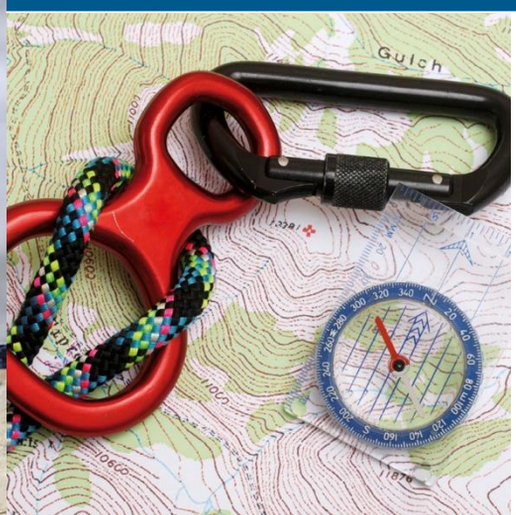
# KAPITALMÄRKTE 2014
# ZIEH AN DIE WANDERSCHUH‘

**Volkswirtschaft/Research**




Dezember 2013

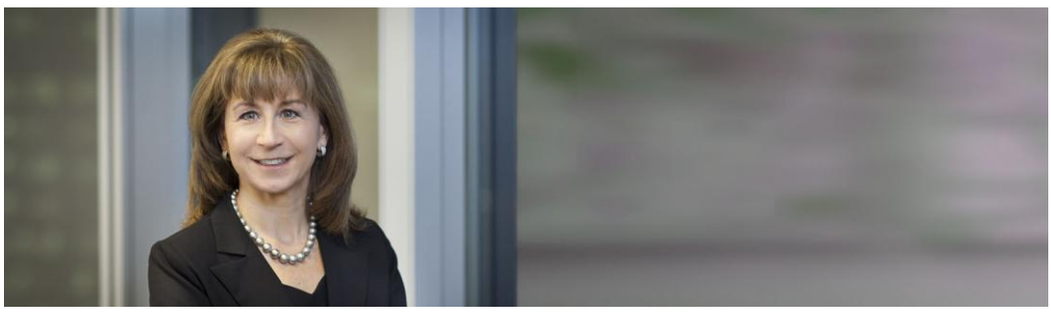
Helaba

Herausgeber:

Helaba
Landesbank Hessen-Thüringen
Volkswirtschaft/Research
Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirtin/Leitung Research
Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos
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.

# Editorial



## Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

bald überschreiten wir die Jahresgrenze 2014. Doch was erwartet uns im kommenden Jahr? Wird es eine rauschende Cocktailparty, eine Wanderung durchs Mittelgebirge oder zermürbt uns ein Dauerregen? Egal was kommt, jeder Anlass erfordert adäquates Schuhwerk. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 80 Prozent erwarten wir, dass sich die Weltwirtschaft 2014 auf einen gemeinsamen Weg begibt. Das kommende Jahr wird aber kein Sonntagsspaziergang. Deshalb muss man sich entsprechend vorbereiten. Also: Zieh an die Wanderschuh'!

In unserem Hauptszenario **„Wanderschuhe"** setzt sich der Ende 2012 begonnene Aufschwung der Weltwirtschaft fort, der konjunkturelle Gipfel wird nun in Angriff genommen. Der Vorteil dieser Fortbewegungsart ist, dass nicht alle das gleiche Tempo gehen müssen. Das können sie auch nicht, da die einzelnen Länder mit unterschiedlich schweren Rucksäcken bepackt sind und ihr Trainingszustand stark variiert. 2014 werden die maßgeblichen Impulse für das globale Wachstum von den Industrieländern ausgehen, mit den USA als Schrittmacher: Für die Schwellenländer zeichnet sich zwar eine leichte Belebung ab, jedoch ohne größere Wirkung auf das globale Wachstum. Im Euroraum ist die konjunkturelle Wende nach einer langen Durststrecke geschafft. Alle Euroländer bewegen sich wieder aufwärts, aber mit sehr unterschiedlichem Tempo. Deutschland geht in dieser Gruppe voran.

Üblich ist es bei Wanderungen, dass sich die Teilnehmer auf schwierigen Wegstrecken gegenseitig unterstützen. Diese Aufgabe übernehmen vornehmlich die Notenbanken. Da die USA mittlerweile wieder zu Kräften gekommen sind, kann die Fed ihre Anleihekäufe 2014 zurückfahren und schließlich ganz einstellen. Anders die EZB, die tendenziell expansiver wird, so dass sich die transatlantische geldpolitische Schere zugunsten des US-Dollar öffnet. Der Anleger wird bei dieser Wanderung nicht nur Schönwetterphasen durchlaufen. Die Rentenmärkte werden die extrem niedrigen Zinsen hinter sich lassen, was mit Kursverlusten verbunden ist. Bei Aktien ist das Potenzial aufgrund des insgesamt nur moderaten globalen Wachstums weitestgehend ausgereizt. Hier ist eine taktische Verteilung der Ressourcen und Kräfte gefragt. Die individuelle Anlagestrategie muss dabei genauso gut passen wie die Wanderschuhe.

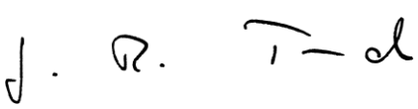
In unserem positiven Szenario „**Lackschuhe**" brilliert der globale Wachstumszyklus. Partystimmung macht sich breit und ein feines Schuhwerk empfiehlt sich. Kräftige Impulse gehen von den USA sowie den Schwellenländern aus, die an die Dynamik der Vorkrisenjahre anknüpfen können. In Europa entfaltet sich ein typischer Aufschwung. Ein kräftiger Investitionszyklus lädt Konsumenten, Produzenten und Anleger zum Tanz ein. Die Fed und die EZB drehen die Musik nicht ab, so dass die Inflation steigt. Aktien sind aufgrund der besseren Aussichten für die Unternehmensgewinne stark gefragt, während Renten an Attraktivität verlieren. Der Euro wertet auf und profitiert vom Risikoappetit der Kapitalmarktteilnehmer. Dem rauschenden Fest in glänzenden Schuhen messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 Prozent bei.

In unserem negativen Szenario „**Gummistiefel**“ fällt der laufende Aufschwung ins Wasser. Die lange Rezession im Euroraum hat an den Kräften gezerrt. Aufgrund mangelnder Fitness brechen die Länder den Aufstieg ab und die Investitionen kommen zum Erliegen. Zudem vernebelt die Bankenregulierung die Aussicht. Die Schwellenländer bekommen ihre Strukturprobleme nicht in den Griff. Massive Kapitalabflüsse sind die Folge. In den USA drohen politische Stürme. Die Weltwirtschaft fällt in eine Rezession. Dauerregen macht sich breit. In wasserdichten Gummistiefeln suchen die Anleger Sicherheit, wovon der US-Dollar und Anleihen mit höchster Bonität profitieren. Die Aktienmärkte geraten unter Druck. Das Schlechtwetterszenario hat eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 Prozent.

Ich wünsche Ihnen ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2014

und rufe Ihnen zu: Zieh an die Wanderschuh´!

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/Leitung Research

# Inhalt

**Zusammenfassung** ..... **7**

**1 Rückblick 2013 mit Kassensturz** ..... **8**

**2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen** ..... **9**

2.1 Hauptszenario: Wanderschuhe (80 %) ..... 10

2.1.1 Szenario und Prognosen ..... 10

2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen ..... 13

2.2 Alternativszenario: Lackschuhe (10 %) ..... 14

2.3 Alternativszenario: Gummistiefel (10 %) ..... 15

**3 Länderanalysen** ..... **16**

3.1 USA: Abflauender Gegenwind ..... 16

3.2 Deutschland: Wachstumslokomotive in Europa ..... 17

3.2.1 Hessen: Wachstum mit etwas größeren Schritten ..... 18

3.2.2 Thüringen: Weltwirtschaftliche Impulse sorgen für Richtungsänderung ..... 18

3.2.3 Nordrhein-Westfalen: Großes Land mit Wachstumshindernissen ..... 19

3.2.4 Brandenburg: Intensive Beziehung zu Berlin stärkt ..... 19

3.3 Europa: Große Unterschiede ..... 20

3.3.1 Frankreich: Reformverschleppung ..... 20

3.3.2 Italien: Die Hoffnung stirbt zuletzt ..... 21

3.3.3 Spanien: Wieder wettbewerbsfähiger ..... 22

3.3.4 Niederlande: Langsame Gangart ..... 23

3.3.5 Österreich: Aufbruchsstimmung tut Not ..... 24

3.3.6 Griechenland: Stabilitätsfortschritte ..... 25

3.3.7 Portugal: „Mühsam ernährt sich das Eichhörnchen“ ..... 26

3.3.8 Irland: Aufbruch ohne Regenschirm ..... 27

3.3.9 Großbritannien: Kein Zurück in die gute alte Zeit ..... 28

3.3.10 Schweiz: Alpiner Gipfelstürmer ..... 29

3.3.11 Schweden: „Innere Werte“ ..... 30

3.3.12 Norwegen: Land des Lächelns ..... 31

3.3.13 Polen: Politische Innovationskraft gebremst ..... 32

3.3.14 Ungarn: Lenkungseinfluss in der Wirtschaft ..... 33

3.3.15 Tschechien: Politische Unsicherheiten belasten ..... 34

3.3.16 Russland: Reformen im niedrigen Gang ..... 35

3.4 Asien: Verhalten ....36
3.4.1 Japan: Spagat zwischen Haushaltsdisziplin und Konjunkturdynamik ....36
3.4.2 China: Langer Marsch, die Fortsetzung? ....37
3.5 Brasilien: Schwindet das Vertrauen? ....38

**4 Prognosen im Überblick ....39**
4.1 Bruttoinlandsprodukt und Inflation ....39
4.2 Leistungsbilanz- und Budgetsalden ....40
4.3 Kapitalmarktprognosen ....41
4.4 Konjunkturprognose USA im Detail ....42
4.5 Konjunkturprognose Deutschland im Detail ....42

Redaktionsschluss: 25. November 2013

# Zusammenfassung

Autoren:
Dr. Gertrud R. Traud

Christian Apelt
Barbara Bahadori
Ulrike Bischoff
Marion Dezenter
Patrick Franke
Ulf Krauss
Dr. Stefan Mütze
Heinrich Peters
Ulrich Rathfelder
Markus Reinwand
Claudia Windt

In unserem **Hauptszenario „Wanderschuhe“** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 80 %) setzt sich der Ende 2012 begonnene Aufschwung der Weltwirtschaft fort, der konjunkturelle Gipfel wird nun in Angriff genommen. 2014 werden die maßgeblichen Impulse für das globale Wachstum von den Industrieländern ausgehen, mit den USA als Schrittmacher. Für die Schwellenländer zeichnet sich zwar eine leichte Belebung ab, jedoch ohne größere Wirkung auf das globale Wachstum. Im Euroraum ist die konjunkturelle Wende nach einer langen Durststrecke zwar geschafft, doch mehr als eine moderate Besserung ist nicht zu erwarten. Deutschland liegt mit einem Anstieg des Bruttoinlandsproduktes um 2 % vorne. Insgesamt beschleunigt sich das Wachstum der Weltwirtschaft 2014 von 2,5 % auf 3,3 %, es wird sich aber 2015 nicht weiter verstärken. Der Gipfel wäre damit erklommen.

Das moderate Wachstum bei geringen Inflationsrisiken ermöglicht es den führenden Notenbanken, an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten und nur sehr vorsichtig umzusteuern. Insgesamt dürfte sich ihr Expansionsgrad jedoch verringern, was Kapitalströme von den Schwellen- in die Industrieländer umlenkt, da die Industrieländer wieder etwas mehr Rendite bieten.

**Rentenmärkte**: Die EZB fixiert den Leitzins bei 0,25 %. Kürzeren deutschen Laufzeiten wird damit eine relativ stabile Renditeentwicklung auf niedrigem Niveau ermöglicht. Bei langen Laufzeiten macht sich der tendenziell negative Einfluss des US-Rentenmarktes bemerkbar. Die Normalisierung an den europäischen Kapitalmärkten auch im Zuge einer wieder breiteren Streuung von Anlagekapital spricht zudem gegen deutsche Staatsanleihen und für weiter sinkende Risikoaufschläge in der europäischen Peripherie. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen beläuft sich in Deutschland zum Jahresende auf 2,3 % und in den USA auf 3,4 %.

**Euro**: Das Abflauen der europäischen Schuldenkrise hat am Devisenmarkt an Relevanz verloren. Wegweisend für den Euro-Dollar-Kurs bleibt die geldpolitische Ausrichtung der Notenbanken. So wird die EZB vermutlich nicht nur ihren „Quasi-Nullzins“ belassen, sondern weitere expansive Maßnahmen ergreifen. Die US-Notenbank hingegen wird ihr Kaufprogramm herunterfahren. Der Zinsvorteil des US-Dollar gegenüber dem Euro dürfte daher wachsen und somit die US-Währung beflügeln. Ende des Jahres wird der Euro bei 1,20 Dollar stehen.

**Aktienmärkte**: Die Aktienhausse befindet sich inzwischen in einem späten Stadium. Verglichen mit früheren Kursaufschwüngen nach Bärenmärkten haben nicht nur die US-Leitindizes, sondern auch der DAX außerordentlich stark zugelegt und damit viel Positives vorweggenommen. Das zyklische Kurspotenzial ist bereits größtenteils ausgeschöpft. Die insgesamt eher verhaltene Wachstumsdynamik spricht lediglich für einen Anstieg der Unternehmensgewinne im einstelligen Bereich. Spätestens mit dem Ende der Anleihekäufe durch die US-Notenbank dürften Dividendentitel den Kursgipfel überschreiten. Zum Jahresende fällt der DAX unter 9.000 Punkte (DAX-Spanne 2014: 8.300 bis 10.000 Punkte).

**Asset Allocation:** In Mischportfolien ist bei Aktien ebenso wie bei Renten auf Zwölfmonatssicht eine neutrale Positionierung ratsam. Da die Notierungen von Rohstoffen und Gold sich wahrscheinlich bestenfalls stabilisieren werden, stellen sie selbst im Rahmen der Depotbeimischung kaum eine ernst zu nehmende Alternative dar. Möglichst weitgehender Vermögenserhalt sollte 2014 die Anlagedevise sein.

| Szenario | Wahrschein-lichkeit | Wachstum | Inflation | Renten Deutschland | Euro | Aktien |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Wanderschuhe | 80% | ↗ | → | ↘ | ↘ | ↗↘ |

# 1 Rückblick 2013 mit Kassensturz

Notenbanken bei gemischtem Konjunkturbild erneut Taktgeber

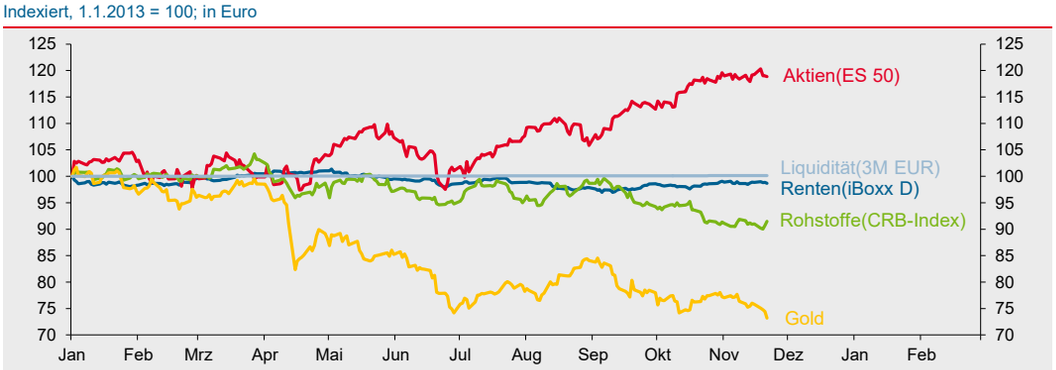
Die Finanzmärkte waren auch im fünften Jahr nach Ausbruch der großen Krise durch außergewöhnliche Entwicklungen im makroökonomischen Umfeld geprägt. Zwar kam es diesmal zu keiner erneuten Zuspitzung der Schuldenkrise in der Eurozone. Jedoch hinterließen der „Big Bang“ der japanischen Geldpolitik, die wankelmütige US-Notenbank, der in China im Rahmen undurchsichtiger Reformbemühungen zeitweilig provozierte Liquiditätsengpass, der Haushaltsstreit in den USA, die zunächst zögerliche Haltung der EZB im internationalen Währungsspiel sowie die Regulierung des Finanzsektors deutliche Spuren. Die konjunkturelle Entwicklung blieb in diesem durch Notenbanken und Politik beherrschten Drehbuch im Hintergrund. Allerdings trat sie, außer mit der Loslösung der Eurozone aus der Rezession, auch tatsächlich kaum ins Scheinwerferlicht. Zwar zeigten sich die Industrieländer im Vergleich zu den Schwellenländern überraschend robust. Aber selbst dort blieben die Realdaten zeitweilig deutlich hinter den Stimmungsindikatoren zurück. So fielen selbst in der vergleichsweise lebhaften US-Wirtschaft die für die Nachhaltigkeit des Wachstums entscheidenden Ausrüstungsinvestitionen überraschend verhalten aus.

Risikobereitschaft im Niedrigzinsumfeld

Die Investitionszurückhaltung der Unternehmen war teilweise auch Folge des akuten Bedarfs der Anleger an laufenden Erträgen in Zeiten extrem niedriger Zinsen. So wurden hohe Ausschüttungen zu Lasten von Investitionsausgaben besonders honoriert. Die geringe Wachstumsdynamik schürte gleichzeitig Deflationsängste. Während Japan versuchte, mit einer sehr expansiven Geldpolitik aus der Deflationsfalle herauszukommen, hatten die Europäer die Befürchtung in sie hineinzugeraten. Selbst die US-Notenbank war nicht unbeeindruckt von der verhaltenen Entwicklung der Güterpreise. Nachdem sie im Mai noch den Ausstieg aus dem Wertpapierkaufprogramm für den Herbst angedeutet hatte, verschob sie ihn im September. Zwischenzeitlich war es bei US-Staatsanleihen, die Ende April noch ein historisches Renditetief markiert hatten, zu erheblichen Turbulenzen gekommen. Immerhin testeten 10-jährige US-Treasuries Anfang September die 3 %-Marke, um hiernach oberhalb von 2,5 % in Wartestellung zu gehen. Industrieländer-Aktien zeigten sich im Gegensatz zu Gold und Schwellenländer-Papieren überhaupt nicht beeindruckt von der Idee deutlich steigender Realzinsen. Angesichts vermeintlicher Ziele der Notenbanken wie „Kompetitive Abwertung“, „Finanzielle Repression“ und „Asset Inflation“ ist die Unabwendbarkeit negativer Realzinsen bei vielen Anlegern offenbar so stark verankert, dass sie trotz überschaubarer Wachstumsdynamik und hohen Schwankungsrisikos der Notierungen bis zuletzt keine Alternative zu Aktien vor allem aus den USA, Deutschland und Japan sahen.

## Kontrastreiches Börsenjahr 2013

Indexiert, 1.1.2013 = 100; in Euro




Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research, Schlusskurse 21.11.2013

Aktien mit weitem Abstand vorne

Unter den Anlageklassikern schnitten Aktien gemessen an der kumulierten Jahresperformance per 21.11.2013 eindeutig am besten ab. Quasi nichts gab es mit Festverzinslichen erster Güte zu verdienen. Geldmarktengagements lagen real klar im Minus. Mit Bundesanleihen war insgesamt nur ein Minus zu erzielen. Bei Rohstoffen machten sich die anhaltend ungünstigen fundamentalen Verhältnisse mit einer fühlbar negativen Performance bemerkbar. Nach einer langjährigen Gewinnserie schließt Gold das Jahr 2013 auch in Euro wohl mit dem höchsten Verlust seit 1981 ab.

# 2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen

Hauptszenario: "Wanderschuhe"

In unserem **Hauptszenario „Wanderschuhe"** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 80 %) setzt sich der Ende 2012 begonnene Aufschwung der Weltwirtschaft fort, der konjunkturelle Gipfel wird nun in Angriff genommen. 2014 werden die maßgeblichen Impulse für das globale Wachstum von den Industrieländern ausgehen, mit den USA als Schrittmacher: Positive Effekte auf den Rest der Weltwirtschaft sind dort von einer steigenden Nettoimportnachfrage zu erwarten. Für die Schwellenländer zeichnet sich zwar eine leichte Belebung ab, jedoch ohne größere Wirkung auf das globale Wachstum. Im Euroraum ist die konjunkturelle Wende nach einer langen Durststrecke zwar geschafft, doch mehr als eine moderate Besserung ist nicht zu erwarten. Insgesamt beschleunigt sich das Wachstum der Weltwirtschaft 2014 von 2,5 % auf 3,3 %, es wird sich aber 2015 nicht weiter verstärken. Der Gipfel wäre damit erklommen.

Das moderate Wachstum bei geringen Inflationsrisiken ermöglicht es den führenden Notenbanken, an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten und nur sehr vorsichtig umzusteuern. Insgesamt dürfte sich ihr Expansionsgrad jedoch verringern, was Kapitalströme von den Schwellen- in die Industrieländer umlenkt, da die Industrieländer wieder etwas mehr Rendite bieten. So wird die Fed beginnen, ihre Anleihekäufe 2014 zurückzufahren und schließlich ganz einstellen. Anders die EZB, die tendenziell expansiver wird, so dass sich die transatlantische geldpolitische Schere zugunsten des US-Dollar öffnet. 2014 wird kein einfaches Anlagejahr. Die Rentenmärkte lassen ihre extreme Niedrigzinsphase hinter sich, so dass Kursverluste eintreten. Das Potenzial von Aktien ist aufgrund des insgesamt nur moderaten globalen Wachstums weitestgehend ausgereizt.

Alternativszenario: „Lackschuhe"

Im Positivszenario „**Lackschuhe**" (10 %) brilliert der globale Wachstumszyklus. Kräftige Impulse gehen von den USA sowie den Schwellenländern aus, die an die Dynamik der Vorkrisenjahre anknüpfen können. In Europa entfaltet sich ein typischer Aufschwung. Eine breite Zuversicht unter Konsumenten, Produzenten und Anlegern befeuert einen kräftigen Investitionszyklus. Die Fed und die EZB steuern nicht rechtzeitig herum, so dass die Inflation steigt. Aktien sind aufgrund der besseren Aussichten für die Unternehmensgewinne stark gefragt, während Renten deutlich verlieren. Der Euro profitiert vom Risikoappetit der Kapitalmarktteilnehmer und wertet auf.

Alternativszenario: „Gummistiefel"

Im Negativszenario „**Gummistiefel**" (10 %) fällt der laufende Aufschwung ins Wasser. Die lange Rezession im Euroraum hat an den Kräften gezerrt; mangelndes Vertrauen lähmt die Investitionstätigkeit. Zudem wirkt die Bankenregulierung kontraktiv. Die Schwellenländer bekommen ihre Strukturprobleme nicht in den Griff. Ein Vertrauensverlust hat massive Kapitalabflüsse zur Folge. In den USA dominieren politische Unsicherheiten; geopolitische Risiken bestehen ebenfalls. Die Weltwirtschaft fällt in eine Rezession. Anleger suchen Sicherheit, wovon der US-Dollar und Anleihen mit höchster Bonität profitieren. Die Aktienmärkte geraten unter Druck.

### Investmentszenarien 2014

| Szenarien 2014 | Wahrscheinlichkeit | Wachstum | Inflation | Renten Deutschland | Euro | Aktien |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Wanderschuhe | 80% | ↗ | → | ↘ | ↘ | ↗↘ |
| Lackschuhe | 10% | ↑ | ↗ | ↓ | ↗ | ↗ |
| Gummistiefel | 10% | ↓ | ↘ | ↑ | ↓ | ↓ |

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2.1 Hauptszenario: Wanderschuhe (80 %)

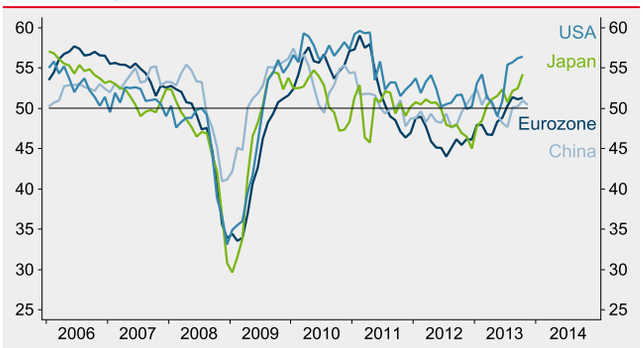
### 2.1.1 Szenario und Prognosen

Hauptszenario: "Wanderschuhe"

In unserem **Hauptszenario „Wanderschuhe"** (Eintrittswahrscheinlichkeit: 80 %) setzt sich der Ende 2012 begonnene Aufschwung der Weltwirtschaft fort, der konjunkturelle Gipfel wird nun in Angriff genommen. 2014 werden die maßgeblichen Impulse für das globale Wachstum von den Industrieländern ausgehen, mit den USA als Schrittmacher: Positive Effekte auf den Rest der Weltwirtschaft sind dort von einer steigenden Nettoimportnachfrage zu erwarten. Für die Schwellenländer zeichnet sich zwar eine leichte Belebung ab, jedoch ohne größere Wirkung auf das globale Wachstum. Im Euroraum ist die konjunkturelle Wende nach einer langen Durststrecke zwar geschafft, doch mehr als eine moderate Besserung ist nicht zu erwarten. Insgesamt beschleunigt sich das Wachstum der Weltwirtschaft 2014 von 2,5 % auf 3,3 %, es wird sich aber 2015 nicht weiter verstärken. Der Gipfel wäre damit erklommen.

Konjunkturgipfel wird in Angriff genommen…

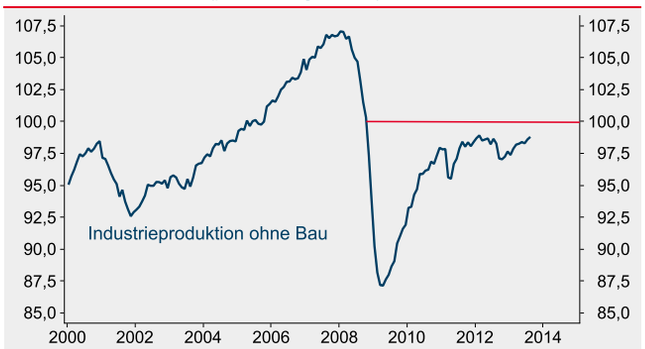
Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

… liegt aber nicht mehr so hoch wie vor der Krise

Produktion Industrieländer (produktionsgewichtet), Index 2005 = 100

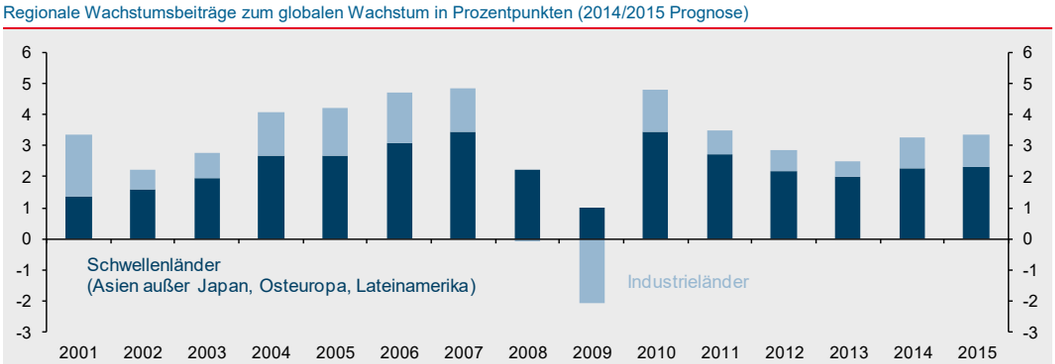



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Konjunktur in den Schwellenländern wird sich zwar bessern, jedoch dürften diese insgesamt auf einem niedrigeren Wachstumspfad expandieren. Für China zeichnet sich eine Belebung, wenn auch kein starkes Wachstum ab. Vielmehr wird die Regierung im Rahmen ihres „Re-Balancing"-Ansatzes ein Wachstum von 7 % bis 8 % für ausreichend erachten. Auch andere große Länder wie Brasilien und Indien stehen vor umgreifenden politischen und wirtschaftlichen Reformen. Zugleich müssen sie die geldpolitische Wende der US-Notenbank abfedern, die mit weiteren Kapitalabflüssen einhergehen wird. Deswegen bleibt 2014 der Wachstumsimpuls der aufstrebenden Volkswirtschaften sehr verhalten.

Wie viel Wachstum in den Schwellenländern ist normal?

Regionale Wachstumsbeiträge zum globalen Wachstum in Prozentpunkten (2014/2015 Prognose)




Quellen: Macrobond, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Maßgeblich sowohl für die weltweite Konjunktur als auch die Entwicklung an den Kapitalmärkten ist 2014 der wieder höhere Beitrag der Industrieländer zum globalen Wachstum. In den vergangenen Jahren haben die aufstrebenden Volkswirtschaften das Wachstum der Weltwirtschaft gestützt und damit eine globale Rezession verhindert. Da es in diesen Ländern konjunkturell und strukturell lange Zeit besser aussah, kam es zu erheblichen Kapitalzuflüssen. Nun ist es wieder Aufgabe der klassischen Industrieländer, Impulse zu setzen, wenn auch ebenfalls auf einem niedrigeren Wachstumspfad. Der globale Industriezyklus wird daher nicht mehr an die Vorkrisenjahre anknüpfen können. Der Wachstumspfad wird maßgeblich dadurch beeinflusst werden, inwieweit die Industrieländer die Investitionstätigkeit wieder in Schwung bringen.

Beschwerlicher Anstieg

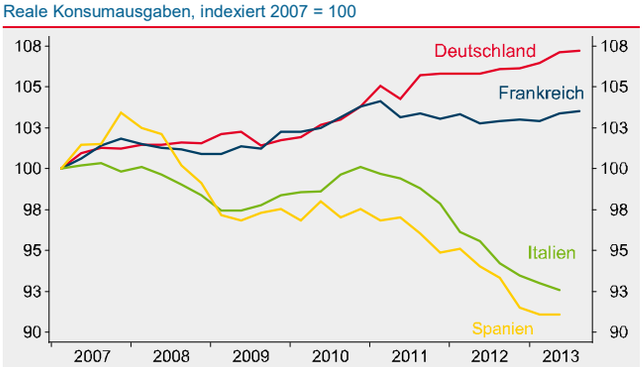
**Wirtschaftswachstum**: In den USA sowie im Euroraum lässt die dämpfende Wirkung der fiskalischen Konsolidierung 2014 nach. Getragen wird das Wachstum von einer gestiegenen Zuversicht unter den Konsumenten. Beide Währungsräume haben im Zuge der Krisenbewältigung ihre Wettbewerbsfähigkeit gesteigert. Davon profitieren Industrie und Investitionen, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß.

Die **US-Wirtschaft** wird 2014 Fahrt aufnehmen. So läuft die Entschuldung der privaten Haushalte aus und im Finanzsektor schreiten die Heilungsprozesse voran, was die Kreditversorgung der Unternehmen verbessert. Die Investitionsnachfrage zieht an. Das Wachstum beschleunigt sich auf 2,7 % nach nur 1,5 % im Vorjahr, ohne dass jedoch mit einem Boom zu rechnen ist. Insbesondere die anhaltenden politischen Unsicherheiten (Patt-Situation im Kongress, Budgetstreit und Gesundheitsreform) stehen einem kräftigen Investitionszyklus im Wege.

Weitaus verhaltener ist die Entwicklung im **Euroraum**. Zwar ist die konjunkturelle Wende nach einer zwei Jahre währenden Rezession endlich geschafft, doch bleibt das Finanzierungsumfeld für die Länder in der Peripherie schwierig. Die Entschuldung in den Problemländern ist noch nicht beendet und der Kreditkanal weiterhin verstopft, was sich als Hemmnis für einen breiten Investitionsaufschwung erweist. Die hohe Arbeitslosigkeit, eine schwache Nachfrage sowie die nach wie vor beträchtlichen Haushaltsdefizite der öffentlichen Hand stehen einem kräftigen Aufschwung entgegen. Nach einem Schrumpfen von 0,4 % ist für 2014 mit einem Wirtschaftswachstum in der Eurozone von gut 1 % zu rechnen.

## Deutscher Konsument muss Europa ziehen

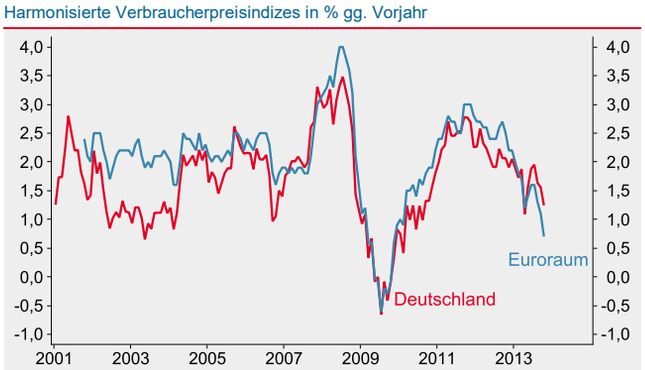
Reale Konsumausgaben, indexiert 2007 = 100




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Keine Inflationsrisiken in Sicht

Harmonisierte Verbraucherpreisindizes in % gg. Vorjahr




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zwischen den Euro-Ländern bestehen nach wie vor große Unterschiede. Immerhin hat **Deutschland** genug Binnenstärke, um den Euroraum konjunkturell zu ziehen. Hier kann der Konsum – dank der günstigen Situation am Arbeitsmarkt – erneut einen entscheidenden Wachstumsbeitrag liefern. Zugleich beleben sich die Investitionen. Die Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen bleiben positiv. Mit einem BIP-Wachstum von 2 % nach 0,5 % ist der deutsche Vorsprung 2014 signifikant.

**Inflation**: Trotz der enormen Liquidität sind die Inflationsrisiken gering. Das Inflationsband zwischen den einzelnen Volkswirtschaften bleibt – ähnlich wie das Wachstumstempo – aufgefächert. Die globale Inflation wird 2014 nur wenig auf etwa 3 % zunehmen, auch wegen des fehlenden Preisdrucks von den Rohstoffen. In den USA und im Euroraum liegt der Verbraucherpreisanstieg deutlich unter der Marke von 2 %, in Deutschland beschleunigt er sich auf 2 %.

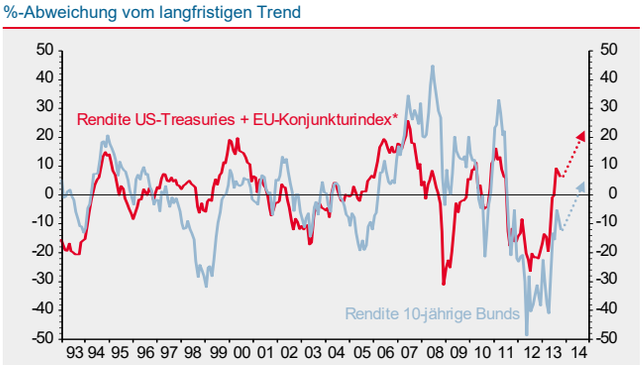
Geldpolitik dominiert Kapitalmärkte

Das moderate Wachstum bei geringen Inflationsrisiken ermöglicht es den führenden Notenbanken, an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten und nur sehr vorsichtig umzusteuern. Insgesamt verringert die **Geldpolitik** ihren Expansionsgrad, was Kapitalströme von den Schwellen- in die Industrieländer umlenkt. Beginnen wird die Fed, indem sie ihre Anleihekäufe im Jahresverlauf 2014 sukzessive zurückfährt und schließlich einstellt. Dennoch ist dieses „Tapern“ nicht mit einer nahenden Zinserhöhung verbunden, dies wird erst 2015 der Fall sein. Im Euroraum hingegen, mit der unzureichenden Kreditversorgung in der Peripherie, wird die EZB nicht nur an der „Forward Guidance“ festhalten, sondern diese mit zusätzlichen Liquiditätsspritzen verteidigen.

**Rentenmärkte**: Die EZB fixiert den Leitzins bei 0,25 %. Kürzeren deutschen Laufzeiten wird damit eine relativ stabile Renditeentwicklung auf niedrigem Niveau ermöglicht. Bei langen Laufzeiten macht sich der tendenziell negative Einfluss des US-Rentenmarktes bemerkbar. Der abnehmend expansive Kurs der US-Notenbank und die zunehmende Diskussion um die Notwendigkeit einer geldpolitischen Wende werden ihre Wirkung zeigen. Im Euroraum belasten die zyklische Erholung und abebbende Deflationsängste. Die Normalisierung an den europäischen Kapitalmärkten auch im Zuge einer wieder breiteren Streuung von Anlagekapital spricht zudem gegen deutsche Staatsanleihen und für weiter sinkende Risikoaufschläge in der europäischen Peripherie. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen schwankt in Deutschland zwischen 1,7 % und 2,8 % sowie in den USA zwischen 2,5 % und 3,7 %.

Renten: Belastung durch Zyklus und US-Vorgaben

%-Abweichung vom langfristigen Trend

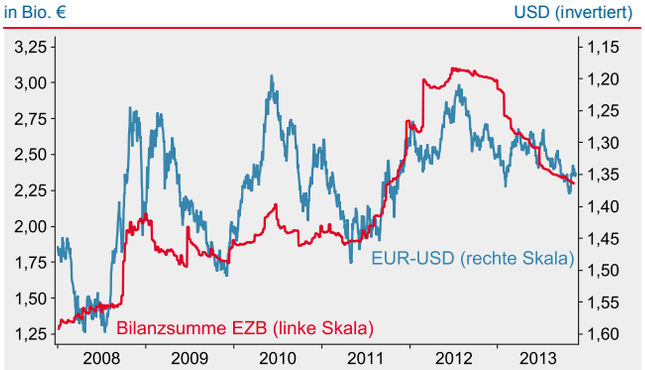



* gemittelt

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro im Schatten der EZB-Liquiditätspolitik

in Bio. € USD (invertiert)




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

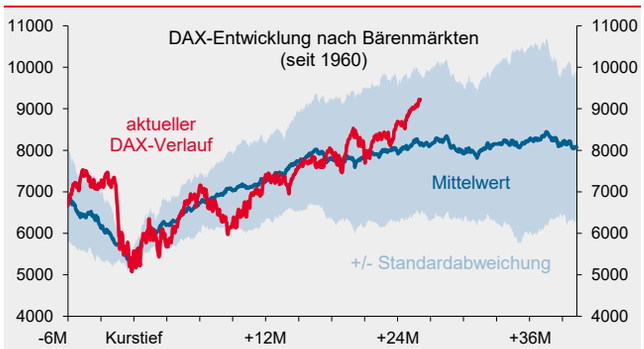
**Euro**: Das Abflauen der europäischen Schuldenkrise hat am Devisenmarkt an Relevanz verloren. Wegweisend für den Euro-Dollar-Kurs bleibt die geldpolitische Ausrichtung der Notenbanken. So wird die EZB vermutlich nicht nur ihren „Quasi-Nullzins“ belassen, sondern weitere expansive Maßnahmen ergreifen. Die US-Notenbank hingegen wird ihr Kaufprogramm herunterfahren. Im Jahresverlauf sollten auch allmählich Erwartungen hinsichtlich einer Zinswende der Fed zunehmen. Der Zinsvorteil des US-Dollar gegenüber dem Euro dürfte daher wachsen und somit die US-Währung beflügeln (Euro-Dollar-Kursspanne 2014: 1,15 bis 1,40).

**Aktienmärkte**: Die Aktienhausse befindet sich inzwischen in einem späten Stadium. Verglichen mit früheren Kursaufschwüngen nach Bärenmärkten haben nicht nur die US-Leitindizes, sondern auch der DAX außerordentlich stark zugelegt und damit viel Positives vorweggenommen. Das zyklische Kurspotenzial ist bereits größtenteils ausgeschöpft. Die insgesamt verhaltene Wachstumsdynamik spricht lediglich für einen Anstieg der Unternehmensgewinne im einstelligen Bereich. Da sich die gängigen Bewertungsrelationen bei den meisten Indizes mittlerweile eher am oberen

Rand des Spektrums der vergangenen zehn Jahre bewegen, beschränkt sich das aktuell fundamental gegebene Aufwärtspotenzial auf die überschaubare Gewinndynamik der Unternehmen. Zwar kann der häufig bemühte „Anlagenotstand“ zeitweilig zu einem Überschießen der Notierungen führen. Spätestens mit dem Ende der Anleihekäufe durch die US-Notenbank dürften Dividendentitel aber den Kursgipfel überschreiten. Zum Jahresende fällt der DAX unter 9.000 Punkte (DAX-Spanne 2014: 8.300 bis 10.000 Punkte).

### Überdurchschnittliche Erholung begrenzt Potenzial

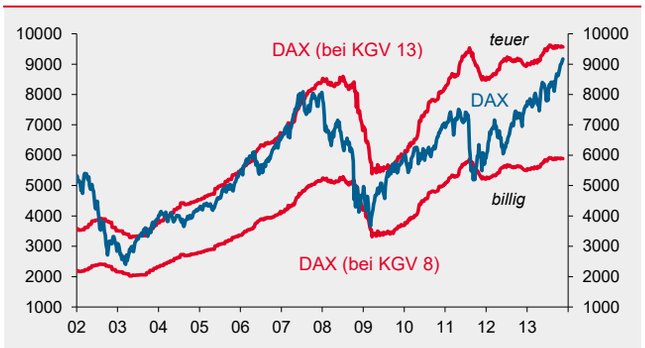
Indexiert auf das Kurstief vom 12.09.2011




Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Kaum noch Bewertungsspielraum

Index




Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Keine großen Wetten angesagt

**Asset Allocation:** Für das Gesamtjahr 2014 ist angesichts der fundamentalen Perspektiven bei keinem der Anlageklassiker ein wirklich attraktives Verhältnis von Chancen und Risiken auszumachen. Der „Anlagenotstand“ dürfte sich bei gleichzeitig am Geldmarkt einzementierten Zinsen somit zunächst eher noch etwas verschärfen. In den Mischportfolien ist bei Aktien ebenso wie bei Renten auf Zwölfmonatssicht eine neutrale Positionierung ratsam. Da die Notierungen von Rohstoffen und Gold sich wahrscheinlich bestenfalls stabilisieren werden, stellen sie selbst im Rahmen der Depotbeimischung kaum eine ernst zu nehmende Alternative dar. Möglichst weitgehender Vermögenserhalt sollte 2014 die Anlagedevise sein. Eine recht enge Anlehnung an eine als langfristig jeweils als angemessen betrachtete strategische Allokation empfiehlt sich hierbei.

## 2.1.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen

| | aktueller Stand* | Q1/2014 | Q2/2014 | Q3/2014 | Q4/2014 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Zinsen USA** | | | | | |
| Federal Funds Rate | 0,25% | 0,25% | 0,25% | 0,25% | 0,25% |
| 3-Monats-USD-Libor | 0,24% | 0,30% | 0,30% | 0,40% | 0,50% |
| 10-jähr. Treasuries | 2,76% | 3,00% | 3,20% | 3,30% | 3,40% |
| **Zinsen Eurozone** | | | | | |
| EZB-Mindestbietungssatz | 0,25% | 0,25% | 0,25% | 0,25% | 0,25% |
| 3-Monats-Euribor | 0,22% | 0,20% | 0,25% | 0,25% | 0,30% |
| 10-jähr. Bundesanleihen | 1,73% | 2,00% | 2,10% | 2,30% | 2,30% |
| **Währungen** | | | | | |
| US-Dollar je Euro | 1,35 | 1,30 | 1,30 | 1,25 | 1,20 |
| **Aktien** | | | | | |
| DAX | 9.287 | 9.300 | 9.500 | 9.300 | 8.900 |
| Euro Stoxx 50 | 3.067 | 3.100 | 3.200 | 3.100 | 3.000 |

* 25.11.2013

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 2.2 Alternativszenario: Lackschuhe (10 %)

Alternativszenario: „Lackschuhe“

In unserem positiven Szenario „**Lackschuhe**“ (10 %) brilliert der globale Wachstumszyklus. Kräftige Impulse gehen von den USA sowie den Schwellenländern aus, die an die Dynamik der Vorkrisenjahre anknüpfen können. In Europa entfaltet sich ein typischer Aufschwung. Die breite Zuversicht unter Konsumenten, Produzenten und Anlegern befeuert einen kräftigen Investitionszyklus. Die Fed und die EZB steuern nicht rechtzeitig herum, so dass die Inflation steigt. Aktien sind aufgrund der besseren Aussichten für die Unternehmensgewinne stark gefragt, während Renten deutlich verlieren. Der Euro profitiert vom Risikoappetit der Kapitalmarktteilnehmer und wertet auf.

**Wirtschaftswachstum**: Fiskalischer Gegenwind und politische Unsicherheit bremsen die **US-Wirtschaft** nicht mehr, die extrem expansive Geldpolitik kommt voll zur Wirkung. Die Unternehmen und Konsumenten greifen bei Krediten beherzt zu, mit denen sie das Bankensystem überreichlich versorgt. Konsum, Bau und Unternehmensinvestitionen überraschen alle positiv, ein sich selbst verstärkender Kreislauf zwischen Ausgaben und Einkommen kommt in Gang. Die Wachstumsrate liegt 2014 in den USA näher bei 4 % als bei 3 %.

Im **Euroraum** führt der aufgestaute Nachholbedarf in den Krisenländern z.B. bei Autokäufen und im Bau zu stärkerer Nachfrage. In Ländern wie Frankreich und Italien wird eine deutlich standortfreundlichere Wirtschaftspolitik betrieben, die das Vertrauen der Unternehmen erhöht. Gleichzeitig ist die europäische Fiskalpolitik nicht mehr restriktiv. Das Wachstum in den Schwellenländern fällt höher aus, weil auch hier verstärkt strukturelle Anpassungen vorgenommen werden. **Deutschland** kann hiervon kräftig profitieren und erreicht eine Wachstumsrate von bis zu 3 %.

**Inflation**: Der globale Aufschwung treibt die Rohstoffpreise nach oben und schiebt die Teuerung an. Die Preisüberwälzungsspielräume nehmen weltweit zu. Mit etwas Verzögerung ziehen auch die Löhne nach. Die Teuerungsrate in den USA steuert zum Jahresende 2014 auf 3 % zu. Während sich die Inflation im Euroraum bei Werten um 2 % festigt, springt die deutsche Inflation auf mindestens 2,5 %.

**Rentenmärkte**: In einem robusten Wachstumsumfeld mit steigenden Inflationserwartungen und gleichzeitig einem eher zögerlichen Kurswechsel der Notenbanken werden die Zinsstrukturen in den Industrieländern extrem steil. Die Risikoaufschläge in den Euro-Krisenländern sinken signifikant. Die Rendite 10-jähriger Bunds überspringt die 3 %-Marke.

**Euro**: Von einer kräftigen weltweiten Wachstumsbeschleunigung profitiert insbesondere die Eurozone, die ihre Krise damit überwindet. Die Geldpolitik gibt zwar keine neuerlichen expansiven Impulse, ist aber angesichts der wirtschaftlichen Entwicklung insbesondere in den USA zu locker. Eine wachsende Risikoneigung an den Finanzmärkten beflügelt vor allem den Euro, der US-Dollar ist als „Safe Haven“-Währung wenig gefragt. Der Euro-Dollar-Kurs könnte bis auf 1,50 steigen.

**Aktienmärkte:** Aufgrund einer dynamischen Weltwirtschaft können die Unternehmen sowohl Umsatz als auch Gewinn deutlich steigern und somit den negativen Effekt steigender Zinserwartungen mehr als ausgleichen. Auch bislang sehr konservativ ausgerichtete Anlegergruppen schichten in Aktien um. Noch bestehende Bewertungsspielräume werden voll ausgereizt. Der DAX knackt die 11.000er Marke.

**Asset Allocation:** Aktien sind eindeutig zu favorisieren. Sie sollten in Mischportfolien in dem maximal möglichen Umfang dotiert werden. Der Anteil der Renten wird angesichts wachsender Inflationsgefahren möglichst gering gehalten. Festverzinsliche Anlagen mit mittel- und langfristigen Laufzeiten sollten aufgrund der drohenden Verluste gemieden werden.

## 2.3 Alternativszenario: Gummistiefel (10 %)

Alternativszenario: „Gummistiefel“

In unserem negativen Szenario „**Gummistiefel**“ (10 %) fällt der laufende Aufschwung ins Wasser. Die lange Rezession im Euroraum hat an den Kräften gezerrt; mangelndes Vertrauen lähmt die Investitionstätigkeit. Zudem wirkt die Bankenregulierung kontraktiv. Die Schwellenländer bekommen ihre Strukturprobleme nicht in den Griff. Ein Vertrauensverlust hat massive Kapitalabflüsse zur Folge. In den USA dominieren politische Unsicherheiten; geopolitische Risiken kommen belastend hinzu. Die Weltwirtschaft fällt in eine Rezession. Anleger suchen Sicherheit, wovon der US-Dollar und Anleihen mit höchster Bonität profitieren. Die Aktienmärkte geraten unter Druck.

**Wirtschaftswachstum**: Die erhoffte konjunkturelle Belebung fällt aus. Die **US-Wirtschaft** wächst deutlich unter ihrem Trend von rund 2 % oder stagniert sogar. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit kommt zum Stillstand. Da die Geldpolitik ihre Mittel weitgehend ausgereizt hat, könnte nur die Fiskalpolitik kurzfristig gegensteuern – dies ist aber angesichts der politischen Verhältnisse in Washington eher unwahrscheinlich.

Das **deutsche Wachstum** wird von einer schwachen Konjunktur in den Schwellenländern sowie der wieder aufkeimenden Euro-Schuldenkrise belastet. Die Investitionen fallen erneut und der Beschäftigungsaufbau stoppt. Für 2014 kann ein BIP-Rückgang bis zu 1 % nicht ausgeschlossen werden. Länder wie Frankreich und Italien, die ihre Wettbewerbsfähigkeit in den vergangenen Jahren nicht erhöht haben, sind von dieser Entwicklung am stärksten betroffen, weil mit weiteren deutlichen Rückgängen von Investitionen sowie negativen Effekten aus dem Außenhandel zu rechnen ist. Die Euro-Peripherie leidet unter einer Kreditklemme.

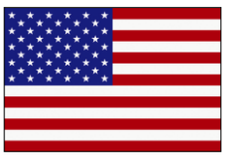
**Inflation**: Fallende Energiepreise und eine zunehmende Unterauslastung führen zu Abwärtsdruck auf die Teuerung. Die Inflationsraten bewegen sich in Richtung Nulllinie. Deflationsrisiken werden wieder ein Thema, sowohl für die USA als auch die Eurozone. Die deutsche Inflationsrate wird im Jahresdurchschnitt unter 1 % liegen.

**Rentenmärkte**: Im Zuge des schwachen Wirtschaftswachstums senkt die EZB den Leitzins auf null Prozent. In Sorge um das Bankensystem und aufgrund einer erneuten Eskalation der Euro-Schuldenkrise flüchten Anleger in Bundesanleihen und US-Treasuries. Die EZB flutet die Kapitalmärkte mit Liquidität und beginnt mit dem Ankauf von Staatsanleihen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sinkt unter die Marke von 1 %.

**Euro**: Unter der schwächelnden Weltkonjunktur leidet vor allem die Eurozone. Die europäische Schuldenkrise verschärft sich wieder, insbesondere die EZB pumpt sehr viel Liquidität in die Märkte, was den Euro belastet. Internationale Anleger ziehen zudem Kapital aus den Schwellenländern ab. Der US-Dollar profitiert von seinem Status als „Safe Haven“. Der Euro-Dollar-Kurs fällt auf die Parität.

**Aktienmärkte:** Umsatzrückgänge und Margendruck führen zu spürbaren Gewinneinbußen der Unternehmen. Die Risikoaversion nimmt deutlich zu und sorgt zudem für eine merkliche Bewertungskontraktion. An den Aktienmärkten brechen die Notierungen ein. Der DAX fällt in den Bereich um 6.000 Punkte zurück.

**Asset Allocation**: Aktienengagements sind weitgehend zu meiden, die Untergrenzen der Gewichtung in den Mischportfolien sollte ausgeschöpft werden. Trotz gegen Null tendierender Nominalrenditen untermauern positive Realzinsen die relative Attraktivität hochwertiger Staatsanleihen. Langlaufende Festverzinsliche höchster Bonität bilden eindeutig den Anlageschwerpunkt.





# 3 Länderanalysen

## 3.1 USA: Abflauender Gegenwind

Obwohl das Jahr 2013 für die USA konjunkturell besser gelaufen ist als für die Eurozone, hat die Dynamik der Erholung die Erwartungen nicht erfüllt. Mit einem Wachstum von unter 2 % blieb die amerikanische Wirtschaft hinter ihrem Potenzial zurück. Der Tiefpunkt lag allerdings schon Ende 2012 und seitdem ziehen die laufenden Wachstumsraten wieder an. Der Einkaufsmanagerindex für die Industrie verzeichnete im Herbst die höchsten Werte seit dem Frühjahr 2011. Der Beschäftigungsaufbau hat sogar positiv überrascht: Seit Januar 2013 wurden per Saldo knapp 200.000 Stellen pro Monat geschaffen. Auch hier könnte der Unterschied zur Eurozone kaum größer sein.

Reindustrialisierung?

Der relative Erfolg der US-Wirtschaft beim Überwinden der Finanzkrise und ihrer Nachwirkungen wird häufig mit den Schlagworten „Reindustrialisierung“ und „Fracking“ verbunden. Tatsächlich sind steigende Produktion und Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe sowie die zunehmende Verfügbarkeit billiger Energie durch einheimische Öl- und Gasförderung jedoch Trends, die nur sehr langsam an Bedeutung gewinnen und in der öffentlichen Diskussion teilweise überschätzt werden. Verglichen mit der Situation vor dem Beginn der Krise ist die Erholung der Bergbauproduktion wirklich spürbar kräftiger ausgefallen als beim Bruttoinlandsprodukt insgesamt. Dieser Sektor macht aber weniger als 2 % der US-Wirtschaft aus. Das Verarbeitende Gewerbe (rund 11 %), das ja ein Hauptnutznießer der billigeren Energie und des im historischen Vergleich noch immer schwachen Dollars sein sollte, hat hingegen bislang nur eine – gemessen am vorherigen Einbruch – recht verhaltene Erholung verzeichnet. Das Vorkrisenniveau ist hier, allem Gerede von der Reindustrialisierung zum Trotz, noch nicht wieder erreicht worden.

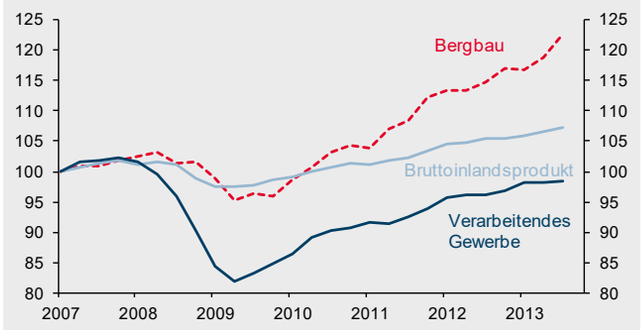
### Prognoseübersicht USA

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 2,8 | 1,5 | 2,7 | 3,0 |
| Budgetsaldo* | % des BIP | -7,0 | -4,1 | -3,1 | -2,6 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -2,7 | -2,5 | -2,4 | -2,3 |
| Arbeitslosenquote | % | 8,1 | 7,4 | 6,4 | 5,4 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,1 | 1,5 | 1,5 | 2,0 |

* Bundesebene einschl. Sozialversicherungen s=Schätzung, p=Prognose
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Die Industrie hinkt hinterher

Realer Output, indexiert auf Q1 2007 = 100




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die US-Konjunktur profitiert 2014 primär vom nachlassenden Gegenwind seitens der Fiskalpolitik. Diese bleibt zwar aufgrund der Einschnitte bei den Staatsausgaben eine Wachtumsbremse, wird aber laut IWF-Schätzung mit einem negativen fiskalischen Impuls von 0,7 Prozentpunkten am BIP weniger als ein Drittel so stark belasten wie noch 2013 (2,3 Prozentpunkte). Insgesamt erwarten wir für 2014 ein Wirtschaftswachstum von 2,7 %.

Keine Zinswende 2014

Trotz der konjunkturellen Belebung wird der Preisauftrieb 2014 verhalten bleiben. Lohndruck ist nicht auszumachen, obwohl sich der Arbeitsmarkt weiter verbessern wird. Von den Rohstoffpreisen kommt weiterhin tendenziell Entlastung. Die niedrige Teuerung wird es der Notenbank erlauben, bei ihrem Plan einer sehr graduellen Normalisierung der Geldpolitik zu bleiben: Das aktuelle Wertpapierkaufprogramm wird wohl bald reduziert und im Sommer ganz eingestellt. Eine Zinswende wird es aber 2014 noch nicht geben. Obwohl wir davon ausgehen, dass die „Zielmarke“ der Fed für die Arbeitslosenquote von 6,5 % bereits im Frühjahr erreicht wird, dürfte eine erste Zinserhöhung erst im folgenden Jahr auf der Agenda stehen. Die designierte Fed-Chefin Janet Yellen steht für einen vorsichtigen Kurs, der die Konjunkturrisiken hoch gewichtet.



## 3.2 Deutschland: Wachstumslokomotive in Europa

Deutsche Wirtschaft steht auf mehreren Beinen

Das Ende der Rezession in der Eurozone wird auch die deutsche Konjunktur positiv beeinflussen. Nach einem Wachstum von real nur 0,5 % wird das BIP 2014 um voraussichtlich 2 % zulegen. Impulse sind von allen Komponenten zu erwarten. Die deutsche Konjunktur steht damit stabil auf mehreren Fundamenten. Die Konsumenten dürften hierzu beitragen, da sich 2014 sowohl Tarifeinkommen als auch Beschäftigung positiv entwickeln werden. So dürften die verfügbaren Einkommen mit mehr als 3 % stärker steigen als die Verbraucherpreise (2,0 %). Mehr als ein Drittel der verfügbaren Einkommen besteht aus den Selbständigen- und Vermögenseinkommen, die nach einer Schwächephase ebenfalls wieder stärker zulegen sollten. Auch von der sinkenden Sparquote sollte erneut ein – wenn auch kleiner – positiver Konsumeffekt ausgehen.

### Prognoseübersicht

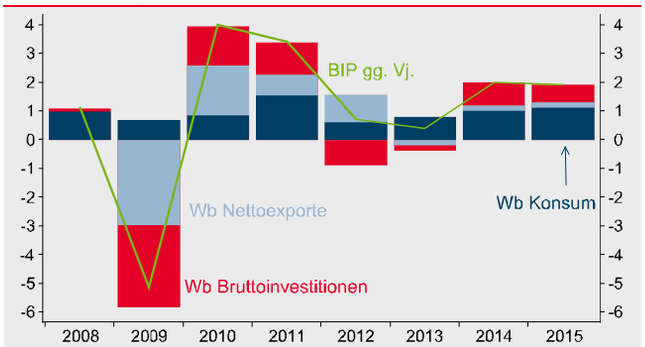
| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP*, real | % gg. Vj. | 0,9 | 0,5 | 2,0 | 1,7 |
| Budgetsaldo | % des BIP | 0,1 | 0,5 | 0,5 | 0,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 7,0 | 7,0 | 7,2 | 6,9 |
| Arbeitslosenquote | % | 6,8 | 6,9 | 6,7 | 6,5 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,0 | 1,5 | 2,0 | 2,3 |

*kalenderbereinigt s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Verlagerung zur Binnennachfrage in Deutschland

Wachstumsbeiträge (Wb) in %, real




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rahmenbedingungen für Investitionen verbessern

Nach einer ausgeprägten Schwächephase zwischen Ende 2011 und Anfang 2013 erholen sich nun die Investitionen. Aufgrund der wieder gestiegenen Kapazitätsauslastung, günstiger Finanzierungsbedingungen und einer anziehenden Nachfrage dürfte sich dies fortsetzen. Die Ausrüstungen sollten 2014 um 6 % zulegen. Dieser konjunkturelle Aufschwung signalisiert allerdings keine grundlegende Besserung der Investitionsbedingungen in Deutschland, was dringend erforderlich wäre. So sind die Bruttoinvestitionen seit 1991 nur um jahresdurchschnittlich 0,4 % gestiegen, während das BIP immerhin um 1,3 % p.a. zulegte. Die Schwäche der Binnennachfrage in Deutschland ist deswegen durch den Investitionsattentismus im Inland begründet. Der gesamte Konsum wuchs im genannten Zeitraum mit 1,2 % p.a. fast durchschnittlich. Der Wohnungsbau zumindest ist kein Bremsfaktor mehr für die Investitionstätigkeit. Ganz im Gegenteil: Seit 2011 wächst diese Sparte sehr dynamisch aufgrund des Nachholbedarfs in urbanen Zentren bei gleichzeitig sehr niedrigen Hypothekenzinsen. Auch 2014 dürfte der Wohnungsbau mit 3 % stärker zulegen als das BIP. Auch im Wirtschaftsbau sollte es zu einer Trendwende kommen, während die finanziellen Spielräume im öffentlichen Bau begrenzt bleiben. Sollten die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen durch die neue Bundesregierung stärker gefördert werden, dürften bauwirksame Effekte im Wesentlichen erst für 2015 zu erwarten sein.

Der Außenbeitrag hat 2013 einen leicht negativen Wachstumsbeitrag erbracht. Die nominal niedrigeren Importe stiegen sogar stärker als die Exporte. Die konjunkturelle Erholung in der Eurozone und wieder bessere Absatzchancen in den Schwellenländern sollten der deutschen Exportwirtschaft 2014 helfen und die Ausfuhr um 6 % erhöhen. Da aber aufgrund der stärkeren Binnennachfrage zu erwarten ist, dass die Importe ebenfalls mit 6 % zulegen, wird der Außenbeitrag nur wenig zum Wachstum von insgesamt 2 % erbringen. Der weitaus größte Impuls dürfte vom Konsum und den sich allmählich belebenden Investitionen ausgehen. 2015 sollte sich dieser Trend fortsetzen. Deutschland bleibt damit ein interessanter Markt für wettbewerbsfähige ausländische Unternehmen.

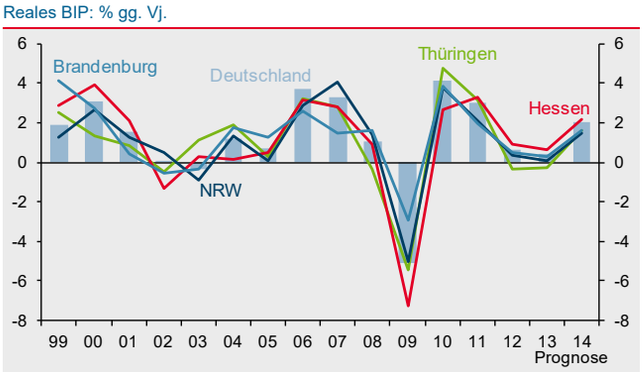


### 3.2.1 Hessen: Wachstum mit etwas größeren Schritten

Hessen dürfte sich 2013 und 2014 im bundesdeutschen Vergleich leicht überdurchschnittlich entwickeln. Allerdings hatte das Bundesland 2009 eine deutlich tiefere Krise zu verkraften, deren Erholung 2010 etwas verhaltener ausfiel. Während im gesamtdeutschen Durchschnitt inzwischen das BIP das Vorkrisenniveau übertrifft, hat Hessen dies noch nicht ganz erreicht, was insbesondere für den Dienstleistungssektor gilt. Der Aufholprozess gestaltet sich im Bankenbereich langwierig, zumal das niedrige Zinsniveau kaum Spielraum für Erträge aus dem klassischen Geschäftsfeld der Kreditinstitute bietet. Zudem agieren viele Banken mit Blick auf die für nächstes Jahr angekündigten Stresstests vorsichtig. Das internationale Logistikdrehkreuz Frankfurter Flughafen kann dagegen expandieren. So zeichnet sich 2013 ein weiterer Rekordwert bei den Passagierzahlen ab. Auch der Frachtbereich hebt ab und kann einen Zuwachs von rund einem Prozent vermelden. Die hessische Industrie weist mit 28 % einen hohen Anteil der Exporte in Länder außerhalb der Eurozone aus und konnte so von der dortigen Nachfrage profitieren. Allerdings nahmen die Umsätze im Inland überdurchschnittlich ab, so dass insgesamt der Umsatz der hessischen Industrie in den ersten drei Quartalen 2013 um 1,2 % sank, was nur etwas besser als der Bundesdurchschnitt war. Mit der Belebung der Eurozone, die für 24 % der hessischen Industrieumsätze sorgt, und einer Verbesserung der Investitionsgüternachfrage im Inland ist für 2014 wieder mit spürbaren Zuwächsen zu rechnen. Die Binnennachfrage wird zudem durch den robusten Arbeitsmarkt gestützt: Trotz konjunktureller Abschwächung stieg die Arbeitslosenquote nur geringfügig und die Beschäftigung nahm sogar zu.

BIP-Wachstum 2014: Alle vier Bundesländer im Plus

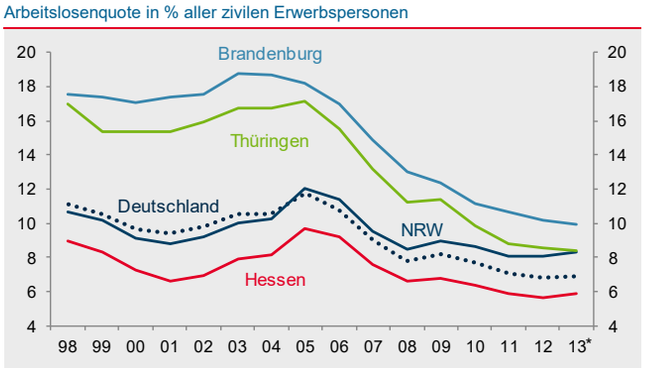
Reales BIP: % gg. Vj.




Quellen: Arbeitskreis VGR der Länder, Helaba Volkswirtschaft/Research

Sinkende Arbeitslosenquoten nur im Osten

Arbeitslosenquote in % aller zivilen Erwerbspersonen




* Januar bis Oktober 2013

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.2.2 Thüringen: Weltwirtschaftliche Impulse sorgen für Richtungsänderung

Thüringens Wirtschaftswachstum wird 2014 in den positiven Bereich zurückkehren. Die Ursache für die unterdurchschnittliche Entwicklung Thüringens ist zum einen in der Industrie zu suchen. Hier sind die Umsätze mit 0,9 % in den ersten neun Monaten 2013 rückläufig, wenngleich nicht ganz so deutlich wie in Deutschland insgesamt (-1,4 %). Die Industrie ist aber in Thüringen der Impulsgeber für wirtschaftliche Dynamik. Mit der Erholung in der Eurozone, die als Handelspartner für Thüringen wichtiger ist als das übrige Ausland, und der Beschleunigung der Investitionsnachfrage in Deutschland sollte die Industrie 2014 wieder einen positiven Wachstumsbeitrag liefern. Allerdings ist die sinkende Nachfrage in Thüringen selbst ein dauerhafter Belastungsfaktor: Die Bevölkerung ist im Zeitraum 2002 bis 2012 um fast 8 % gesunken und damit stärker als im Durchschnitt der neuen Bundesländer von 4,5 % (inkl. Berlin). Dies schwächt den Konsum in den eigenen Landesgrenzen zunehmend. Für den Thüringer Arbeitsmarkt war die hohe Flexibilität der Arbeitnehmer über lange Jahre ein Plus und führte zusammen mit der steigenden Zahl der Arbeitsplätze zur stetigen Abnahme der Arbeitslosenquote. Diese ist jetzt im Durchschnitt Januar bis Oktober 2013 mit 8,4 % deutlich niedriger als der ostdeutsche Durchschnitt von 10,4 %. Inzwischen zeigt sich sogar eine gewisse Knappheit am Thüringer Arbeitsmarkt, die sich aufgrund der „gealterten“ Altersstruktur in den kommenden Jahren verschärfen dürfte.

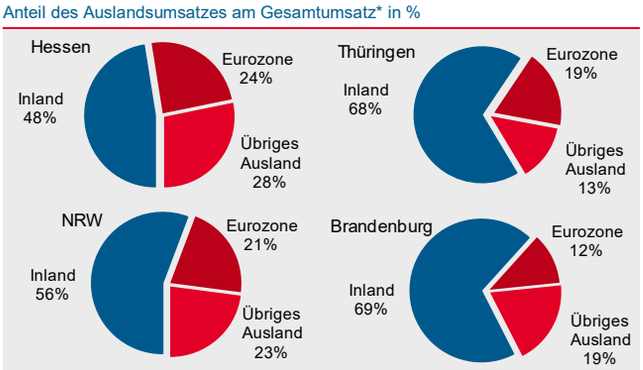


### 3.2.3 Nordrhein-Westfalen: Großes Land mit Wachstumshindernissen

Nordrhein-Westfalen (NRW) weist mit 22 % den größten Anteil am gesamtdeutschen BIP auf. Bayern (18 %) und Baden-Württemberg (15 %) folgen mit Abstand. Das Wirtschaftswachstum in NRW war allerdings in vielen Jahren seit der Wiedervereinigung unterdurchschnittlich, so dass das BIP pro Einwohner inzwischen kaum noch über dem Bundesdurchschnitt liegt. Dies ist auch für 2013 und 2014 zu erwarten. Dabei sind deutliche Fortschritte bei den Dienstleistern in NRW zu sehen: Trotz Wirtschaftskrise übertreffen sie den Vorkrisenstand von 2008 um gut 4 %. Die Industrie hat dagegen den Rückschlag nicht voll überwunden und liegt 7 % unter der Bruttowertschöpfung von 2008, wohingegen in Deutschland insgesamt wieder das alte Niveau erreicht wurde. Eigentlich hätte der Lagerzyklus in der NRW-Industrie mit ihren Schwerpunkten in der Chemie und der Metallherstellung/-verarbeitung Bewegung bringen müssen. In Erwartung fallender Preise hielten sich aber etliche Nachfrager mit Aufträgen zurück, was bisher die Industrieumsätze bremste. Hier scheint aber im zweiten Halbjahr 2013 eine Verbesserung einzusetzen. Der Arbeitsmarkt in NRW ist mit einer durchschnittlichen Arbeitslosenquote von 8,3 % in den ersten zehn Monaten 2013 das Schlusslicht unter den alten Bundesländern. Aufgrund der sehr unterschiedlichen Entwicklung innerhalb des Bundeslandes wird aber dennoch Beschäftigung aufgebaut, was den Konsum insgesamt stützt. Zudem erfährt der Konsum Beistand von der inzwischen leicht unterdurchschnittlichen Sparquote der privaten Haushalte in NRW. Diesem positiven Effekt steht aber ein strukturelles Manko gegenüber: Denn im Sparen kommt auch die Einkommenshöhe zum Ausdruck, die angesichts der zwiespältigen Arbeitsmarktsituation kaum Impulse liefert.

**Wichtige Handelspartner in der Eurozone**

Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz* in %

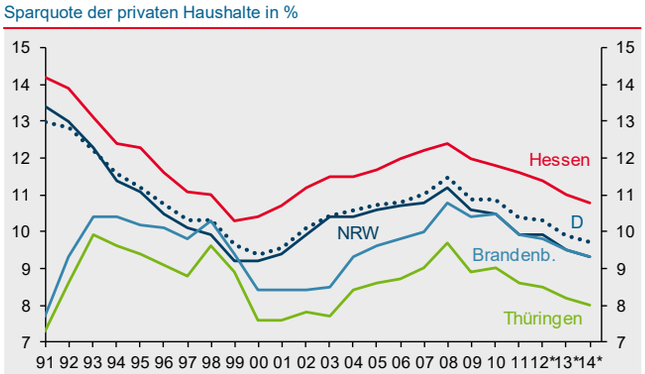



* Januar bis September 2013

Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

**Sinkende Sparquote durch niedrige Zinsen**

Sparquote der privaten Haushalte in %



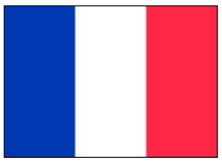

* Helaba-Prognose

Quellen: Arbeitskreis VGR der Länder, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.2.4 Brandenburg: Intensive Beziehung zu Berlin stärkt

Die Steigerungsrate des Brandenburger BIP dürfte 2013 erneut unter dem Bundesdurchschnitt liegen, da durch die verschobene Eröffnung des Flughafens Berlin-Brandenburg Auftriebskräfte ausblieben. Da der Zeitpunkt der Inbetriebnahme weiterhin unsicher ist, bleibt die Dynamik begrenzt und das BIP-Wachstum wird kaum den Bundeswert übertreffen können. Mittelfristig ergeben sich gute Perspektiven für die Region, wenn die geplante Auslastung des Flughafens realisiert werden kann. Berlin als Metropole in der Mitte Brandenburgs legte im ersten Halbjahr 2013 eine BIP-Wachstumsrate von 0,5 % vor, was beide Arbeitsmärkte stimulierte. Die sinkenden Arbeitslosenquoten sind allerdings auch auf die Altersstruktur der Erwerbspersonen zurückzuführen. Die enge Beziehung des Bundeslands zu Berlin zeigt sich auch in der Höhe der Sparquote. Sie ist die höchste in den neuen Bundesländern und erreichte 2011 mit 9,9 % den gleichen Wert wie in Nordrhein-Westfalen. Die intensiven Pendlerströme ermöglichen sogar ein höheres verfügbares Einkommen als in Berlin. Die Brandenburger Industrie erwirtschaftet mehr Umsatz mit Exporten in Länder außerhalb als innerhalb der Eurozone. Dennoch kamen 2013 die positiven Impulse aus den Euroländern. Im Inland war der Absatzrückgang unterdurchschnittlich. Insgesamt setzte sich in der Industrie Brandenburgs die im Vergleich zum Bundesdurchschnitt bessere Entwicklung fort. Die leistungsfähigen Betriebe profitieren auch 2014 von der weltwirtschaftlichen Erholung.





## 3.3 Europa: Große Unterschiede

### 3.3.1 Frankreich: Reformverschleppung

Noch keine Trendwende zum Besseren

Nach zwei Jahren mit einer nahezu stagnierenden Wirtschaftsentwicklung ist das französische BIP im zweiten Quartal 2013 zwar erstmals wieder deutlich gewachsen. Das dritte Vierteljahr erbrachte aber schon wieder einen kleinen Rückgang von 0,1 % gegenüber den drei Monaten zuvor. Trotzdem sollte es auch in Frankreich zu einer konjunkturellen Besserung kommen. Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass die Dynamik besonders ausgeprägt sein wird, da die strukturellen Probleme des Landes, wie die zu hohe Steuerquote und die mangelnde internationale Wettbewerbsfähigkeit, fortbestehen. 2014 dürfte das BIP daher mit 1 % nur moderat zulegen.

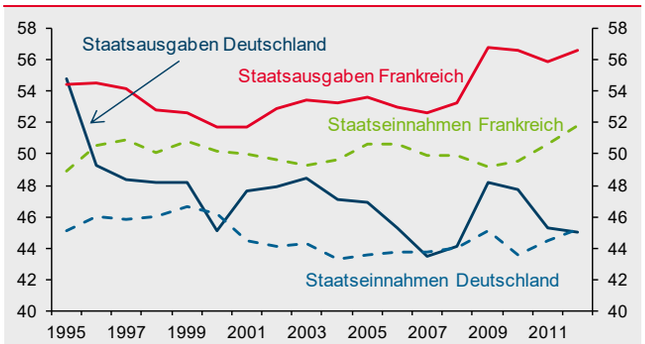
Prognoseübersicht Frankreich

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 0,0 | 0,2 | 1,0 | 1,3 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -4,8 | -4,0 | -3,5 | -3,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -2,2 | -1,7 | -1,4 | -1,3 |
| Arbeitslosenquote | % | 10,3 | 10,9 | 10,9 | 10,5 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,2 | 1,0 | 1,7 | 2,1 |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

Rückbau des französischen Staates erforderlich

% des BIP




Quellen: Eurostat, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ungünstige Rahmenbedingungen für mehr Konsum

Die bis zum aktuellen Rand steigende Arbeitslosigkeit sowie nur geringe Tariflohnerhöhungen bei gleichzeitig steigenden Steuern und Abgaben haben die Verbraucher in den letzten zwei Jahren sehr zurückhaltend agieren lassen. Die Arbeitslosenquote dürfte aufgrund des geringen Wachstums 2014 im Jahresdurchschnitt nicht sinken. Zudem steigt die Belastung der Haushalte erneut leicht, beispielsweise durch einen höheren Mehrwertsteuersatz. Trotz der steigenden Bevölkerungszahl in der Größenordnung von 0,5 % p.a. werden die privaten Konsumausgaben mit weniger als 1 % schwächer zulegen als das Bruttoinlandsprodukt.

Die öffentlichen Konsumausgaben haben 2012 und 2013 deutlich stärker expandiert als das BIP. Das Land ist aber gleichzeitig noch weit davon entfernt, die im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegte Defizitregel zu erfüllen. Die Neuverschuldung dürfte 2013 bestenfalls von 4,8 % auf 4 % des BIP gesunken sein. Die Regierung will die schwache Konjunktur nicht allzu stark belasten. Brüssel hat Frankreich allerdings verpflichtet, sein Defizit bis 2015 unter 3 % zu drücken. Somit besteht Konsolidierungsdruck, der die Dynamik der Staatsausgaben bremsen dürfte. Während bislang Steuererhöhungen im oberen Einkommensbereich und die Belastung des Vermögens im Vordergrund standen, dürften nun auch die Staatsausgaben stärker zur Konsolidierung herangezogen werden. Raum hierfür ist vorhanden. Immerhin liegt die staatliche Ausgabenquote mit gut 56 % des BIP beispielsweise mehr als 10 Prozentpunkte über dem Wert von Deutschland.

Die Kapazitätsauslastung der französischen Industrie hat sich zuletzt zwar stabilisiert; sie liegt aber weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt, so dass 2014 nur mit einer moderaten Erholung der Investitionstätigkeit gerechnet werden kann. Immerhin ist das Geschäftsklima etwas optimistischer geworden, auch weil sich die Situation auf den französischen Exportmärkten zusehends bessert. Dies gilt insbesondere für die Eurozone, die für Frankreich mit einem Exportanteil von immer noch 46 % wichtiger ist als beispielsweise für Deutschland (gut 37 %). Der Wohnungsbau hingegen dürfte aufgrund der anhaltend schwierigen Lage am Arbeitsmarkt bei gleichzeitig kaum steigenden Einkommen vorerst weiter bremsen.





## 3.3.2 Italien: Die Hoffnung stirbt zuletzt

Nur schwache Erholung

Italiens Bruttoinlandsprodukt pro Kopf ist seit der Euro-Einführung 1999 um fast 5 % gesunken. Dies ist die schlechteste Performance aller OECD-Länder, einschließlich des zahlungsunfähigen Griechenlands, das vor seiner Krise eine hohe Dynamik aufwies. Die jüngsten Frühindikatoren lassen allerdings hoffen, dass Italien trotz gravierender Strukturprobleme wenigstens wieder auf einen schwachen Wachstumspfad zurückkehrt. So haben sich die Einkaufsmanagerindizes deutlich verbessert und sind über die Wachstumsschwelle von 50 Punkten gestiegen. Das Konsumklima hat sich zudem von seinen Tiefständen wegbewegt. Die etwas stabilere politische Situation, die kaum mehr restriktive Fiskalpolitik und zurückgehende Inflationsraten scheinen den Verbrauchern Optimismus einzuhauchen. Nachdem Italiens gesamtwirtschaftliche Leistung im dritten Quartal 2013 nochmals leicht geschrumpft ist, dürfte gegen Jahresende eine Besserung eintreten. Nach einem Rückgang des BIP von 1,6 % 2013 wird 2014 voraussichtlich ein Zuwachs von nur 0,6 % möglich sein.

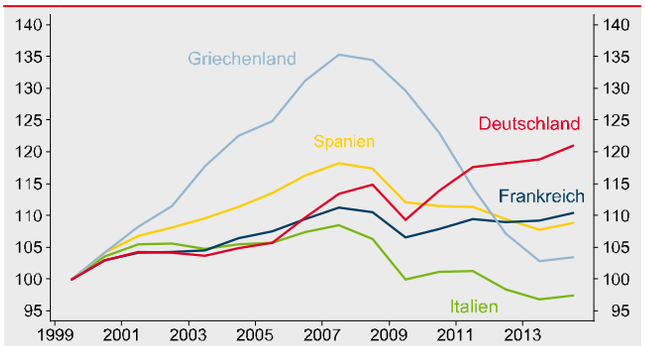
### Prognoseübersicht Italien

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | -2,6 | -1,6 | 0,6 | 1,0 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -3,0 | -3,0 | -2,5 | -2,5 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -0,4 | 0,6 | 0,9 | 0,9 |
| Arbeitslosenquote | % | 10,7 | 12,2 | 12,5 | 12,5 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 3,3 | 1,3 | 1,5 | 2,1 |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Italien abgeschlagen

Pro-Kopf-Einkommen, Index: 1999 = 100




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Produktivitätserhöhung als vordringliches Ziel

Das Hauptproblem Italiens ist die mehr oder weniger stagnierende Produktivität seit der Einführung des Euro 1999. In allen vergleichbaren Flächenländern der Eurozone sind in diesem Zeitraum deutliche Effizienzsteigerungen erzielt worden. Dies deutet auf grundlegende Funktionsstörungen der italienischen Märkte hin. So behindert eine zu strikte Regulierung von Güter- und Arbeitsmärkten den Wettbewerb und das Unternehmertum. Das Bildungssystem trägt zu wenig zu den von den Unternehmen benötigten Qualifikationen bei. Dies behindert Forschung und Entwicklung (FuE). Die FuE-Ausgaben bezogen auf das BIP liegen in Italien schon seit vielen Jahren deutlich unter dem Durchschnitt der OECD. Auch die Patentaktivitäten lassen zu wünschen übrig. Nicht zuletzt dürften die ineffiziente Verwaltung, zu lange Gerichtsverfahren sowie Korruption und organisierte Kriminalität wachstumsgefährdend sein. Vor dem Hintergrund einer stagnierenden Produktivität waren die Lohnsteigerungen seit der Euro-Einführung zu hoch, so dass die Lohnstückkosten kontinuierlich gestiegen sind. Eine Trendwende ist bis zum aktuellen Rand nicht eingetreten, obwohl die Nominallöhne zuletzt kaum mehr erhöht wurden. Hinzu kommt, dass sich die italienische Wirtschaft auf eher einfache, stärker im Preiswettbewerb stehende Konsumgüter spezialisiert hat. Die Preiselastizität der Exporte ist höher als beispielsweise in Deutschland oder den USA. Wenn die Unternehmen Kostensteigerungen teilweise oder komplett überwälzen, drohen Marktanteilsverluste. Überwälzen sie nicht, sinkt die Gewinnmarge. Beides ist in Italien festzustellen. Bei niedrigen Gewinnmargen verringert sich wiederum die Rentabilität der Investitionen, was zu Attentismus und damit zu noch stärkeren Produktivitätsproblemen führt.

Die zögerliche Verbesserung dürfte 2014 von positiven Nettoexporten sowie nicht mehr schrumpfenden Konsumausgaben ausgehen. Die Ausrüstungsinvestitionen stabilisieren sich zur Zeit. 2014 sollte sich auch hier eine moderate Besserung einstellen.





### 3.3.3 Spanien: Wieder wettbewerbsfähiger

Spanien hat die Rezession verlassen

Nach der schweren Rezession von mehr als zwei Jahren ist Spanien auf gutem Wege. Mit dem ersten Wachstum im dritten Quartal 2013 hat sich eine Trendwende eingestellt. Die Frühindikatoren, wie das Geschäftsklima oder die Einkaufsmanagerindizes, sind aufwärts gerichtet. Die aufgrund der Immobilien- und Baukrise dramatisch gefallene Bauproduktion erreichte bereits Mitte 2012 ihren Tiefpunkt. Seitdem wächst sie, wenn auch nur zögerlich. Eine ähnliche Entwicklung nimmt die gesamte Industrieproduktion. Im Konsumbereich zeigt sich die Stabilisierung bei den Kfz-Neuzulassungen und den Einzelhandelsumsätzen, die beide zuletzt tendenziell leicht gestiegen sind. 2014 sollte das Land damit seine Wirtschaftsleistung um 1 % steigern können.

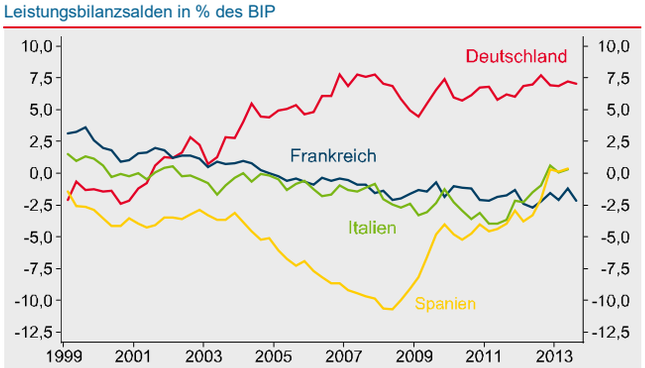
Prognoseübersicht Spanien

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | -1,6 | -1,5 | 1,0 | 1,3 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -10,6 | -6,5 | -5,7 | -5,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -1,1 | 0,7 | 1,4 | 1,8 |
| Arbeitslosenquote | % | 25,1 | 26,5 | 26,0 | 25,0 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,4 | 1,6 | 1,4 | 2,2 |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

Spaniens Leistungsbilanz im Plus

Leistungsbilanzsalden in % des BIP




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Neue Exportstärke

Woher kommt nun die Besserung? Vor allem gewinnt die Weltwirtschaft wieder an Dynamik. Hiervon profitiert der spanische Außenhandel, zumal die Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich beispielsweise zu Italien oder Frankreich in den letzten Jahren deutlich gestiegen ist. Eine wesentlich höhere Produktivität und zuletzt sogar zurückgehende Arbeitskosten haben die Lohnstückkosten sinken lassen. Erstmals fallen Investitionsentscheidungen europäischer Automobilkonzerne wieder zugunsten Spaniens aus. Die Ausrüstungsinvestitionen sind zuletzt wieder gestiegen, auch weil die bestehenden Kapazitäten stärker ausgelastet sind. Im Gegensatz zu Italien und Frankreich hat sich zudem die durchschnittliche Gewinnmarge der Unternehmen seit der Wirtschaftskrise 2009 erheblich verbessert.

Die gestiegene Wettbewerbsfähigkeit der spanischen Wirtschaft zeigt sich auch am Außenhandel. So ist die Leistungsbilanz mittlerweile in den positiven Bereich vorgestoßen. Vor der Krise 2008 lag der Saldo des Außenhandels noch bei mehr als minus 10 % der Wirtschaftsleistung. Die Handelsbilanz schwankt aktuell um den Nullpunkt. Ursache ist zum Teil ein der Krise geschuldeter deutlicher Rückgang der Importe. Wesentlich hierzu beigetragen hat aber auch die positive Exportentwicklung. Seit Anfang 2009 konnte Spanien diese um 35 % steigern. Damit wurde sogar der deutsche Wert übertroffen. Spanische Exportprodukte sind auf den Weltmärkten wieder gefragt. Positiv auf die Leistungsbilanz hat sich zudem die günstige Tourismussaison 2013 ausgewirkt.

Das spanische Wirtschaftswachstum wird nicht ausreichen, eine schnelle und durchgreifende Senkung der Arbeitslosigkeit zu bewirken. Auch werden die Löhne und Gehälter vorerst nur wenig zulegen. Damit bleibt der Spielraum für einen höheren Konsum im Prognosezeitraum begrenzt.

Spanien hat mit Mitteln des Euro-Krisenfonds seine Banken rekapitalisiert. Ab 2014 wird das Land auf Hilfen hieraus verzichten. Trotzdem besteht weiterer Konsolidierungsdruck für die öffentlichen Haushalte, die 2013 nochmals ein Defizit von rund 6,5 % eingefahren haben. Allerdings zeigt die Entwicklung der konjunkturbereinigten geplanten Defizite, dass die Konsolidierung im nächsten Jahr an Tempo verliert. Der Bremseffekt auf das Wachstum lässt damit nach.



## 3.3.4 Niederlande: Langsame Gangart

Nach zweijähriger Kontraktion steht in den Niederlanden 2014 nun erstmals wieder ein leichtes Wirtschaftswachstum von 0,5 % bevor, das sich im Folgejahr ausweiten dürfte. Dieser zaghafte Aufschwung rührt vornehmlich vom Außenhandel her, der aufgrund des recht kleinen Binnenmarktes in den Niederlanden und befördert durch die international bedeutenden Häfen ohnehin eine zentrale Rolle spielt. Dank der sich global verbessernden Handelsperspektiven sind die Nettoexporte die Haupttriebkraft der niederländischen Konjunkturentwicklung. Die Binnenwirtschaft dürfte sich zwar langsam auch erholen, aber zunächst keinen positiven Wachstumsbeitrag liefern. Die zurückhaltende Kreditvergabe bremst die Investitionen. Trotzdem sind die Unternehmer mittlerweile wieder zuversichtlicher geworden, das Geschäftsklima erreichte zuletzt das langfristige Durchschnittsniveau. Auch andere Indikatoren wie die deutlich gestiegene Kapazitätsauslastung untermauern das Bild einer bald graduell zunehmenden Investitionsnachfrage.

Knackpunkt: Konsum

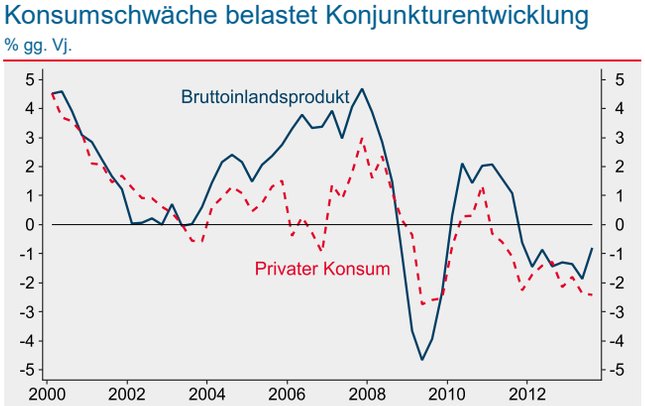
Die ebenfalls zu beobachtende Stimmungsaufhellung der Konsumenten lässt hingegen noch nicht aufatmen: Der private Verbrauch dürfte 2014 weiter schrumpfen, wenn auch nicht mehr so ausgeprägt wie zuvor. Schon seit etwa zehn Jahren entwickelt sich der niederländische Konsum, der nur noch knapp die Hälfte des nominalen BIP ausmacht, schwächer als in der übrigen Eurozone. Zur niedrigen Kaufbereitschaft der hochverschuldeten Haushalte trägt die Schwäche des heimischen Wohnungsmarktes maßgeblich bei. Nach einem lang andauernden Boom befinden sich die Hauspreise seit Mitte 2008 auf Talfahrt und dürften insgesamt um rund ein Fünftel gesunken sein. Für den Jahresverlauf 2014 rechnen wir mit einer allmählichen Stabilisierung am Wohnungsmarkt, die sich dann auch positiv auf den privaten Konsum auswirken dürfte.

### Prognosetabelle Niederlande

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | -1,3 | -1,0 | 0,5 | 1,0 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -4,0 | -3,5 | -3,3 | -3,1 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 10,0 | 10,0 | 11,0 | 10,0 |
| Arbeitslosenquote | % | 5,3 | 7,0 | 8,0 | 7,7 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,8 | 2,5 | 1,5 | 2,0 |

Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Konsumschwäche belastet Konjunkturentwicklung




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schwacher Arbeitsmarkt

Allerdings schrumpft das real verfügbare Einkommen der privaten Verbraucher, da die Nominallöhne weniger als die Inflation zulegen. Hintergrund dessen sind zum einen die sich verschlechternden Arbeitsmarktbedingungen in Folge der Rezession, was die Arbeitslosenquote in ungewohnte Höhen steigen lässt (2014 voraussichtlich 8 %). Zum anderen hat die Mehrwertsteueranhebung vom Herbst 2012 zu einer recht hohen Inflation geführt. Nachdem dieser Steuereffekt nun aus der Jahresrate herausfällt, dürfte die Preissteigerungsrate 2014 – der geringen Konjunkturdynamik entsprechend – mit 1,5 % moderat ausfallen.

Neben der Konsum- und Wohnungsmarktschwäche wird die niederländische Konjunktur auch von der konsequent verfolgten Rückführung des staatlichen Budgetdefizits belastet. Trotz weiterer Konsolidierungsmaßnahmen ist 2014 noch mit einer Überschreitung des Maastrichter Referenzwertes von 3 % des BIP zu rechnen, im Folgejahr rückt die Zielmarke aber in greifbare Nähe. So verbessern sich in der fünftgrößten Volkswirtschaft der Eurozone sowohl die Perspektiven für die Konjunktur als auch für den Staatshaushalt – allerdings langsam.



## 3.3.5 Österreich: Aufbruchsstimmung tut Not

Vertrauen in Wachstum nimmt zu

Für die österreichische Konjunktur werden 2014 die inländischen Wachstumskräfte wieder eine größere Rolle spielen. Während 2013 die Investitionen noch bremsen und das insgesamt schwache Wachstum vor allem vom Außenhandel und – in geringerem Maße – vom Staatsverbrauch kommt, ist für 2014 wieder mit mehr Dynamik bei den Investitionen und beim privaten Verbrauch zu rechnen. Eine deutliche Aufhellung der entsprechenden Stimmungsindikatoren ist bereits in der zweiten Jahreshälfte 2013 feststellbar, trotz der hartnäckigen Arbeitslosigkeit. Nach einem sehr verhaltenen BIP-Wachstum für das Gesamtjahr von 0,3 % ist für 2014 mit 1,5 % zu rechnen. Dabei profitieren die Exporte von der zunehmenden Konjunkturdynamik in Deutschland und Europa, aber auch die Importe steigen wieder, so dass die Impulse vom Außenhandel etwas nachlassen. Die Inflation bleibt mit rund 2 % auch aufgrund moderater Lohnabschlüsse unkritisch. Die Arbeitslosenquote (2013: 7,5 % in nationaler Abgrenzung) dürfte 2014 nur wenig sinken. Problematisch ist die relativ niedrige Erwerbsbeteiligung Älterer, deren Ausweitung der Konjunktur Schwung geben könnte.

Mehr Wachstum strebt die im September 2013 wiedergewählte große Koalition auch mittels eines Maßnahmenpakets an, das sie noch vor der Wahl beschlossen hatte: Bis 2016 sollen insgesamt rund 1,6 Mrd. Euro (etwa 0,5 % des BIP) in die Wirtschaft fließen, davon je zur Hälfte aus neuen und vorgezogenen Maßnahmen. Der Schwerpunkt liegt mit 750 Mio. Euro im Jahr 2014. Im Fokus stehen vor allem der Wohnungsbau, die Hochwasserhilfe, familienpolitische Themen sowie die Mittelstandsförderung.

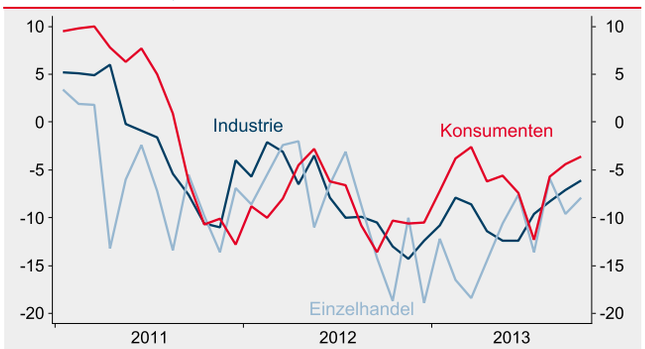
### Prognoseübersicht Österreich

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 0,9 | 0,3 | 1,5 | 1,7 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -2,5 | -3,3 | -3,1 | -2,4 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 1,8 | 2,5 | 2,7 | 3,0 |
| Arbeitslosenquote (ntl.) | % | 7,0 | 7,5 | 7,3 | 7,0 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,6 | 2,1 | 1,8 | 2,0 |

Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Stimmungstief überwunden

Vertrauensindikatoren, Salden




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Verzögerte Strukturreformen

Beim Budgetdefizit muss neu gerechnet werden. Da wichtige Ausgabeposten, etwa im Zusammenhang mit der verstaatlichten Bank Hypo Alpe Adria und mit dem höheren Staatszuschuss für Pensionen, nicht angemessen eingerechnet wurden, könnte das Defizit die Drei-Prozent-Schwelle 2013 und 2014 überschreiten. Der Schuldenstand erreicht jeweils rund 73 % des BIP. Der für 2016 angestrebte ausgeglichene Haushaltssaldo, der zum großen Teil durch Subventionskürzungen erreicht werden sollte, wird damit hinfällig. Bereits in der vergangenen Legislaturperiode tat sich die große Koalition schwer mit Reformen, die zu einer Haushaltskonsolidierung beigetragen hätten. Die nun verschlechterte Ausgangsbasis erschwert den Weg dahin zusätzlich. Die Wähler haben ihre Unzufriedenheit mit der Koalition bereits im vergangenen September deutlich gemacht. Dies könnte sich 2014 bei den Wahlen zum EU-Parlament wiederholen.

So dürften die alten Probleme weiter die Haushalts- und Wachstumszahlen belasten. In ihrem letzten Wirtschaftsbericht kritisiert die OECD u.a. das zu teure Pensionssystem mit hohen Staatszuschüssen und geringer Erwerbsbeteiligung der Älteren, die erodierende Wettbewerbsfähigkeit im Technologiebereich sowie das teure und ineffiziente Bildungssystem des Landes. Da sich Österreich mit Problemen im Finanzsektor und höheren Defizitwerten in zahlreicher Gesellschaft befindet, besteht das Risiko, dass strukturelle Reformen weiter auf die lange Bank geschoben werden.





## 3.3.6 Griechenland: Stabilitätsfortschritte

Das Positive zuerst: Nach einem Rückgang um 4 % im Jahr 2013 ist 2014 erstmals seit 2007 wieder ein leichtes Wirtschaftswachstum von etwa 0,5 % in Sicht. Das Negative: Das BIP hat gegenüber 2007 real ein Viertel seines Wertes verloren. Damit verbunden sind gravierende soziale und politische Belastungen, was besonders im Anstieg der Arbeitslosenrate von 8 % auf 27 % zu sehen ist. Zwar dürfte die Regierungskoalition aus der bürgerlichen Nea Dimokratia und der sozialdemokratischen Pasok weiter am mit der Troika vereinbarten Spar- und Reformprogramm über insgesamt 240 Mrd. € festhalten. Unsicher ist aber, ob sie wegen der schwierigen innenpolitischen Lage sowie der hauchdünnen Parlamentsmehrheit bis zu den nächsten Wahlen 2016 durchstehen wird.

Steigende Exporte und Investitionen

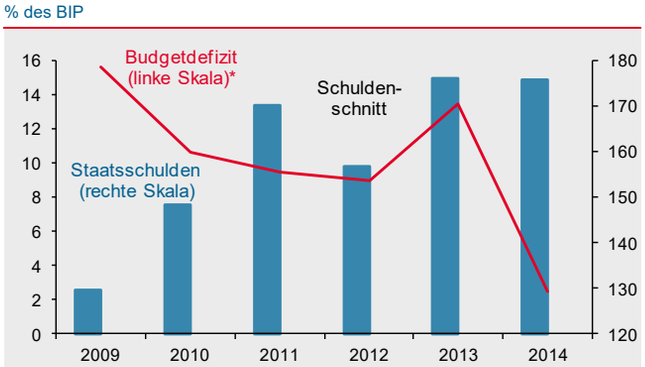
Vielleicht hilft das voraussichtliche Ende der Rezession 2014. Die Konjunkturhoffnungen liegen auf den Exporten und Investitionen, nachdem sich die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft durch die Lohnkürzungen spürbar verbessert hat. 2013 war ein gutes Tourismusjahr, was den BIP-Rückgang im Jahresverlauf kontinuierlich verlangsamte. 2014 werden Infrastruktur-Investitionsprogramme, mitfinanziert durch die EU und die Europäische Investitionsbank, das Wachstum stärken. Auch die Liquiditätsengpässe der Wirtschaft sollten sich nach der 2013 erfolgten Rekapitalisierung der Banken lindern. Notgedrungen dürfte allerdings 2014 der staatliche und private Konsum nochmals zurückgehen. Die schwache Inlandsnachfrage, die weiter fallenden Lohnstückkosten sowie die Liberalisierungen bei Produktmärkten werden 2014 voraussichtlich nochmals eine negative Inflationsrate von -0,4 % nach -0,8 % 2013 bedingen.

### Prognoseübersicht Griechenland

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | -6,4 | -4,0 | 0,5 | 1,5 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -9,0 | -13,5 | -2,5 | -1,5 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -3,4 | -0,1 | 0,5 | 1,0 |
| Arbeitslosenquote | % | 24,3 | 27,0 | 26,0 | 24,0 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 1,0 | -0,8 | -0,4 | 0,5 |

s=Schätzung, p=Prognose
Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Staatshaushalt auf dem Weg der Konsolidierung




* einschließlich Bankenrekapitalisierung
Quellen: EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research

Durchhalten nach beeindruckenden Fortschritten gefragt

Im hohen Haushaltsdefizit von 13,5 % des BIP im Jahr 2013 schlagen allein die Kosten für die Banken-Rekapitalisierung mit mehr als 10 Prozentpunkten zu Buche. Da diese einmalig sind, wird das Budgetdefizit 2014 voraussichtlich auf 2,5 % des BIP stark zurückgehen. Im Spargrogramm ist für 2014 ein Primärüberschuss (Staatshaushalt vor Zinszahlungen) von über 1 % des BIP vorgesehen, was für die Regierung nach einem bereits 2013 voraussichtlich ausgeglichenen Primärsaldo realisierbar ist. Allerdings sind für den Haushalt 2014 noch Finanzierungsquellen bzw. Ausgabenkürzungen über etwa 2 Mrd. € auszuloten. Bis 2016 fehlen dem Staat weitere 6,5 Mrd. €. Nach den Statuten des IWF können Kredittranchen nur gewährt werden, wenn das Anpassungsprogramm mindestens ein Jahr im Voraus voll finanziert ist. Die EU wird jedoch wahrscheinlich erst Mitte 2014 über weitere Hilfen an Griechenland entscheiden. Wenn sich die Staatsfinanzen stetig verbessern und die Wirtschaftsreformen fortgeführt werden, sollte sich die Regierung aber mit den öffentlichen Gläubigern über eine Anschlussfinanzierung nach dem Auslaufen des Programms Mitte 2014 verständigen können, zumal die erforderlichen Beträge überschaubar sind. Zudem hat Griechenland hinsichtlich der Sanierung der Staatsfinanzen seit 2009 so viel geleistet wie kein OECD-Land zuvor. Das oberste Ziel ist jetzt, mit besseren strukturellen Voraussetzungen einen nachhaltigen Wachstumsprozess einzuleiten.





## 3.3.7 Portugal: „Mühsam ernährt sich das Eichhörnchen“

Die fiskalischen Einschnitte, die gestiegene Arbeitslosigkeit sowie die hohe Verschuldung der privaten Haushalte und der Wirtschaft haben Portugal 2013 nochmals ein negatives Wachstum von voraussichtlich 2 % beschert. Als Mitglied der Eurozone kann Portugal kurzfristig vor allem über niedrigere Lohnkosten die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft steigern. Aufgrund eines Urteils des Verfassungsgerichts steigen aber die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten durch zwei wieder eingeführte monatliche Bonuszahlungen 2013 vorübergehend wieder. Die begonnenen Strukturreformen am Arbeitsmarkt, im Bildungswesen, in der Verwaltung und im Rechtssystem wirken sich dennoch zunehmend positiv aus. Die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft nimmt in Portugal zu, was die steigenden Exporte von Gütern und Dienstleistungen von 5 % 2013 und voraussichtlich auch 2014 belegen. Infolge einer nur noch wenig fallenden Inlandsnachfrage und des weiter positiven Außenbeitrags wird die Wirtschaft 2014 mit wahrscheinlich 0,5 % wieder leicht wachsen.

Standort wird attraktiver

In Portugal gingen aufgrund von Produktionsverlagerungen in andere Länder in den letzten Jahren viele Arbeitsplätze verloren. Über alle Branchen hinweg dominieren zudem kleine und mittelständische Unternehmen, die notwendige Investitionen kaum aus eigener Kraft finanzieren können und nur schwer Bankkredite erhalten. Eine neue staatliche Förderbank soll künftig die Kreditversorgung für diese Unternehmen verbessern. Darüber hinaus werden die Körperschaftsteuersätze kontinuierlich vermindert (bis 2016 unter 20 %). Der portugiesische Investitionsstandort wird deshalb gegenüber den Hauptkonkurrenten in Osteuropa wieder Boden gut machen.

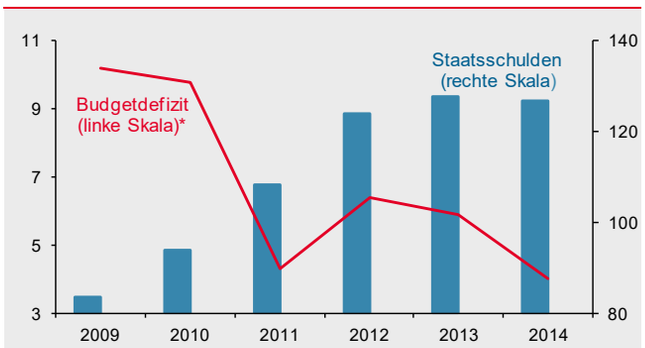
### Prognoseübersicht Portugal

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | -3,2 | -2,0 | 0,5 | 1,5 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -6,4 | -5,9 | -4,0 | -2,5 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -1,6 | 0,3 | 0,5 | 1,0 |
| Arbeitslosenquote | % | 15,9 | 17,4 | 17,7 | 17,3 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,8 | 0,6 | 1,0 | 1,0 |

s=Schätzung, p=Prognose
Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Staatshaushalt auf dem Weg der Konsolidierung

% des BIP




* einschließlich Bankenrekapitalisierung
Quellen: EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gehalts- und Rentenkürzungen

Zwar wurden vorgesehene Sparmaßnahmen vom Verfassungsgericht teilweise verworfen, dafür sorgte aber ein Quartalswachstum im 2. und 3. Quartal 2013 für höhere Staatseinnahmen als erwartet. Die Regierung kann daher die Zielvorgaben für 2013 des mit der EU und dem IWF vereinbarten Rettungspakets über knapp 80 Mrd. € für den Zeitraum 2011 bis Mitte 2014 wahrscheinlich einhalten. Das Haushaltsdefizit von knapp 6 % des BIP 2013 (einschließlich der Kapitalzufuhr in eine Geschäftsbank) soll 2014 auf 4 % vermindert werden. Positiv ist, dass dies vor allem über Kürzungen bei den Staatsausgaben angestrebt wird. Allerdings wird es fast alle staatlichen Bediensteten und Pensionäre treffen, die bis zu 12 % weniger Gehalt erhalten sollen. Darüber hinaus wird es empfindliche Einschnitte bei den Sozialleistungen geben. Diese Rosskur dient dazu, die Kapitalmarktfähigkeit des Landes bis zum Sommer 2014 wiederherzustellen. Auch wenn die Exporterfolge und Importeinschränkungen bereits 2013 die portugiesische Leistungsbilanz ins Plus gedreht haben sollten und sich die Finanzierungsbedingungen somit verbessern werden, ist dies noch unsicher. Die erwartete anziehende Konjunktur im Euroraum und insbesondere beim wichtigsten Handelspartner Spanien sowie ein breiter innenpolitischer Konsens für die Einführung weiterer Reformen und Sparmaßnahmen sind hierfür notwendige Voraussetzungen.



## 3.3.8 Irland: Aufbruch ohne Regenschirm

Wieder auf eigenen Füßen

Nach drei Jahren verlässt Irland im Dezember 2013 den „Rettungsschirm“, den die Troika aus EU, IWF und EZB über das Land gespannt hat. Seit Herbst 2010 war es nicht auf die Finanzmärkte angewiesen, denn sein Finanzierungsbedarf wurde in vollem Umfang von der Troika gedeckt. Nun kehrt der irische Staat komplett an die Finanzmärkte zurück, nachdem er vorher schon in kleinerem Umfang Anleihen platziert hat. Dies ist ein Schritt ohne Rückversicherung, denn die irische Regierung hat nach längerem Überlegen darauf verzichtet, mit den Geldgebern in Washington, Brüssel und Frankfurt Anschlusskreditlinien für den Notfall zu vereinbaren. Er unterstreicht die Zuversicht der Iren, dass man wieder auf eigenen Füßen stehen kann.

Unser Optimismus für die irische Wirtschaft ist soweit bestätigt worden. Entgegen manchen Prognosen war für Irland kein zweites Hilfsprogramm notwendig, obwohl die Partner die von den Iren erhoffte Vergemeinschaftung der vom Staat seit der Krise übernommenen Bankschulden bisher abgelehnt haben. Die Gesamtlage bleibt trotz der positiven Nachrichten alles andere als entspannt. Im Jahr 2013 ist die irische Wirtschaft im Schnitt kaum gewachsen – Stagnation beschreibt die Situation wohl am treffendsten. Angesichts des in den vergangenen zwölf Monaten schwachen Wachstums in den USA und der Rezession in der Eurozone kann dies aber nicht wirklich überraschen. Während die irischen Exporte stagniert haben, folgte die Inlandsnachfrage noch ihrem Abwärtstrend, obwohl die Hauspreise – zumindest in der wichtigen Region Dublin – schon wieder steigen und die Arbeitslosenquote ihren Hochpunkt bereits überschritten hat. Zwar schönt die Auswanderung die irischen Arbeitslosenzahlen, aber auch die Zahl der Beschäftigten nimmt seit Frühjahr 2012 zu. Die hohe Verschuldung der privaten Haushalte und der Zustand des Bankensystems sind aber nach wie vor wichtige Wachstumshemmnisse und werden dies auch 2014 bleiben.

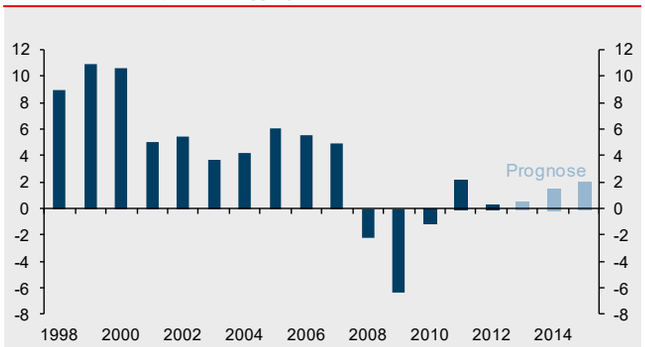
### Prognoseüberblick Irland

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 0,2 | 0,5 | 1,5 | 2,0 |
| Budgetsaldo* | % des BIP | -8,1 | -7,5 | -4,5 | -3,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 4,4 | 5,0 | 4,3 | 3,5 |
| Arbeitslosenquote | % | 14,7 | 13,7 | 13,3 | 12,9 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 1,9 | 0,5 | 0,9 | 1,5 |

* einschl. Hilfspakete für Banken s=Schätzung, p=Prognose
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Verhaltenes, aber positives Wachstum

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Andauernde Haushaltskonsolidierung

Zudem bleibt die Finanzpolitik auf der Bremse. 2013 lag der fiskalische Impuls laut IWF bei -2 Prozentpunkten des BIP. Auch der Haushalt für 2014 sieht wieder merkliche Einschnitte vor: Die Ausgaben sollen gekürzt, die Steuern erhöht werden. Die Maßnahmen summieren sich noch einmal auf rund 1,6 Prozent des BIP. Dies ist erforderlich, um das Defizit 2014 weiter zu reduzieren. Irland dürfte das Ziel von 5,1 % am BIP übererfüllen. Für 2013 liegen die Schätzungen derzeit bei 7,5 %.

Für 2014 rechnen wir mit einem Anstieg des realen BIP um 1,5 %. Die Preise bleiben unter Druck. Kleinere Verbrauchsteuererhöhungen zur Jahreswende werden von den rückläufigen Lohnstückkosten überkompensiert. Mit weniger als 1 % wird die Teuerung auch 2014 unter dem Schnitt der Euroländer liegen. Das Risiko einer Deflationsspirale ist in Irland trotz der niedrigen Teuerung gering. Allerdings erschwert es die niedrige Teuerung den Schuldnern, ihre reale Schuldenlast abzubauen.



## 3.3.9 Großbritannien: Kein Zurück in die gute alte Zeit

Großbritannien ist zurück. Nach Jahren der Krise und eines recht schwachen Wachstums blüht die britische Wirtschaft zunächst einmal auf. Im Sommerhalbjahr 2013 knüpfte das Königreich an alte Boomzeiten an, selbst wenn das Bruttoinlandsprodukt im gesamten Jahr voraussichtlich um nur 1,3 % zulegt. Steht die britische Wirtschaft aber tatsächlich vor einer verheißungsvollen Zukunft?

Alte Wachstumstreiber melden sich zurück

Der private Konsum erweist sich als eine der Stützen des Aufschwungs. Eine steigende Beschäftigung erhöht die Haushaltseinkommen, obwohl das Lohnwachstum noch verhalten ausfällt. Nach jahrelanger Zurückhaltung nimmt zudem die Ausgabebereitschaft zu. Die Hauspreise verteuern sich wieder spürbar, was auch die Laune der Verbraucher hebt. Gegen einen neuen Konsumrausch auf der Insel spricht jedoch der nach wie vor hohe Schuldenberg, den die privaten Haushalte vor sich hertragen und nicht wieder aufblähen möchten. Der Wohnungsbau wird sich vermutlich weiter beschleunigen.

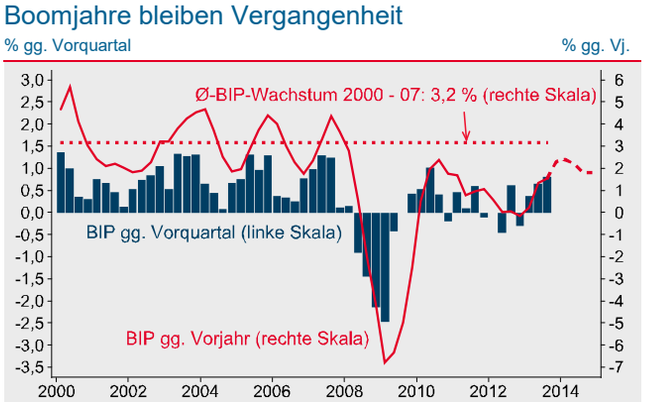
Die Unternehmen haben 2013 ebenfalls Lebenszeichen gesendet. Ihre Investitionen springen endlich an, Stimmungsindikatoren signalisieren sogar ein recht starkes Wachstum. Dass Unsicherheitsfaktoren wie die europäische Schuldenkrise oder die britische Austeritätspolitik an Bedeutung verloren haben, förderte die Ausgabenfreude der Unternehmen. 2014 dürften die Investitionen weiter anziehen. Allerdings hemmt die Schuldenproblematik auch den Unternehmenssektor. Außerdem sprudeln die Gewinne nicht mehr kräftig, so dass dem Zuwachs Grenzen gesetzt sind. Während der Staat aufgrund seiner weiter verfolgten Haushaltskonsolidierung negative Impulse gibt, wird sich der Außenhandel vermutlich positiv entwickeln. Die Nachfragebelebung des Haupthandelspartners Eurozone hilft der britischen Exportwirtschaft. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt in Großbritannien 2014 – auch Schottland wird nach dem Unabhängigkeitsreferendum im September noch dazugehören – um 2 % zulegen. Das wäre zwar der stärkste Anstieg seit der Rezession 2008/2009, an das Wachstum der Vorkrisenzeit von mehr als 3 % kann das Land hingegen nicht anknüpfen.

### Prognoseüberblick Großbritannien

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 0,1 | 1,3 | 2,0 | 1,8 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -6,1 | -6,2 | -5,5 | -5,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -3,8 | -3,3 | -2,0 | -1,7 |
| Arbeitslosenquote | % | 8,0 | 7,7 | 7,3 | 6,9 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,8 | 2,6 | 2,3 | 2,5 |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung p=Prognose

### Boomjahre bleiben Vergangenheit




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bank of England belässt Leitzins

Das freundlichere Wachstumsumfeld hat die Bank of England (BoE) zur Kenntnis genommen. Unter ihrem neuen Chef Carney band die Notenbank ihren Niedrigzins an eine Schwelle von 7,0 % bei der Arbeitslosenquote. Erst nach Unterschreiten dieser Marke, was die BoE mittlerweile im Verlauf von 2015 erwartet, seien Zinsanhebungen möglich. Eine Inflation, die sich wohl 2014 nur noch leicht oberhalb der Zielmarke von 2,0 % befinden wird, gibt der Notenbank Spielraum, ihre expansive Politik beizubehalten – neuerliche Wertpapierkaufprogramme stehen aber nicht zur Diskussion. Erst mit Blick auf 2015 sollte das Thema Zinswende heißer gekocht werden. Ein etwas wachsender Zinsvorteil dürfte dem Pfund Sterling einen leichten Schub gegenüber dem Euro geben.



## 3.3.10 Schweiz: Alpiner Gipfelstürmer

Solides Wachstum trotz Handicaps

Als kleine Volkswirtschaft, die stark von den Exporten in die Eurozone abhängt und deren Währung im Rahmen der europäischen Schuldenkrise zu einer der bevorzugten Fluchtwährungen wurde, waren die konjunkturellen Aussichten für die Schweiz in den letzten Jahren eigentlich alles andere als rosig. In den Jahren nach der Finanzkrise wertete der Schweizer Franken handelsgewichtet um gut 15 % auf. Auch wenn der zusätzliche Sprung nach oben im Sommer 2011 nur kurzlebig war, lag der reale Außenwert 2011 im Schnitt noch einmal 10 % über dem Vergleichswert von 2010. Üblicherweise wirken sich solche Wechselkursbewegungen nur mit Verzögerung auf die Realwirtschaft aus. Um so erstaunlicher ist, dass die eidgenössische Konjunktur bis heute keinen Einbruch erlitten hat, obwohl zur Aufwertung noch die einbrechenden Importe in einigen Nachbarländern hinzu kamen. Stattdessen wächst die Schweiz bereits seit Ende 2011 Quartal für Quartal stärker als die Eurozone – eine sehr ungewöhnliche Situation, denn sie war vorher eigentlich nicht als ein Land bekannt, das sich durch ein besonders hohes Trendwachstum auszeichnet. Derzeit scheint das Potenzialwachstum aber bei immerhin rund 2 % zu liegen und damit auf Augenhöhe mit demjenigen in den USA.

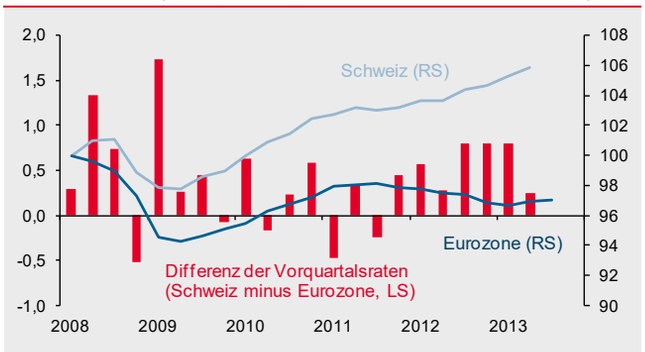
### Prognoseüberblick Schweiz

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 1,0 | 1,9 | 1,8 | 2,1 |
| Budgetsaldo | % des BIP | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,8 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 11,2 | 13,6 | 15,0 | 17,0 |
| Arbeitslosenquote | % | 2,9 | 3,2 | 3,1 | 2,8 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | -0,7 | -0,1 | 0,5 | 0,8 |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Schweiz mit deutlichem Vorsprung

Reales Bruttoinlandsprodukt, indexiert, Q1 2008 = 100 Prozentpunkte




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Weiter konjunkturelle Vorhut in Europa

Ihren konjunkturellen Vorsprung dürfte die Schweiz 2014 beibehalten, wenn auch mit abnehmender Tendenz. Sie profitiert zwar von der Erholung der europäischen und globalen Nachfrage, aber eben nur unterproportional. Ein Aufwärtsrisiko für die Wachstumsprognose stellt der private Konsum dar, bei dem wir für 2014 nach den sehr hohen Zuwachsraten der jüngsten Vergangenheit (2012 und 2013 real jeweils knapp 2,5 %) eine gewisse Normalisierung unterstellt haben. Im Gegensatz zu den meisten Nachbarländern besteht in der Schweiz für die öffentlichen Haushalte kein dringender Konsolidierungsbedarf. Für 2014 wird allerdings mit einer Fiskalpolitik gerechnet, die das Wachstum um etwa einen halben Prozentpunkt dämpfen sollte. Wir erwarten für das Gesamtjahr einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,8 %, nach – angesichts der langen Rezession in der Eurozone erstaunlich hohen – 1,9 % 2013.

Die Verbraucherpreise, die nicht zuletzt als Spätfolge der starken Währung 2012 und 2013 gefallen sind, dürften 2014 im Schnitt wieder leicht zulegen. Mit einem Anstieg von nur 0,5 % rechnen wir mit einer höheren Teuerungsrate als die Schweizerische Notenbank (SNB), die auch für 2014 noch einmal ein rückläufiges Preisniveau erwartet. Entscheidend ist allerdings, dass das Ziel der SNB – ein Preisanstieg unterhalb von 2 % – auf absehbare Zeit nicht gefährdet ist. Sie wird daher voraussichtlich an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten und trotz der positiven wirtschaftlichen Lage 2014 nicht an der Zinsschraube drehen. Auch an der aktuellen Untergrenze von 1,20 Franken je Euro dürfte sich nichts ändern. Wie in anderen Industrieländern birgt die Geldpolitik der SNB aber Risiken und Nebenwirkungen. So sorgt man sich in der Schweiz bereits seit einiger Zeit über die Gefahr einer Immobilienblase.





## 3.3.11 Schweden: „Innere Werte“

Inlandsnachfrage gibt Impulse

Nachdem das schwedische BIP zwei Jahre in Folge real wenig gewachsen ist (2012 und 2013 je 1 %), lassen verschiedene Faktoren für 2014 ein beschleunigtes Tempo erwarten. Dazu zählt die deutlich aufgehellte Verbraucherstimmung, die sich aus einer Kombination von niedrigen Inflationsraten, höheren Beschäftigungszahlen durch mehr Teilzeitkontrakte und weiter steigenden Hauspreisen ableitet. Die Rahmenbedingungen für den privaten Verbrauch haben sich damit verbessert. Allerdings sinkt die Arbeitslosenquote erst 2014 im Zuge der Konjunkturbeschleunigung wieder unter 8 % (Eurostat-Definition). Die gestiegene Kapazitätsauslastung und die Zunahme der Auftragseingänge legen die Basis für ein Plus bei den Investitionen und unterstützen damit das Bild eines Aufschwungs aus der Binnennachfrage. Im Laufe von 2014 ist auch von einem vermehrten Exportwachstum auszugehen. Insgesamt dürfte das BIP dann wieder mehr als 2 % gegenüber dem Vorjahr zulegen.

Von der Politik kommen zusätzliche Impulse: Angesichts der recht schwachen Konjunktur nutzt die Mitte-Rechts-Regierung von Ministerpräsident Reinfeldt auch ohne Mehrheit im Parlament den Handlungsspielraum vergleichsweise guter Haushaltsdaten und strebt für 2014 eine moderat expansive Fiskalpolitik an. Besonders die geplante Senkung der Einkommensteuer – termingerecht im Vorfeld der Parlamentswahlen im kommenden September – dürfte zu einer Fortsetzung des Verbraucheroptimismus beitragen. Trotz des stärkeren BIP-Wachstums wird das Budgetdefizit daher leicht steigen, mit etwa 1,5 % des BIP aber moderat bleiben. Mittelfristig wird ein Budgetüberschuss in gleicher Höhe angestrebt.

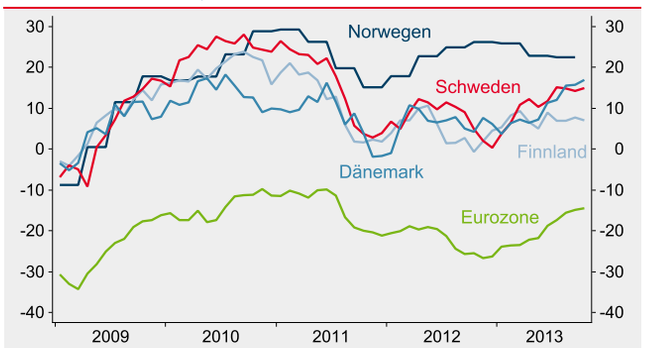
### Prognoseübersicht Schweden

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 1,0 | 1,0 | 2,5 | 2,6 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -0,2 | -0,9 | -1,5 | -1,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 6,2 | 5,9 | 5,6 | 5,5 |
| Arbeitslosenquote (EU) | % | 8,0 | 8,0 | 7,8 | 7,5 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 0,9 | 0,0 | 1,3 | 1,5 |

Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Konsumenten vorsichtig optimistisch

EU-Verbrauchervertrauen, Saldo




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Leitzinsen „on hold“

Die Riksbank hat den Leitzins zuletzt im Dezember 2012 auf 1 % gesenkt. Mit den positiveren Konjunktursignalen steht die Frage nach Zinserhöhungen im Raum, zumal die Hauspreise in Schweden nach leichten Korrekturen wieder gestiegen sind. Damit schwindet vorerst die Bedrohung plötzlich fallender Immobilienpreise, die die Wirtschaft über den Vermögensverlust der privaten Haushalte ins Trudeln bringen könnte.

Die Schwedische Krone hat zwar Aufwertungspotenzial, eine deutliche Aufwertung der Währung, die der internationalen Wettbewerbsfähigkeit schaden und den aufkeimenden Aufschwung bremsen würde, ist aber nicht erwünscht. Zinsanhebungen stehen daher aktuell nicht auf der Agenda der Geldpolitik, zumal sich der Preisauftrieb seit Monaten nahe der Nulllinie bewegt. Aber auch Zinssenkungen lehnt die Mehrheit des Zentralbankrats ab. Zwar wird die Inflation 2014 unterhalb des mittelfristigen Zielwertes von 2 % bleiben. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist in den letzten Jahren jedoch stark gestiegen. Restriktivere Eigenkapitalregeln für die Banken sollen hier ein Gegengewicht schaffen und für Stabilität sorgen. Im Licht dieser widerstreitenden Faktoren hat die Notenbank eine Beibehaltung ihres aktuellen Zinskurses signalisiert, so dass erst für die zweite Jahreshälfte 2014 von einer Zinsanhebung auszugehen ist, wenn sich ein stärkeres BIP-Wachstum manifestiert.



## 3.3.12 Norwegen: Land des Lächelns

BIP-Wachstum 2014 wieder über 2 %

Ab 2014 kann in Norwegen beim BIP-Wachstum wieder mit Werten über 2 % gerechnet werden, nach 1,9 % 2013 (Festland-Abgrenzung). Die Ausfuhren, die zu etwa 80 % in die EU gehen, sind 2013 noch geprägt vom schwachen Wachstum der Exportdestinationen, profitieren jedoch 2014 von der Konjunkturbelebung in Europa. Beim Konsum stehen die Zeichen auf stabiles Wachstum. Die Inflation bleibt mit Werten von gut 2 % auf absehbare Zeit im Rahmen, auch wenn von der Konjunktur sowie von der Lohn- und Währungsseite etwas mehr Schub kommt. Bei der Hauspreisentwicklung, die seit einiger Zeit Anlass zu Überhitzungsbefürchtungen gibt, deuten die Zuwachsraten zuletzt auf eine leichte Entspannung.

Norwegen grenzt sich von anderen europäischen Ländern durch seinen umfangreichen Energiesektor ab, von dem die Wirtschaft abhängig ist, der aber auch hohe Einnahmen generiert. Daraus resultieren herausragende Haushaltsdaten mit regelmäßig zweistelligen Überschüssen. Der von der Nationalbank verwaltete staatliche Pensionsfonds, der die Einnahmen aus dem Energiesektor investiert, um für Zeiten nachlassenden Energiereichtums vorzusorgen, ist legendär. Das Vermögen des Fonds beträgt mittlerweile rund 600 Mrd. Euro, maximal 4 % des Marktwertes dürfen pro Jahr dem öffentlichen Budget zugeführt werden. Er beschert Norwegen im Gegensatz zu anderen Ländern ein Nettovermögen und der Regierung eine gute Basis für die Finanzierung des Wohlfahrtsstaates.

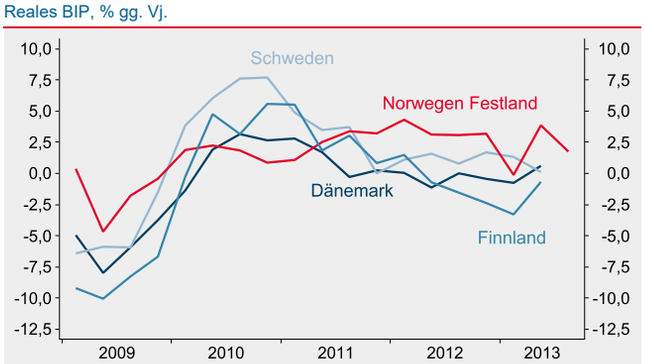
### Prognoseübersicht Norwegen

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real (Festland) | % gg. Vj. | 3,4 | 1,9 | 2,4 | 2,5 |
| Budgetsaldo | % des BIP | 13,6 | 13,6 | 13,0 | 12,8 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 14,3 | 13,3 | 12,8 | 13,0 |
| Arbeitslosenquote | % | 3,2 | 3,6 | 3,5 | 3,5 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 0,8 | 2,1 | 2,3 | 2,4 |

Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Norwegen mit Wachstumsvorsprung

Reales BIP, % gg. Vj.




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Von dieser komfortablen Situation wird auch die neue Minderheitsregierung von Konservativen und der weiter rechts stehenden Fortschrittspartei unter der Führung von Ministerpräsidentin Solberg profitieren, die per Kooperationsvertrag von den beiden kleinen bürgerlichen Parteien unterstützt wird. Über die gemäßigt expansive Ausrichtung der Fiskalpolitik herrscht über Parteigrenzen hinweg Konsens, die Finanzierbarkeit ist unstrittig. Das Regierungsprogramm enthält keinen Kurswechsel, eher graduelle Änderungen, wie Steuererleichterungen, Maßnahmen zur Steigerung des Wettbewerbs im Sozialwesen und Investitionen in den Bildungsbereich sowie in die Infrastruktur.

Leitzinsen vorerst stabil

Der Leitzins verharrt seit März 2012 bei 1,5 %. Die jüngsten Schwankungen der Inflationsrate rechnet die Notenbank zumindest teilweise methodischen Änderungen zu. Ihr Ziel einer mittelfristigen durchschnittlichen Rate von 2,5 % wird im Jahresdurchschnitt 2013 noch unterschritten, allerdings legt die Teuerung insgesamt zu. Die norwegische Zentralbank dürfte den Leitzins zunächst auf dem aktuellen Niveau halten. Für die nächsten Quartale geht sie aber von höheren Werten für das BIP-Wachstum und die Kerninflation aus. Die Überbewertung der Krone wurde im zweiten Halbjahr 2013 deutlich abgebaut, da die Investoren im Zuge der internationalen Konjunkturerholung wieder eine größere Auswahl an Anlagedestinationen sehen. Bestätigen die Daten der kommenden Monate die Annahmen der Notenbank zu Konjunkturentwicklung, ist für 2014 mit vorsichtigen Zinserhöhungen zu rechnen, was wiederum die Währung stärkt. Aufwertungstendenzen, die der Wettbewerbsfähigkeit des Landes schaden könnten, wird die Zentralbank jedoch auch 2014 genau im Blick behalten.



## 3.3.13 Polen: Politische Innovationskraft gebremst

Inlandsnachfrage legt 2014 zu

Die Jahresdurchschnittswerte 2014 dürften beim Wirtschaftswachstum, bei der Inflation und bei der Arbeitslosigkeit widerspiegeln, was sich bereits im zweiten Halbjahr 2013 andeutet: Die wirtschaftliche Erholung hat auch in Polen eingesetzt. Allerdings führen die schwachen Werte vom Jahresanfang dazu, dass das reale BIP-Wachstum 2013 gegenüber dem Vorjahr kaum über 1 % steigt. Ab 2014 tritt die Inlandsnachfrage wieder stärker in den Vordergrund und löst als Wachstumstreiber die Nettoexporte ab, die bei schwachen Importen bislang maßgeblich waren. Der private Verbrauch wird begünstigt von der moderaten Teuerung und der von hohem Niveau zurückgehenden Arbeitslosigkeit. Die Investitionen dürften von der gestiegenen Kapazitätsauslastung und dem Aufwärtstrend bei Produktion und Auftragseingängen profitieren. Mit der verstärkten Dynamik wird auch die Inflation 2014 wieder auf einen Jahresdurchschnitt von knapp 2 % anziehen, nach rund 1 % 2013. Die BIP-Wachstumsrate bleibt mit über 2 % im EU-Vergleich überdurchschnittlich. Sie entspricht in etwa dem von der Weltbank geschätzten derzeitigen Potenzialwachstum, das allerdings aufgrund mangelnder Innovationskraft spürbar gesunken ist.

In der zurückliegenden Krise konnte Polen mit Hilfe seiner antizyklischen Fiskalpolitik als einziges EU-Land eine Rezession verhindern. Doch ist das Land bei einem Defizit von über 4 % des BIP 2013 durch die Maastricht-Verträge zum Sparen angehalten. 2014 wird aufgrund hoher Einmaleinnahmen durch die Überführung von Pensionsvermögen an den Staat ein Überschuss erzielt. Außerdem sollen noch einmal Verbrauchsteuern angehoben und die Löhne im öffentlichen Sektor eingefroren werden. Die für Ende 2015 angesetzten Wahlen und die schwindende Unterstützung für Ministerpräsident Tusk werden jedoch größere Reformen und einen drastischen Sparkurs verhindern. Konjunkturelle Impulse soll die Ausweitung von Kreditgarantien für kleine Unternehmen liefern. Eine stabile Haushaltslage zu signalisieren hat für die Regierung allerdings einen hohen Stellenwert. Dies zeigt auch der umstrittene Eingriff in das Rentensystem, den bereits andere Länder der Region vollzogen haben. Das höhere Wirtschaftswachstum wird ein Übriges tun, das Maastricht-Ziel 2015 in Reichweite zu rücken, während die Anhebung des Rentenalters sich erst langfristig positiv auf den Staatshaushalt auswirken wird.

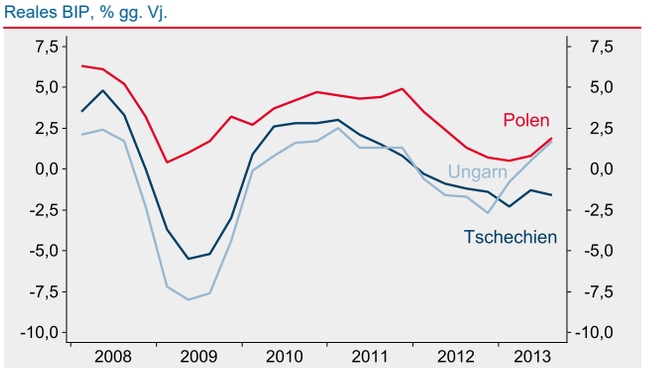
### Prognoseübersicht Polen

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 1,9 | 1,3 | 2,4 | 2,6 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -3,9 | -4,4 | 4,3 | -3,3 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -3,5 | -1,7 | -2,0 | -2,3 |
| Arbeitslosenquote | % | 12,8 | 13,5 | 13,3 | 13,0 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 3,7 | 0,9 | 1,7 | 2,0 |

Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Talsohle durchschritten

Reales BIP, % gg. Vj.




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro nicht vor 2015

Für ausländische Investoren bleibt Polen aufgrund seiner engen Einbindung in die EU, seiner wirtschaftlichen und politischen Stabilität und nicht zuletzt seiner steuerlich geförderten Sonderwirtschaftszonen attraktiv. Die Einführung des Euro würde zwar für Investoren zusätzliche Sicherheit bringen. Darüber dürfte jedoch nicht vor 2015 entschieden werden, also nach den Parlaments- und Präsidentenwahlen. Derzeit fehlen politische Mehrheiten für die Schaffung einiger gesetzlicher Voraussetzungen. So nutzt die polnische Zentralbank ihre geldpolitische Eigenständigkeit zur Konjunkturstimulierung: Bis Mitte 2013 senkte sie mehrfach den Leitzins auf das aktuelle historische Tief von 2,5 %, wo er zunächst bleiben dürfte. Den Zloty, der sich seit Mitte 2013 auf einem Aufwertungspfad befindet, konnte dies bislang nicht stoppen. Mittelfristig wird sich Polen, mit einem Anteil von rund 5 % am EU-BIP das größte der 2004 beigetretenen Länder, nicht der Euro-Einführung verweigern können.



## 3.3.14 Ungarn: Lenkungseinfluss in der Wirtschaft

In Ungarn deuten verschiedene Indikatoren auf eine Beschleunigung der Konjunkturdynamik hin. Auftragseingänge und Produktion sind im Aufwärtstrend, Stimmungsindikatoren von Verbrauchern und der Industrie legen seit Monaten deutlich zu. Noch hat sich dies im Einzelhandel nicht niedergeschlagen. Höhere verfügbare Realeinkommen in Verbindung mit einer langsam sinkenden Arbeitslosenquote sollten allerdings in den nächsten Monaten für Impulse sorgen. 2014 dürfte der zunehmende konjunkturelle Schwung bei den Handelspartnern die Exporte stärken. Insgesamt ist damit nach schwachen Ergebnissen in den Vorjahren erstmals wieder mit einem Wirtschaftswachstum von real über einem Prozent (+1,7 %) zu rechnen.

Parlamentswahlen im Frühjahr 2014

Dabei ist die Konjunkturstimulierung massiv: Mehrfache staatlich verordnete Reduktionen der Energiepreise senken die Inflation und heben die Stimmung der Verbraucher, ebenso wie Beschäftigungsprogramme, die dazu beitragen, dass die Arbeitslosigkeit von hohen Werten Anfang 2013 bis zur Jahreswende auf den niedrigsten Stand seit Jahren sinkt. Zusätzlich hat die Regierung die Banken zu einem Programm genötigt, das die Last der in ausländischer Währung aufgenommenen Hypothekenkredite für die privaten Haushalte erleichtert. Diese Kredite lauten meist auf Euro oder Franken und verteuerten sich in den letzten Jahren stark aufgrund der Forint-Abwertung. Mit dieser Maßnahme hält die Regierung das Stimmvolk vor den Parlamentswahlen im Frühjahr 2014 bei Laune. Sie dehnt aber auch das öffentliche Defizit trotz des Rekord-Mehrwertsteuersatzes von 27 % und zahlreicher Sondersteuern bis auf die Maastricht-Grenze von 3 % des BIP aus. Von diesem Niveau wird es sich in absehbarer Zeit nicht lösen können, da strukturelle Hemmnisse verhindern, dass die Konjunktur deutlicher an Schwung gewinnt. Dazu zählen die Verfügbarkeit von Fachkräften und die Höhe der Arbeitskosten, die mangelnde Rechtssicherheit und die Korruption – Faktoren, die von potenziellen Investoren äußerst kritisch beurteilt werden.

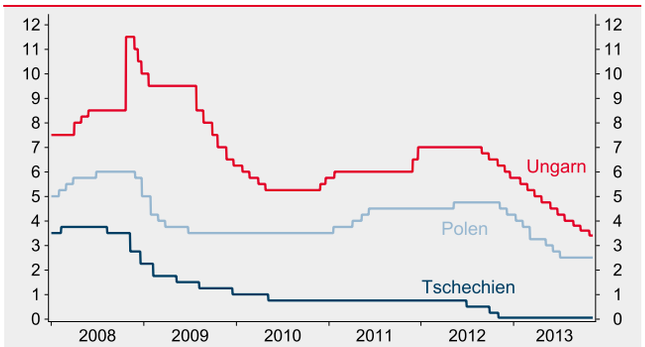
### Prognoseübersicht Ungarn

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | -1,7 | 0,7 | 1,7 | 1,7 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -2,0 | -3,0 | -3,1 | -3,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 1,1 | 3,0 | 2,5 | 2,0 |
| Arbeitslosenquote | % | 10,9 | 11,0 | 10,5 | 10,0 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 5,7 | 2,1 | 2,3 | 3,0 |

*Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research* *s=Schätzung, p=Prognose*

### Staatlich gesteuerte Zinspolitik in Ungarn

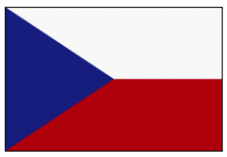
Leitzinsen in %




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Notenbank unter Regierungseinfluss

Die Investitionsbereitschaft zu steigern und die Konjunktur anzuregen hat sich die Ungarische Notenbank auf die Fahnen geschrieben bzw. schreiben müssen. Denn unter dem wachsenden Druck der Regierung hat sie konsequent den Leitzins auf das Allzeittief von 3,4 % gesenkt und so gegenüber August 2012 quasi halbiert. Seit April 2013 manifestiert sich dieser Einfluss mit dem ehemaligen Wirtschaftsminister Matolcsy an der Spitze des Zentralbankrates in aller Offenheit. Begünstigt wird diese Politik des lockeren Geldes von der wiederum durch Regierungseinfluss rückläufigen Inflation und der internationalen Geldpolitik, die eine zu starke Abwertung des Forint verhindert. Denn abgesehen von den hohen Auslandsschulden der privaten Haushalte und Unternehmen lauten auch etwa 40 % der Staatsschulden auf ausländische Währungen. So würde eine weitere Schwächung des Forint, der sich nahe der Marke von 300 Forint je Euro bewegt, die Staatsschuldenlast weiter erhöhen. Daher wird die Notenbank die verlängerte Phase der lockeren Geldpolitik weiterhin zur Konjunkturstimulierung nutzen, dürfte aber auf internationale Zinsstraffungstendenzen umgehend reagieren. Die Einführung des Euro wäre bei Erfüllung der Maastricht-Kriterien zur Stabilisierung hilfreich, jedoch dürfte Premierminister Orban den damit einhergehenden Souveränitätseinbußen skeptisch gegenüber stehen.





## 3.3.15 Tschechien: Politische Unsicherheiten belasten

Für 2014 kann in Tschechien nach zwei Jahren mit negativen Jahresraten endlich wieder mit einem Wirtschaftswachstum von 1,6 % gerechnet werden. Beiträge dazu leisten gute Ausfuhrergebnisse dank einer günstigen Entwicklung in wichtigen Exportmärkten und der Unterstützung von der Währungsseite. Hinzu kommen Impulse von der Fiskalpolitik sowie verbesserte Rahmenbedingungen für den privaten Konsum. Eine Aufhellung deutete sich Ende 2013 auch in der Industrie an: Auftragseingänge und Produktion schwenkten in einen Aufwärtstrend ein. Aus dem für Tschechien so wichtigen Automobilsegment kommen positive Signale, insbesondere bei den Auslandsaufträgen. So dürfte bei einer Kapazitätsauslastung, die wieder deutlicher oberhalb des langjährigen Durchschnitts liegt, der Bremseffekt von der Investitionsseite nachlassen, der 2013 noch spürbar war. Insgesamt kommt zunächst Antrieb von den Nettoexporten, bevor im weiteren Verlauf die Inlandsnachfrage an Bedeutung gewinnt. Allerdings bleibt der Schwung in Tschechien unter den Möglichkeiten und hinter den Nachbarn zurück.

Konjunktur und Energiepreise bremsen Teuerung

Die Inflation unterliegt gegenläufigen Einflüssen: Zwar steigen ab Januar 2014 nochmals Verbrauchsteuern auf Tabak und Alkohol. Bereits 2013 waren die Mehrwertsteuer und verschiedene Verbrauchsteuern angehoben worden. Jedoch ist bei gesunkenen Reallöhnen der Spielraum für höhere Preise noch begrenzt. Außerdem haben die Versorgungsunternehmen für 2014 starke Strompreissenkungen angekündigt. Nach 1,5 % 2013 wird die jahresdurchschnittliche Inflationsrate 2014 daher trotz des stärkeren Wachstums und Impulsen von der Währungsseite niedriger liegen. Die Teuerung bleibt damit unterhalb des Zentralbankziels von 2 %, so dass von einer Fortsetzung der lockeren Geldpolitik auszugehen ist.

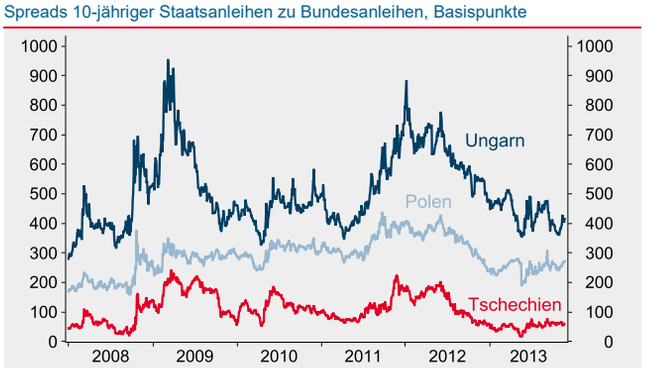
### Prognoseübersicht Tschechien

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | -1,0 | -1,3 | 1,6 | 1,6 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -4,4 | -2,9 | -3,2 | -3,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -2,6 | -2,0 | -1,8 | -1,7 |
| Arbeitslosenquote (EU) | % | 7,0 | 7,1 | 7,0 | 6,9 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 3,3 | 1,5 | 1,0 | 1,8 |

Quellen: Eurostat, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Geringe Risikoaufschläge für Tschechien

Spreads 10-jähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen, Basispunkte




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Zentralbank ist entschlossen, diesen Kurs weiter zu fahren. Dies hat sie mit der Devisenmarktintervention Anfang November 2013 bewiesen, die den Euro-Kronen-Kurs von 25,7 auf gut 27 Kronen katapultierte. Da beim Leitzins von 0,05 % – abgesehen von Negativzinsen – kein Spielraum mehr besteht, kann davon ausgegangen werden, dass dieses Instrument bei Bedarf weiter zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Exporte und damit zur Konjunkturstimulierung genutzt werden soll. Einer baldigen Option auf den Euro erteilt Tschechien damit eine Absage, denn mit dem Beitritt zum Europäischen Wechselkurs-Mechanismus bestünde diese Handlungsfreiheit nicht mehr. Der günstigen Riskikoeinschätzung des Landes am Bondmarkt tat die Intervention keinen Abbruch: Die Spreads zu deutschen 10-jährigen Staatsanleihen bewegen sich weiterhin bei rund 60 Basispunkten und liegen damit deutlich niedriger als in Polen und Ungarn.

Schwache Regierung in schwierigen Zeiten

Damit dies so bleibt, muss mit den seit der Wahl im Oktober 2013 schwierigen Mehrheitsverhältnissen verantwortungsvoll umgegangen werden. Die Ausrichtung der Fiskalpolitik sollte überdacht und Hindernisse für Investitionen und einen funktionierenden Staatsapparat müssen beseitigt werden. Zu nennen sind hier häufige, z.T. kurzfristige Gesetzesänderungen und die mangelnde Transparenz bei der Vergabe öffentlicher Aufträge, aber auch die Korruptionsproblematik.





## 3.3.16 Russland: Reformen im niedrigen Gang

Seit Ende 2011 ist das BIP-Wachstum in Russland stetig gefallen; im dritten Quartal 2013 erreichte es nach vorläufigen Daten gerade noch 1,2 %. Der Außenbeitrag ist wegen der außer dem Rohstoffsektor begrenzten Exportmöglichkeiten deutlich negativ und bremst das Wirtschaftswachstum spürbar. Aber auch die Inlandsnachfrage als Hauptwachstumsträger hat deutlich an Fahrt verloren. Einzig der private Konsum profitiert noch von weiter steigenden Reallöhnen und der niedrigen Arbeitslosigkeit. Das BIP wird daher 2013 nur mit 1,5 % zulegen, 2014 und 2015 dürfte sich das Wachstum wieder auf rund 3 % beschleunigen. Was Russland braucht ist allerdings nicht ein konsum-, sondern ein produktionsgetriebenes Wachstum über den Ausbau einer wettbewerbsfähigen Industrie mit hoher Wertschöpfung. Der dominierende Energiesektor wird seine Ausbringung nur noch langsam erhöhen können, da die Förderbedingungen allgemein schwieriger werden. Der Standort leidet nach wie vor unter Kapitalabflüssen, die von der Zentralbank für 2013 auf über 60 Mrd. US-Dollar prognostiziert werden.

Hoher Staatsanteil in der Wirtschaft

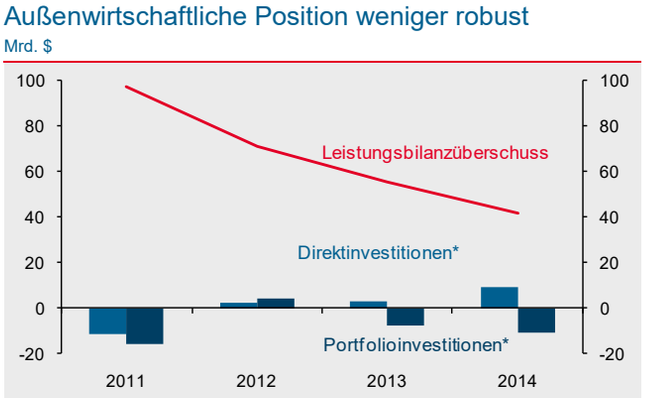
Der Exodus von Kapital kann nur über Reformen gestoppt werden. Für ein über Investitionen erzeugtes nachhaltiges Wachstum sind zuverlässige Institutionen, die Bekämpfung von Bürokratie und Korruption sowie eine gute Infrastruktur unerlässlich. Besserung kündigt die Regierung stets an, doch erfolgen die Reformen dann nur halbherzig und langsam. Der Staat kontrolliert etwa die Hälfte der Wirtschaft. Die Privatisierungsziele sind für 2014 niedrig angesetzt. Mit dem Nationalen Wohlfahrtsfonds, der sich allerdings auf nur etwa 4 % des BIP beläuft, sollen in den kommenden Jahren infrastrukturelle Großprojekte finanziert werden.

### Prognoseübersicht Russland

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 3,4 | 1,5 | 3,0 | 3,3 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -0,1 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 3,5 | 2,6 | 1,8 | 1,5 |
| Arbeitslosenquote | % | 5,5 | 4,8 | 4,5 | 4,3 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 5,1 | 6,5 | 5,5 | 5,0 |

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Außenwirtschaftliche Position weniger robust

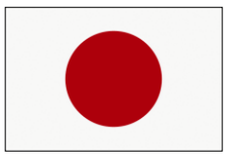



* netto

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflationsziel wird wichtiger

Auffallend ist, dass in Schwellenländern wie Russland und Brasilien ein Inflationsbewusstsein entsteht. Entgegen den Erwartungen genießt das Inflationsziel unter der neuen Zentralbankpräsidentin Nabiullina zulasten einer Wachstumsstimulierung einen hohen Stellenwert. Seit September 2012 blieben die Leitzinsen unverändert, da die Inflationsrate außerhalb des Zielbandes von 5 bis 6 % verharrte. Seit September 2013 liefert allein das wöchentliche Zentralbankgeld den marktnahen Leitzins, um die Glaubwürdigkeit und Kommunikation der Zentralbank mit der Öffentlichkeit zu verbessern. Die Zielspanne für die Inflation soll 2014 gesenkt werden, was aus heutiger Sicht ambitioniert erscheint. Das Haushaltsdefizit liegt ohne Exportsteuern auf Energie 2013 und voraussichtlich auch 2014 bei 10 % des BIP, unter Berücksichtigung der Energieeinnahmen bei nur 0,5 % des BIP. Gegenwärtig sind Ölpreise von 120 US-Dollar je Fass für einen ausgeglichenen Haushalt erforderlich. Die Staatsausgaben werden nach einer neuen Fiskalregel, die sich an historischen Ölpreisen ausrichtet, begrenzt. Bei hohen Ölpreisen sollen zudem Guthaben im Reservefonds auf-, bei niedrigen Ölpreisen abgebaut werden. Deshalb konnte die Regierung 2013 auch kaum Wachstum über höhere Staatsausgaben stimulieren. Hoffentlich bleibt die russische Regierung bei dieser Tugend, denn das würde das Vertrauen in die Stabilitäts- und Reformpolitik insgesamt erhöhen.





## 3.4 Asien: Verhalten

### 3.4.1 Japan: Spagat zwischen Haushaltsdisziplin und Konjunkturdynamik

Die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt sorgte unlängst für eine Überraschung. Denn mit fast 2 % BIP-Anstieg dürfte Japan 2013 zum wiederholten Mal das am stärksten expandierende G7-Land sein. Doch wie nachhaltig ist der gesamtwirtschaftliche Aufschwung Nippons? Dies hängt entscheidend davon ab, wie konsequent die als „Abenomics“ bezeichnete Wirtschaftspolitik weiter verfolgt wird. Die bisherige Kombination aus ultralockerer Geldpolitik und fiskalpolitischen Stimuli, die von einer spürbaren Yen-Schwäche und einem deutlichen Kurssprung am japanischen Aktienmarkt begleitet wurde, reicht auf Dauer nicht aus. Strukturreformen sind mehr als überfällig, um Japan auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu bringen. Wichtig sind insbesondere die Deregulierung von Unternehmenssektor und Arbeitsmarkt sowie die Öffnung für den internationalen Wettbewerb, die nun mit einem Handelsabkommen in der Pazifik-Region angegangen wird (transpazifische Partnerschaft von zwölf Nationen). In puncto Reformen weht dem japanischen Ministerpräsidenten Abe jedoch ein eisiger Wind auch aus der eigenen Partei entgegen.

Mehrwertsteuererhöhung kostet Wachstum

Gleichzeitig sieht er sich mit der ausufernden Staatsverschuldung konfrontiert, die mittlerweile rund 230 % des BIP ausmacht. So muss Abe den Spagat schaffen zwischen mehr Haushaltsdisziplin einerseits und einer fortgesetzten Konjunkturerholung andererseits. Dies versucht er mittels Steueranpassungen: Mit der Anhebung der Mehrwertsteuer von 5 % auf 8 % im kommenden Frühjahr präsentiert sich Abe als Reformer, der erstmals seit langem eine einschneidende Maßnahme zur Eindämmung der Staatsschulden durchführt. Parallel dazu ist allerdings ein Konjunkturpaket mit Fokus auf den Unternehmenssektor geplant, um den binnenwirtschaftlichen Bremseffekt abzumildern und das BIP-Wachstum nicht abzuwürgen (Prognose 2014: 1,5 %). Unter dem Strich ist die Entlastung für den öffentlichen Haushalt damit überschaubar. Ohnehin ist Abes Ziel, das Budgetdefizit bis zum Frühjahr 2016 zu halbieren, nur schwer erreichbar. Schließlich steigen die Sozialausgaben in der stetig alternden Gesellschaft Japans spürbar.

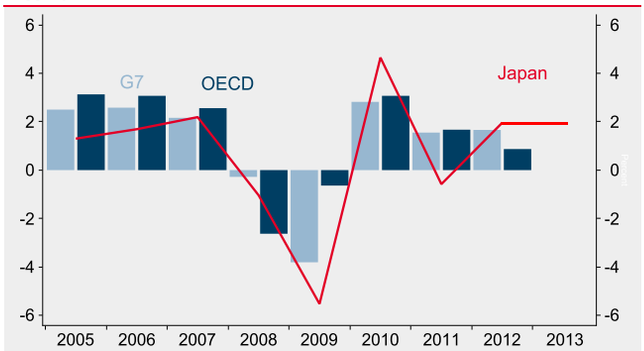
Prognosetabelle Japan

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 1,9 | 1,8 | 1,5 | 1,0 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -9,9 | -8,3 | -7,5 | -7,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 1,0 | 1,0 | 2,0 | 2,2 |
| Arbeitslosenquote | % | 4,4 | 4,1 | 3,8 | 3,5 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 0,0 | 0,3 | 2,3 | 1,5 |

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

Überdurchschnittliches BIP-Wachstum

% gg. Vj.




Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Überwindung jahrelanger Deflationstendenzen

In greifbare Nähe rückt vielmehr ein anderer offizieller Zielwert – eine Inflationsrate von 2 %. Allerdings trägt die Mehrwertsteueranhebung maßgeblich zum erhöhten Teuerungsniveau bei. Abstrahiert von diesem Sondereffekt stehen die Chancen zumindest gut, dass sich die Preisveränderungsrate im positiven Bereich halten kann, in den sie jüngst bereits vorgedrungen ist. Neben expansiver Geldpolitik und Yen-Schwäche sollte die sich weiter schließende Output-Lücke inflationär wirken. Zudem ist angedacht, die für 2014 geplante Steuerentlastung der Unternehmen womöglich an die Bedingung zur Lohnerhöhung zu knüpfen. Denn entscheidend für eine nachhaltig dynamische Konjunktur- und Preisentwicklung wird sein, ob die Unternehmen ihre höheren Gewinne über Lohnsteigerungen an die Verbraucher weitergeben und somit die Konsumnachfrage stärken.



## 3.4.2 China: Langer Marsch, die Fortsetzung?

Kursbestimmung für die Zukunft

Der „Lange Marsch“ in den Jahren 1934/1935 ist Teil des Gründungs- und Heldenmythos der Volksrepublik und ein Symbol für die Stärke der KP. Damals gelang es den Kommunisten unter der Führung von Mao Zedong und anderen, sich den militärisch deutlich überlegenen Nationalisten zu entziehen und so die Grundlage für den schließlich 1949 errungenen Sieg im Bürgerkrieg zu legen. Auch die aktuelle Führung unter Präsident Xi steht vor zentralen Richtungsentscheidungen, die sich über Jahrzehnte hinweg auswirken werden, diesmal allerdings nicht auf militärischem Gebiet, sondern in der Sozial- und Wirtschaftspolitik. Auf der (geheimen) Tagung des Zentralkomitees im November war die Agenda lang: Reform des Landrechts und des Meldewesens, Liberalisierung des Kapitalverkehrs, eine neue Balance zwischen Investitionen und Konsum, Abbau von Überkapazitäten bei wenig profitablen, aber politisch gut vernetzten Staatsunternehmen, usw. Manche Beobachter zeigten sich zwar von den unmittelbar im Anschluss an die Sitzung kommunizierten Reformplänen enttäuscht. Aber auch auf vergangenen Plenarsitzungen des Zentralkomitees wurden Entscheidungen gefällt, die weit über das hinausgingen, was direkt nach ihrem Ende öffentlich gemacht wurde. Insofern bleibt abzuwarten, auf welchen Politikfeldern die Regierung schon 2014 nennenswerte Schritte unternimmt. Wahrscheinlich werden dazu vor allem solche Maßnahmen zählen, die auf die spätere volle Konvertibilität des Renminbi abzielen. Auch Reformen des Banken- und Kreditwesens scheinen auf der „To-do-Liste“ der politischen Führung weit oben zu stehen.

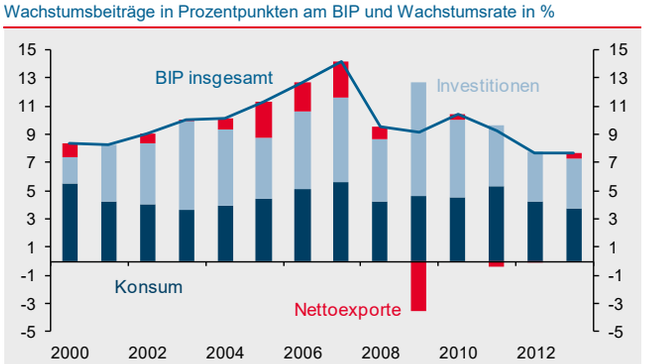
### Prognoseüberblick China

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 7,7 | 7,7 | 8,0 | 7,7 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -2,2 | -2,5 | -2,6 | -2,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 2,4 | 2,2 | 2,6 | 2,8 |
| Arbeitslosenquote | % | 4,1 | 4,1 | 4,2 | 4,1 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 2,6 | 2,6 | 2,8 | 3,0 |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Der Konsum gewinnt an Bedeutung

Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten am BIP und Wachstumsrate in %




2013: Durchschnitt für die ersten drei Quartale
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Reduzierte Erwartungen

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die chinesische Führung für 2014 bereits mit einem Wachstum leicht über 7 % zufrieden wäre. Unsere Prognose von 8 % im Jahresdurchschnitt unterstellt kein Anziehen der Quartalsdynamik, sondern laufende Raten von annualisiert unter 8 %. Dies dürfte ausreichen, um die Reformen auf Kurs zu halten. Einerseits würde ein konjunktureller Einbruch den Umbau der chinesischen Wirtschaft spürbar erschweren. Andererseits sind die Zeiten des ungebremsten Export- und Investitionsbooms und damit der zweistelligen Wachstumsraten wohl zunächst vorüber. China dürfte in den kommenden Jahren eher mit einer Rate im Bereich von 7 % bis 8 % wachsen. Diese „neue Bescheidenheit“ ist auch durch den (für chinesische Verhältnisse) beschränkten Handlungsspielraum der Wirtschaftspolitik bedingt. Geldpolitische Stimuli in größerem Umfang sind nicht zu erwarten, wenn es nicht zu einem konjunkturellen Einbruch kommt. Die Notenbank wird zunächst einen schwierigen Kurs steuern müssen, um das Schattenbankensystem stärker zu regulieren, den Wettbewerb im Bankensektor zu stärken und Fehlentwicklungen bei den Immobilien- und Unternehmenskrediten entgegenzuwirken, ohne dabei den Kreditfluss abzudrehen. Auch fiskalpolitisch dürfte die Wirtschaft zunächst kaum stärker stimuliert werden. Zwar weist der Zentralstaat nach den offiziellen Zahlen fast vernachlässigbare Defizite und Schuldenstände aus. Die Provinzen und Kommunen haben jedoch in den vergangenen Jahren keine nachhaltige Haushaltspolitik betrieben. Trotz umfangreicher Verkäufe von Land zur Finanzierung der laufenden Ausgaben hat sich auf der unteren Ebene ein ernstzunehmendes öffentliches Schuldenproblem entwickelt. Dies gehört zu den Themen, denen sich die Führung in Peking annehmen wird.





## 3.5 Brasilien: Schwindet das Vertrauen?

Die massiven wirtschaftlichen Stimulierungen der Regierung in den letzten zwei Jahren haben ihr Ziel nur teilweise erreicht. Trotz der Steuererleichterungen für Wirtschaft und Konsumenten, der verordneten Strompreiskürzungen, der subventionierten Benzinpreise und der durch staatliche Transferzahlungen stark gestiegenen Kreditvergabe der nationalen Entwicklungsbank hat sich das Wirtschaftswachstum 2013 lediglich auf gut 2 % beschleunigt. Für ein dauerhaft höheres Wachstum müssten strukturelle Reformen in Angriff genommen werden, was gerade in einem Wahljahr – im Herbst 2014 wird es Präsidentschafts- und Parlamentswahlen geben – nicht zu erwarten ist. Der Produktivitätsabstand zu den USA hat in den letzten 30 Jahren sogar leicht zugenommen und der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes ist auf 14 % des Bruttoinlandsproduktes zurückgegangen. Zudem spricht eine Investitionsquote von 18 % des BIP nicht für ein boomendes Schwellenland. Das Wirtschaftswachstum wird daher 2014 und 2015 wahrscheinlich bei bescheidenen 2,5 bis 3 % verharren.

Währungsreserven sichern Zahlungsposition

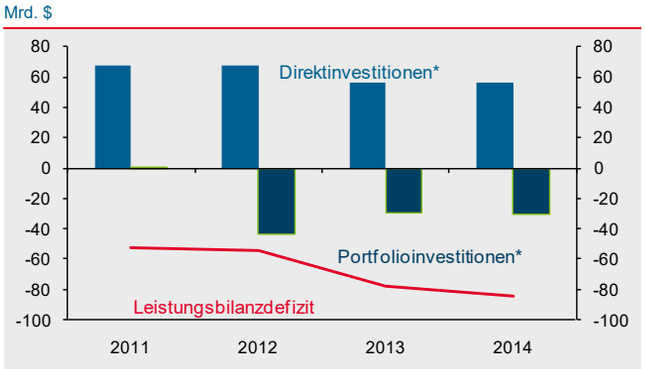
Die Zinsaufschläge für brasilianische Anleihen sind von Juni bis Oktober 2013 gegenüber US-Anleihen um 100 Basispunkte auf fast 200 Basispunkte gestiegen. Nicht alles kann hier der erwarteten restriktiveren US-Geldpolitik zugeschrieben werden. Der deutlich fallende Primärüberschuss (Staatshaushalt vor Zinszahlungen) sowie die nach Straßenprotesten entstandenen innenpolitischen Unsicherheiten sind hierfür ebenfalls mitverantwortlich. Der jährliche äußere Finanzierungsbedarf des Landes ist mit mehr als 150 Mrd. US-Dollar zudem immens. Nach wie vor verfügt Brasilien allerdings über hohe Währungsreserven (gut 350 Mrd. US-Dollar) und zieht aufgrund des großen Marktpotenzials umfangreiche ausländische Direktinvestitionen an, so dass die Zahlungsposition gut gesichert ist.

### Prognoseübersicht Brasilien

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
|---|---|---|---|---|---|
| BIP, real | % gg. Vj. | 0,9 | 2,2 | 2,5 | 2,8 |
| Budgetsaldo | % des BIP | -2,4 | -3,2 | -3,5 | -3,0 |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -2,4 | -3,5 | -3,8 | -3,6 |
| Arbeitslosenquote | % | 5,5 | 5,7 | 5,9 | 5,9 |
| Inflationsrate | % gg. Vj. | 5,4 | 6,2 | 6,0 | 5,8 |

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schätzung, p=Prognose

### Investitionen niedriger als Leistungsbilanzdefizit




* netto

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zurückhaltende Geld- und Fiskalpolitik erforderlich

Die auf über 6 % gestiegene Inflationsrate sowie das höhere Leistungsbilanzdefizit aufgrund erodierender Handelsüberschüsse zwangen die Zentralbank im Frühjahr zu einem Kurswechsel. Verstärkt wurde der Ruf nach restriktiven Maßnahmen durch die vorübergehend starke Abwertung des Real Mitte des Jahres. Aber auch im November 2013 notierte der Real-US-Dollar-Kurs noch 10 % schwächer als zu Jahresbeginn. Der Leitzins Selic wurde schrittweise vom Rekordtief von 7,25 % bis zum Oktober 2013 auf 9,5 % angehoben. Wahrscheinlich wird die Zentralbank die Selic-Rate Anfang 2014 auf über 10 % hieven. Nach wie vor liegt die Inflationsrate – im Herbst 2013 lag sie noch immer bei 6 % – weit über dem gesetzten Inflationsziel von 4,5 %. Die Zentralbank hat hohe stabilitätspolitische Verantwortung; von der Fiskalpolitik kommt wenig Flankenschutz. Steigende Zinsen werden jedoch den staatlichen Zinsendienst (fast 5 % des BIP) erhöhen. Brasilien ist gegenwärtig ein gutes Beispiel für Schwellenländer mit Leistungsbilanzdefiziten, die bei ungünstigeren Bedingungen auf den internationalen Kapitalmärkten zu einer restriktiveren Wirtschaftspolitik zurückkehren müssen, um das Vertrauen der Investoren zu erhalten.

# 4 Prognosen im Überblick

## 4.1 Bruttoinlandsprodukt und Inflation

| | Bruttoinlandsprodukt | | | | Verbraucherpreise | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | reale Veränderung gg. Vorjahr in % | | | | Veränderung gg. Vorjahr in % | | | |
| | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
| Euroland | -0,6 | -0,4 | 1,2 | 1,4 | 2,5 | 1,4 | 1,6 | 2,2 |
| Deutschland* | 0,9 | 0,5 | 2,0 | 1,7 | 2,0 | 1,5 | 2,0 | 2,3 |
| Frankreich | 0,0 | 0,2 | 1,0 | 1,3 | 2,2 | 1,0 | 1,7 | 2,1 |
| Italien | -2,6 | -1,6 | 0,6 | 1,0 | 3,3 | 1,3 | 1,5 | 2,1 |
| Spanien | -1,6 | -1,5 | 1,0 | 1,3 | 2,4 | 1,6 | 1,4 | 2,2 |
| Niederlande | -1,3 | -1,0 | 0,5 | 1,0 | 2,8 | 2,5 | 1,5 | 2,0 |
| Österreich | 0,9 | 0,3 | 1,5 | 1,7 | 2,6 | 2,1 | 1,8 | 2,0 |
| Griechenland | -6,4 | -4,0 | 0,5 | 1,5 | 1,0 | -0,8 | -0,4 | 0,5 |
| Portugal | -3,2 | -2,0 | 0,5 | 1,5 | 2,8 | 0,6 | 1,0 | 1,0 |
| Irland | 0,2 | 0,5 | 1,5 | 2,0 | 1,9 | 0,5 | 0,9 | 1,5 |
| Großbritannien | 0,1 | 1,3 | 2,0 | 1,8 | 2,8 | 2,6 | 2,3 | 2,5 |
| Schweiz | 1,0 | 1,9 | 1,8 | 2,1 | -0,7 | -0,1 | 0,5 | 0,8 |
| Schweden | 1,0 | 1,0 | 2,5 | 2,6 | 0,9 | 0,0 | 1,3 | 1,5 |
| Norwegen | 3,4 | 1,9 | 2,4 | 2,5 | 0,8 | 2,1 | 2,3 | 2,4 |
| Polen | 1,9 | 1,3 | 2,4 | 2,6 | 3,7 | 0,9 | 1,7 | 2,0 |
| Ungarn | -1,7 | 0,7 | 1,7 | 1,7 | 5,7 | 2,1 | 2,3 | 3,0 |
| Tschechien | -1,0 | -1,3 | 1,6 | 1,6 | 3,3 | 1,5 | 1,0 | 1,8 |
| Russland | 3,4 | 1,5 | 3,0 | 3,3 | 5,1 | 6,5 | 5,5 | 5,0 |
| USA | 2,8 | 1,5 | 2,7 | 3,0 | 2,1 | 1,5 | 1,5 | 2,0 |
| Japan | 1,9 | 1,8 | 1,5 | 1,0 | 0,0 | 0,3 | 2,3 | 1,5 |
| Asien ohne Japan | 5,3 | 5,0 | 5,3 | 5,2 | 4,3 | 4,5 | 4,6 | 4,8 |
| China | 7,7 | 7,7 | 8,0 | 7,7 | 2,6 | 2,6 | 2,8 | 3,0 |
| Indien | 3,8 | 3,9 | 4,8 | 5,0 | 9,7 | 9,5 | 8,5 | 8,0 |
| Lateinamerika | 2,9 | 2,5 | 2,8 | 3,0 | 7,0 | 7,5 | 7,5 | 7,0 |
| Brasilien | 0,9 | 2,2 | 2,5 | 2,8 | 5,4 | 6,2 | 6,0 | 5,8 |
| Welt | 2,9 | 2,5 | 3,3 | 3,4 | 3,0 | 2,8 | 3,0 | 3,3 |

s=Schätzung, p=Prognose; * arbeitstäglich bereinigt
Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.2 Leistungsbilanz- und Budgetsalden

| | Leistungsbilanzsaldo in % des BIP | | | | Budgetsaldo in % des BIP | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p |
| Euroland | 1,4 | 1,9 | 1,9 | 2,0 | -3,7 | -3,0 | -2,5 | -2,0 |
| Deutschland | 7,0 | 7,0 | 7,2 | 6,9 | 0,1 | 0,0 | 0,5 | 0,5 |
| Frankreich | -2,2 | -1,7 | -1,4 | -1,3 | -4,8 | -4,0 | -3,5 | -3,0 |
| Italien | -0,4 | 0,6 | 0,9 | 0,9 | -3,0 | -3,0 | -2,5 | -2,5 |
| Spanien | -1,1 | 0,7 | 1,4 | 1,8 | -10,6 | -6,5 | -5,7 | -5,0 |
| Niederlande | 10,0 | 10,0 | 11,0 | 10,0 | -4,0 | -3,5 | -3,3 | -3,1 |
| Österrreich | 1,8 | 2,5 | 2,7 | 3,0 | -2,5 | -3,3 | -3,0 | -2,4 |
| Griechenland | -3,4 | -0,1 | 0,5 | 1,0 | -9,0 | -13,5 | -2,5 | -1,5 |
| Portugal | -1,6 | 0,3 | 0,5 | 1,0 | -6,4 | -5,9 | -4,0 | -2,5 |
| Irland | 4,4 | 5,0 | 4,3 | 3,5 | -8,1 | -7,5 | -4,5 | -3,0 |
| Großbritannien | -3,8 | -3,3 | -2,0 | -1,7 | -6,1 | -6,2 | -5,5 | -5,0 |
| Schw eiz | 11,2 | 13,6 | 15,0 | 17,0 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,8 |
| Schw eden | 6,2 | 5,9 | 5,6 | 5,5 | -0,2 | -0,9 | -1,5 | -1,0 |
| Norw egen | 14,3 | 13,3 | 12,8 | 13,0 | 13,6 | 13,6 | 13,0 | 12,8 |
| Polen | -3,5 | -1,7 | -2,0 | -2,3 | -3,9 | -4,4 | 4,3 | -3,3 |
| Ungarn | 1,1 | 3,0 | 2,5 | 2,0 | -2,0 | -3,0 | -3,1 | -3,0 |
| Tschechien | -2,6 | -2,0 | -1,8 | -1,7 | -4,4 | -2,9 | -3,2 | -3,0 |
| Russland | 3,5 | 2,6 | 1,8 | 1,5 | -0,1 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| USA | -2,7 | -2,5 | -2,4 | -2,3 | -8,6 | -5,6 | -4,4 | -3,8 |
| Japan | 1,0 | 1,0 | 2,0 | 2,2 | -9,9 | -8,3 | -7,5 | -7,0 |
| Asien ohne Japan | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 0,8 | -2,1 | -2,3 | -2,1 | -2,1 |
| China | 2,4 | 2,2 | 2,6 | 2,8 | -2,2 | -2,5 | -2,6 | -2,0 |
| Indien | -5,0 | -4,1 | -3,7 | -3,0 | -4,9 | -5,5 | -5,0 | -4,5 |
| Lateinamerika | -1,7 | -2,5 | -2,5 | -2,5 | -0,9 | -1,2 | -1,3 | -1,0 |
| Brasilien | -2,4 | -3,5 | -3,8 | -3,6 | -2,4 | -3,2 | -3,5 | -3,0 |

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volksw irtschaft/Research

## 4.3 Kapitalmarktprognosen

| | Veränderung seit ... | | aktueller | Helaba Prognosen | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Jahresultimo | Vormonat | Stand* | Q1/2014 | Q2/2014 | Q3/2014 | Q4/2014 |
| | (jeweils gg. Euro, %) | | (jeweils gg. Euro) | | | | |
| US-Dollar | -2,7 | 1,8 | 1,36 | 1,30 | 1,30 | 1,25 | 1,20 |
| Japanischer Yen | -16,6 | -2,1 | 137 | 132 | 132 | 128 | 126 |
| Britisches Pfund | -2,8 | 2,2 | 0,84 | 0,85 | 0,84 | 0,83 | 0,82 |
| Schweizer Franken | -1,8 | 0,2 | 1,23 | 1,25 | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| | (in Landeswährung, %) | | (Index) | | | | |
| DAX | 21,1 | 2,6 | 9.219 | 9.300 | 9.500 | 9.300 | 8.900 |
| Euro Stoxx 50 | 15,9 | 0,7 | 3.056 | 3.100 | 3.200 | 3.100 | 3.000 |
| Dow Jones | 22,6 | 3,2 | 16.065 | 16.300 | 16.700 | 16.300 | 15.700 |
| S&P 500 | 26,5 | 2,6 | 1.805 | 1.820 | 1.850 | 1.820 | 1.760 |
| Nikkei 225 | 48,0 | 9,2 | 15.382 | 15.500 | 16.000 | 15.500 | 15.000 |
| | (in Basispunkten) | | (in %) | | | | |
| Euro Leitzins | -50 | -25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Tagesgeldsatz Eonia | -1 | 2 | 0,12 | 0,10 | 0,10 | 0,15 | 0,20 |
| 3M Euribor | 4 | -1 | 0,22 | 0,20 | 0,25 | 0,25 | 0,30 |
| 6M Euribor | 0 | -2 | 0,32 | 0,30 | 0,35 | 0,35 | 0,45 |
| 12M Euribor | -5 | -6 | 0,49 | 0,50 | 0,55 | 0,60 | 0,70 |
| 2j. Bundesanleihen | 15 | -5 | 0,14 | 0,20 | 0,25 | 0,35 | 0,50 |
| 5j. Bundesanleihen | 39 | -9 | 0,69 | 0,80 | 0,90 | 1,10 | 1,20 |
| 10j. Bundesanleihen | 43 | -1 | 1,75 | 2,00 | 2,10 | 2,30 | 2,30 |
| 2j. Swapsatz | 8 | -12 | 0,45 | 0,55 | 0,60 | 0,70 | 0,85 |
| 5j. Swapsatz | 31 | -13 | 1,08 | 1,20 | 1,30 | 1,50 | 1,60 |
| 10j. Swapsatz | 44 | -4 | 2,01 | 2,30 | 2,40 | 2,60 | 2,60 |
| 30j. Swapsatz | 42 | -1 | 2,66 | 2,90 | 3,00 | 3,20 | 3,20 |
| 2j. Pfandbriefe | 6 | -14 | 0,33 | 0,45 | 0,50 | 0,60 | 0,80 |
| 5j. Pfandbriefe | 24 | -13 | 1,07 | 1,20 | 1,30 | 1,50 | 1,60 |
| 10j. Pfandbriefe | 39 | -4 | 2,13 | 2,40 | 2,50 | 2,60 | 2,60 |
| 3M USD Libor | -7 | 0 | 0,24 | 0,30 | 0,30 | 0,40 | 0,50 |
| 10j. US-Treasuries | 99 | 23 | 2,74 | 3,00 | 3,20 | 3,30 | 3,40 |
| | (in %) | | (in $) | | | | |
| Brentöl $/bbl | -0,1 | 3,9 | 111 | 105 | 103 | 107 | 105 |
| Gold $/oz | -25,8 | -7,9 | 1.244 | 1.150 | 1.200 | 1.250 | 1.200 |

* 22.11.2013
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.4 Konjunkturprognose USA im Detail

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p | 2014p Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BIP* | % gg. Vj. / Vq. JR | 2,8 | 1,5 | 2,7 | 3,0 | 2,8 | 3,0 | 3,1 | 3,4 |
| Konsumausgaben der priv. HH* | % gg. Vj. / Vq. JR | 2,2 | 1,9 | 2,5 | 2,4 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 3,0 |
| Staatsausgaben* | % gg. Vj. | -1,0 | -2,0 | 0,1 | 1,0 | | | | |
| Anlageinvestitionen* | % gg. Vj. | 7,3 | 2,2 | 5,0 | 8,5 | | | | |
| Ausrüstungsinvestitionen* | % gg. Vj. | 7,6 | 2,3 | 4,5 | 10,1 | | | | |
| Wohnungsbauinvestitionen* | % gg. Vj. | 12,9 | 14,1 | 12,5 | 10,1 | | | | |
| Exporte* | % gg. Vj. | 3,5 | 2,5 | 5,8 | 5,7 | | | | |
| Importe* | % gg. Vj. | 2,2 | 1,7 | 6,0 | 6,8 | | | | |
| Haushaltssaldo (Federal) | % am BIP | -7,0 | -4,1 | -3,1 | -2,6 | | | | |
| Arbeitslosenquote | % | 8,1 | 7,4 | 6,4 | 5,4 | 6,8 | 6,5 | 6,2 | 6,0 |
| Verbraucherpreisindex | % gg. Vj. | 2,1 | 1,5 | 1,5 | 2,0 | 1,2 | 1,5 | 1,5 | 1,8 |
| ohne Energie und Nahrungsmittel | % gg. Vj. | 2,1 | 1,8 | 1,8 | 2,6 | 1,6 | 1,7 | 1,9 | 2,1 |

s=Schätzung, p=Prognose

* real (in chained Dollars von 2009)

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 4.5 Konjunkturprognose Deutschland im Detail

| | | 2012 | 2013s | 2014p | 2015p | 2014p Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bruttoinlandsprodukt | % gg. Vj., real | 0,7 | 0,4 | 2,0 | 1,9 | | | | |
| Bruttoinlandsprodukt kalenderbereinigt | % gg. Vj., real | 0,9 | 0,5 | 2,0 | 1,7 | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,5 |
| Private Konsumausgaben | % gg. Vj., real | 0,8 | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| Konsumausgaben des Staates | % gg. Vj., real | 1,0 | 0,5 | 1,0 | 1,0 | | | | |
| Bruttoanlageinvestitionen | % gg. Vj., real | -2,1 | 0,0 | 4,0 | 3,3 | | | | |
| Ausrüstungsinvestitionen | % gg. Vj., real | -4,0 | -2,0 | 6,0 | 5,0 | | | | |
| Bauinvestitionen | % gg. Vj., real | -1,4 | 1,0 | 2,5 | 2,0 | | | | |
| Exporte | % gg. Vj., real | 3,2 | 0,6 | 6,0 | 5,5 | | | | |
| Importe | % gg. Vj., real | 1,4 | 1,3 | 6,0 | 5,5 | | | | |
| Handelsbilanzsaldo | Mrd. € | 189,8 | 190 | 200 | 200 | | | | |
| Leistungsbilanzsaldo | Mrd. € | 187,2 | 190 | 200 | 200 | | | | |
| Arbeitslose | Tsd. | 2.897 | 2.980 | 2.900 | 2.800 | | | | |
| Arbeitslosenquote | % d. gesamten Erwerbspersonen | 6,8 | 6,9 | 6,7 | 6,5 | 6,9 | 6,8 | 6,7 | 6,6 |
| Preisindex für die Lebenshaltung | % gg. Vj., real | 2,0 | 1,5 | 2,0 | 2,3 | 1,7 | 2,0 | 1,8 | 2,2 |
| Defizit/Überschuss der öffentlichen Haushalte | % des BIP | 0,1 | 0,0 | 0,5 | 0,5 | | | | |

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: Statistisches Bundesamt, Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research ■

# Adressen der Landesbank Hessen-Thüringen

## Hauptsitze

**Frankfurt am Main**
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52–58
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/91 32-01
Telefax 0 69/29 15 17

**Erfurt**
Bonifaciusstraße 16
99084 Erfurt
Telefon 03 61/2 17-71 00
Telefax 03 61/2 17-71 01

## Bausparkasse

**Landesbausparkasse Hessen-Thüringen**

**Offenbach am Main**
Strahlenbergerstraße 15
63067 Offenbach am Main
Telefon 0 69/91 32-02
Telefax 0 69/91 32-29 90

**Erfurt**
Bonifaciusstraße 19
99084 Erfurt
Telefon 03 61/2 17-60 2
Telefax 03 61/2 17-70 70

## Förderbank

**Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen**
Strahlenbergerstraße 11
63067 Offenbach am Main
Telefon 0 69/91 32-01
Telefax 0 69/91 32-24 83

## Niederlassungen

**Düsseldorf**
Uerdinger Straße 88
40217 Düsseldorf
Telefon 02 11/8 26-05
Telefax 02 11/8 26-31 84

**Kassel**
Ständeplatz 17
34117 Kassel
Telefon 05 61/7 06-60
Telefax 05 61/7 06-8 65 72

**Dublin**
PO Box 3137
5 George's Dock
IFSC
Dublin 1
Irland
Telefon +35 31/6 46 09 02
Telefax +35 31/6 46 09 99

**London**
3rd Floor
95 Queen Victoria Street
London EC4V 4HN
Großbritannien
Telefon +44 20/73 34-45 00
Telefax +44 20/74 89-03 76

**New York**
420, Fifth Avenue
New York, N.Y. 10018
USA
Telefon +1 212/7 03-52 00
Telefax +1 212/7 03-52 56

**Paris**
118, avenue des Champs Elysées
75008 Paris
Frankreich
Telefon +33 1/40 67-77 22
Telefax +33 1/40 67-91 53

## Repräsentanzen

**Madrid**
(für Spanien und Portugal)
General Castaños, 4
Bajo Dcha.
28004 Madrid
Spanien
Telefon +34 91/39 11-0 04
Telefax +34 91/39 11-1 32

**Moskau**
Novinsky Boulevard 8
Business Centre Lotte,
20th Floor
121099 Moskau
Russland
Telefon +7 495/2 87-03-17
Telefax +7 495/2 87-03-18

**Shanghai**
Unit 022, 6th Floor
Hang Seng Bank Tower
1000 Lujiazui Ring Road
Shanghai, 200120
China
Telefon +86 21/68 77 77 07
Telefax +86 21/68 77 77 01

## Immobilienbüros

**Berlin**
Joachimstalerstraße 12
10719 Berlin
Telefon 0 30/2 06 18 79-14
Telefax 0 30/2 06 18 79-69

**München**
Lenbachplatz 2a
80333 München
Telefon 0 89/5 99 88 49-11
Telefax 0 89/5 99 88 49-10

## Sparkassen-Verbundbank-Büros

**Düsseldorf**
Uerdinger Straße 88
40217 Düsseldorf
Telefon 02 11/8 26-05
Telefax 02 11/8 26-31 84

**München**
Lenbachplatz 2a
80333 München
Telefon 0 89/5 99 88 49-14
Telefax 0 89/5 99 88 49-10

**Stuttgart**
Theodor-Heuss-Straße 11
70174 Stuttgart
Telefon 07 11/2 80 40 4-0
Telefax 07 11/2 80 40 4-20

**Berlin**
Joachimstalerstraße 12
10719 Berlin
Telefon 0 30/2 06 18 79-10
Telefax 0 30/2 06 18 79-69

## Auswahl der Tochtergesellschaften

**Frankfurter Sparkasse**
Neue Mainzer Straße 47–53
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/26 41-0
Telefax 0 69/26 41-29 00

**1822direkt Gesellschaft der Frankfurter Sparkasse mbH**
Borsigallee 19
60388 Frankfurt am Main
info@1822direkt.com
Telefon 0 69/9 41 70-0
Telefax 0 69/9 41 70-71 99

**Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG**
JUNGHOF
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/1 56 86-0
Telefax 0 69/1 56 86-1 40

**Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG**
Börsenstrasse 16, Postfach
8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 44/2 65 44 44
Telefax +41 44/2 65 44 11

**Helaba Invest**
Kapitalanlagegesellschaft mbH
JUNGHOF
Junghofstraße 24
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/2 99 70-0
Telefax 0 69/2 99 70-6 30

**GWH**
Wohnungsgesellschaft mbH Hessen
Westerbachstraße 33
60489 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/9 75 51-0
Telefax 0 69/9 75 51-1 50

## Auswahl der Tochtergesellschaften

**OFB Projektentwicklung GmbH**
Speicherstraße 55
60327 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/9 17 32-01
Telefax 0 69/9 17 32-7 07

**GGM**
Gesellschaft für Gebäude-Management mbH
Neue Rothofstraße 12
60313 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/77 01 97-0
Telefax 0 69/77 01 97-77

**Helaba Dublin**
Landesbank Hessen-Thüringen International
PO Box 3137
5 George's Dock
IFSC
Dublin 1
Irland
Telefon +35 31/6 46 09 00
Telefax +35 31/6 46 09 99

**Helaba International Finance plc**
PO Box 3137
5 George's Dock
IFSC
Dublin 1
Irland
Telefon +35 31/6 46 09 01
Telefax +35 31/6 46 09 99



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

MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon 069 9132-2024
Telefax 069 9132-2244

Bonifaciusstraße 16
99084 Erfurt
Telefon 03 61 217-7100
Telefax 03 61 217-7101

www.helaba.de