusement park. The scene is dominated by a tall, slender drop tower with a glowing blue and white top section, standing prominently in the center. To its left, a large Ferris wheel with red and white cars is illuminated. The park is filled with various rides, including roller coasters and smaller games, all glowing with warm yellow and orange lights. The background shows a dark sky and some distant city lights.

**Diese Publikation stellt eine Zusammenfassung der wichtigsten Themen und Ergebnisse des Jahresausblicks 2017 dar. Das Gesamtdokument finden Sie unter**

**<http://volkswirtschaft.helaba.de>**

**Helaba**  
**Landesbank Hessen-Thüringen**

MAIN TOWER  
Neue Mainzer Straße 52–58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/91 32-01

Bonifaciusstraße 16  
99084 Erfurt  
Telefon 03 61/2 17-71 00

[www.helaba.de](http://www.helaba.de)