

Die Welt fährt
Autoscooter

Volkswirtschaft / Research
November 2016

Helaba



Die Welt fährt
Autoscooter

Volkswirtschaft / Research
November 2016

Helaba

EDITORIAL

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

Was haben Sie zuletzt auf dem Jahrmarkt erlebt?



Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/
Bereichsleitung Research

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

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

Was für mich dazugehört, ist der Geruch von gebrannten Mandeln, Zuckerwatte, die Losbudenverkäufer, die weit über das Gelände zu hören sind – und natürlich auch die wunderbare Auswahl an Fahrgeschäften. Jede Attraktion lässt die Besucher in eine andere Welt abtauchen. Manche Fahrten verlaufen eher ruhig und gemächlich, andere fordern den Magen heraus, und schließlich gibt es die, die Angst und Schrecken verbreiten.

Zu jedem Jahrmarkt gehört ein **Autoscooter**. Für kleine Kinder ist das nichts, hier müssen die Mamas und Papas oder größere Geschwister ans Steuer, auch wenn Fahrzeuge und Bahn gut gesichert sind. Ältere können hier bereits etwas Fahrpraxis vor dem Führerschein erlangen. Ein bisschen Geschicklichkeit ist schon notwendig, um sich im Wirrwarr zügig fortzubewegen. Besonders „Forsche“ begnügen sich nicht damit, in geordneten Bahnen mit der Menge zu gleiten. Sie versuchen, aus der Reihe zu tanzen, und provozieren gerne Kollisionen. Schubsen, Drängeln und verbale Entgleisungen sind die Risiken, denen man ausgesetzt ist. Wirklich ernsthafte Unfälle treten beim Autoscooter normalerweise nicht auf.

Hier sehen wir Parallelen zu unserem diesjährigen **Hauptszenario**, das dem Motto folgt **„Die Welt fährt Autoscooter“**. Mit einer überschaubaren Geschwindigkeit fährt die Weltwirtschaft durch das Jahr 2017. Die **USA** nehmen nach einem

Stocken wieder mehr Fahrt auf, die **Eurozone** gleitet weiter dahin und selbst die rohstoffexportierenden **Schwellenländer**, die sich zwei Jahre lang nicht nach vorn bewegt haben, können langsam wieder mitfahren. Schwung kommt dabei auch vom Ölpreis, der im Frühjahr 2016 seinen Tiefpunkt gesehen hat.

Entsprechend werden 2017 die rohstoffimportierenden Länder den Disinflationstrend beenden. Das heißt aber nicht, dass es zu einem abrupten Wechsel in ein inflationäres Umfeld kommt. Dennoch werden **höhere Inflationsraten**, z. B. in der Eurozone von bis zu 1 ½ % bzw. in den USA von bis zu 2 ½ % im Jahresverlauf, manchen Marktteilnehmer erschrecken. So wird die **Volatilität an den Rentenmärkten** – auch bedingt durch das extrem niedrige Renditeniveau – 2017 hoch sein. Allerdings bleiben gerade in der Eurozone die Kernraten, d. h. ohne die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise, niedrig.

Die Diskussion über die angemessene Geldpolitik wirkt dann wie ein Fahrer auf der Autoscooter-Bahn, der schon einmal in die falsche Richtung fährt. Aktienanleger lassen sich davon wenig beeindrucken. Solange das Wachstum dynamisch bleibt, erhalten Dividendentitel genug Strom, um zügig voranzukommen. Die US-Notenbank fährt in sehr ruhigen Bahnen und versucht sicherzustellen, dass es zu keinen Zusammenstößen kommt. Sie setzt die Zielmarke für die Leitzinsen nur so hoch, dass das **Aktienmarktumfeld nicht beeinträchtigt** wird. Die EZB wird 2017 ihren Fahrstil mit Lenkungsmanövern aus Anleihekäufen und negativen Zinsen beibehalten. Politische Unsicherheiten aufgrund des dichten Wahlkalenders wirken wie jugendliche Rüpel, die schon mal versuchen, einen anderen Wagen abzudrängen. Die Weltwirtschaft lässt sich dadurch aber nicht aus der Bahn werfen und fährt einfach weiter. Diesem Szenario messen wir eine **Wahrscheinlichkeit von 75 %** bei.

Aber auch Verwirrung, Gänsehaut und bisweilen Angst sind Gefühle, die man auf dem Jahrmarkt durchleben kann. In meiner Erinnerung ist dies fest verknüpft mit der **„Geisterbahn“** – unserem **Negativszenario**. Sollten wir uns 2017 in dieses Gruselkabinett begeben, dominieren Fratzen und Gespenster. Gegenseitiges Misstrauen beeinträchtigt dann den Welthandel, nationalistische Tendenzen setzen sich durch. Die Schwellenländer schaffen die konjunkturelle Wende nicht. In Europa werden für die Themen Staatsschulden, innere und äußere Sicherheit sowie Integration der Flüchtlinge keine nachhaltigen Lösungen gefunden. Bei den vielen anstehenden Wahlen setzen sich die europafeindlichen Parteien durch. Der Fortbestand der Eurozone wird in Frage gestellt. Die Weltkonjunktur schwächt sich deutlich ab, deflationäre Tendenzen kehren zurück. Leiden würden sowohl die Aktienmärkte als auch der Euro. In diesem Umfeld kann sich nur einer behaupten – der Rentenmarkt. Diesem Szenario messen wir eine Wahrscheinlichkeit von **15 %** bei.

Richtig hoch hinaus geht es hingegen in unserem **Positivszenario** mit dem **„Riesenrad“**. Es kommt zu einem breiten, selbsttragenden Aufschwung. Ein deutlicher Anstieg der Rohstoffpreise erlaubt auch den rohstoffexportierenden Ländern wieder, in luftige Höhen aufzusteigen. Bei einem verstärkten internationalen Handel können auch die mitfahren, die sich allein nicht getraut hätten. Die Weltwirtschaft bewegt sich deutlich aufwärts, aber – wie in einem gut gewarteten Fahrgeschäft – ohne Zwischenfälle. Strukturreformen entfalten ihre Wirkung. Je höher die einzelnen Länder steigen, desto stärker weht der Inflationswind. Dies resultiert aber größtenteils aus einer höheren Preissetzungskraft der Unternehmen, so dass auch die Margen zulegen können. Durch die Digitalisierung wird in zahlreichen Branchen die Effizienz gesteigert. Aktien und Euro profitieren vom Drehmoment. Das Riesenradszenario hat eine Eintrittswahrscheinlichkeit von **10 %**.

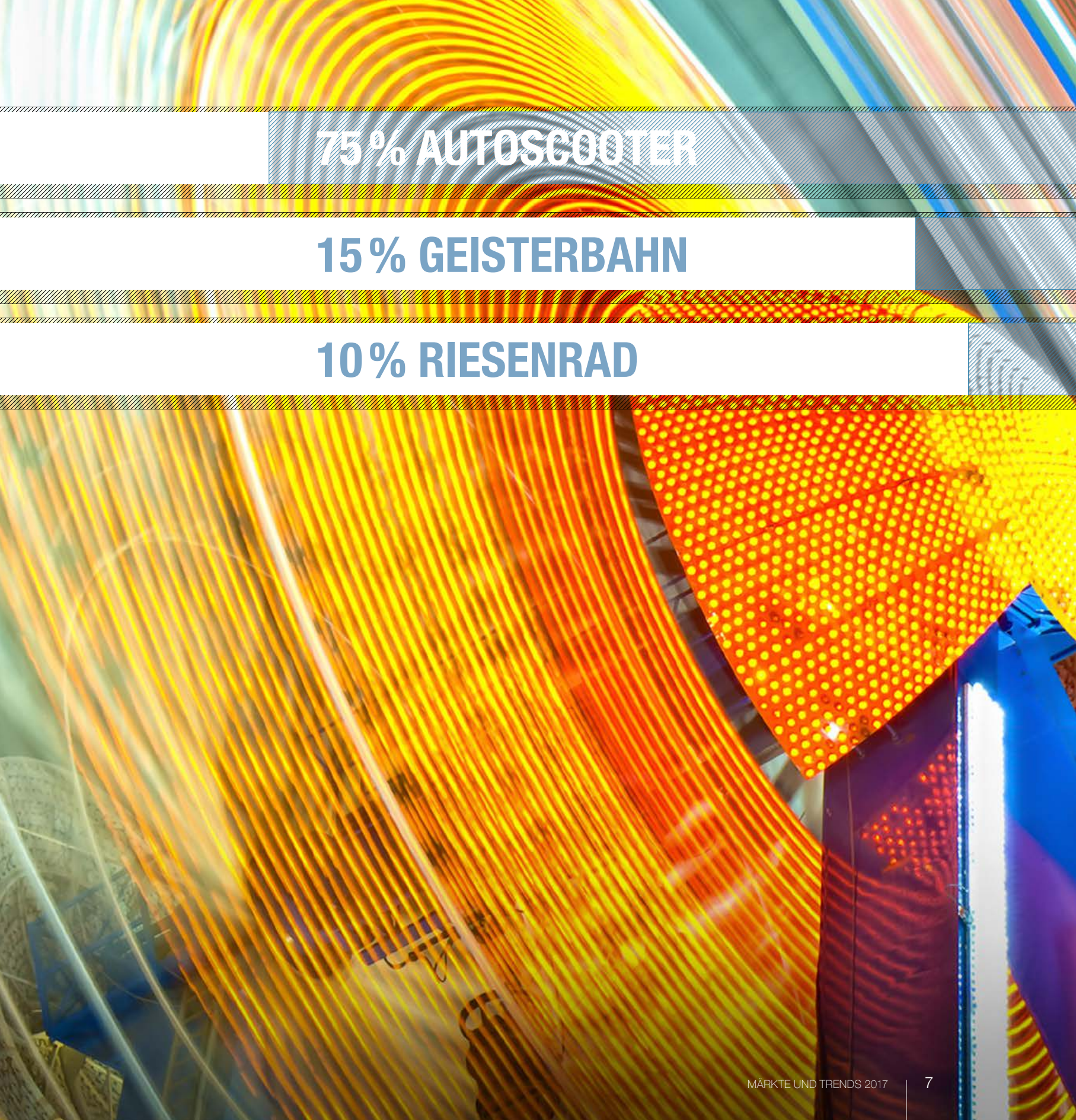
”

Denken Sie bitte daran, für Ihre Investments nur die Fahrgeschäfte auszuwählen, die wirklich Ihren Präferenzen entsprechen.

Ich wünsche Ihnen viel Vergnügen auf dem „Jahrmarkt 2017“!

Ihre




75 % AUTOSCOOTER
15 % GEISTERBAHN
10 % RIESENRAD

IN HALT

Editorial
Seite 4

1 Rückblick 2016 mit Kassensturz
Seite 10

2 Hauptszenario Autoscooter (75 %)
Seite 14

Zinsen, Renten und Geldpolitik
» Rentenmärkte: Zwischen Hoffen und Bangen 18
» Geldpolitik: Bleibt das Quantitative Easing wirkungslos? 20
» Niedrigzinsumfeld: Europäische Banken in turbulenter Fahrt 22

Pfandbriefe
» Gedränge an der Ticketkasse 24

Corporates
» Lohnt das Anstehen? 25
» Primärmarkt-Karussell auf Touren 26
» Stakeholder-Interessen: Ziehen Aktionäre 2017 das große Los? 27

Aktien
» Rendite lockt 28

Rohstoffe und Gold
» Gold bleibt eine Attraktion 30

Immobilien
» Der Rummel geht weiter 33

Devisen
» Kasse machen beim US-Dollar? 35





3 Alternativszenario: Geisterbahn (15 %)
Seite 38

4 Alternativszenario: Riesenrad (10 %)
Seite 42

5 Länder und Regionen im Hauptszenario
Seite 44

Globalisierung im Rückwärtsgang? 46

Deutschland
» Konsum treibt Wachstum 48
» Deutsche Produktivität auf der Rutschbahn 50
» Hessen, Thüringen, NRW und Brandenburg vorwärts unterwegs 51
» Finanzplatz: Let's go Frankfurt! 54

USA
» Konjunkturelle Delle abgehakt 56

Eurozone
» Strukturreformen fortsetzen 59
» Frankreich: Offene Flanke Außenhandel 59
» Italien: Aufschwung mit angezogener Handbremse 60
» Spanien: Reformpolitik in Gefahr 61
» Was machen Portugal, Griechenland und Irland? 63

Großbritannien
» Brexit-Unsicherheit schlägt sich nieder 64

Nordeuropa
» Schweden: Gerne noch 'ne Runde 67
» Norwegen: Lieber raus aus der Ölpreis-Achterbahn 68

Zentraleuropa
» Fahrgeschäfte haben Konjunktur 70

Japan
» Niedriges Wachstum auf Potenzial 74

China
» Drache mit Maulsperre 76

Rohstoffexporteure
» Russland: Das Karussell dreht sich nur langsam 78
» Brasilien: Vorsichtiges Anschaukeln 79

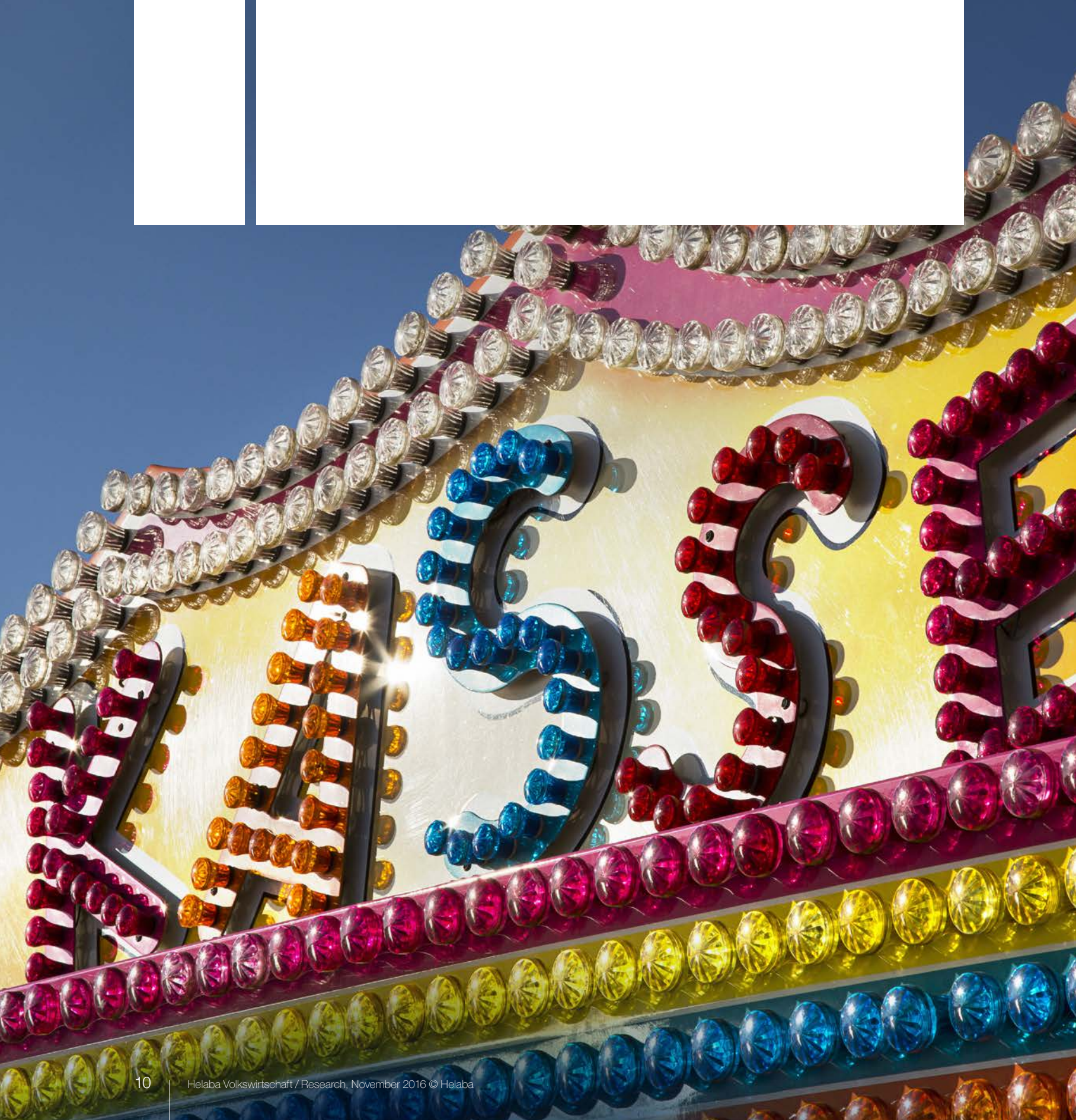
6 Prognosetabellen im Hauptszenario
Seite 80

» Kapitalmarktprognosen im Detail 81
» Währungsprognosen im Detail 82
» Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo 83

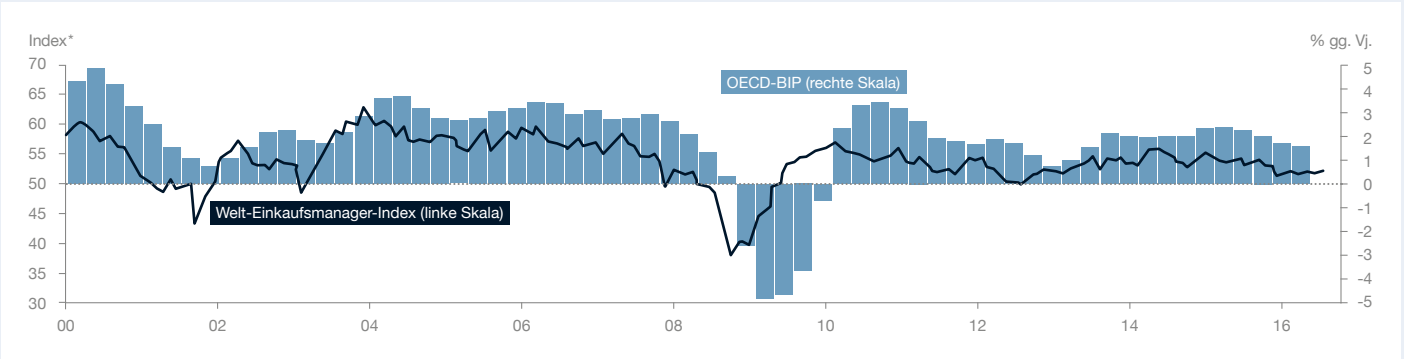
7 Niederlassungsverzeichnis
Adressen der Helaba
Seite 84

Redaktionsschluss
11. November 2016





Gedämpfte Stimmung im Unternehmenssektor bremst



* PMI Composite Output

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Rückblick 2016 mit Kassensturz

Weltwirtschaft verlor nochmals an Schwung

Die Wachstumsdynamik hat 2016 in einigen Regionen der Welt zeitweilig nachgelassen. Dabei schnitten die 2015 noch als Hoffnungsträger gehandelten Industrieländer mitunter überraschend schlecht ab. Die großen Schwellenländer erwiesen sich dagegen entweder als relativ stabil oder zumindest weniger schwach als bisweilen befürchtet. China pufferte freilich die Transformation des Wirtschaftsmodells hin zu mehr Konsum und Dienstleistungen durch expansive Maßnahmen für den Grundstoff- und Industriesektor ab.

Der private Konsum fiel angesichts spürbarer Entlastungen bei den Energiekosten, sehr niedriger Zinsen und leicht verbesserter Einkommenserwartungen zumeist relativ robust aus. Wachstumshemmnisse wie Demografie und Produktivitätsentwicklung, Verteilungsschiefe und Schuldenüberhang sowie ungenügende Investitionen und fiskalische Impulse spiegelten sich aber schließlich auch in einem schwachen Welthandel wider.

Geldpolitik immer mehr ein Balanceakt

Mit dem Ölpreis scheinen sich auch die Inflationserwartungen 2016 aus dem Abwärtssog befreit zu haben. Insgesamt war das Wirtschaftswachstum zwar noch durchwachsen, aber nicht besorgniserregend schwach. Beim Thema Verschuldung gab es allerdings keine Entwarnung: Offenbar hat sich der größte Schuldenaufbau in Friedenszeiten für zumeist unproduktive Zwecke ungebremst fortgesetzt. Hierzu wie auch zu einer vermehrten Geldhaltung haben die unkonventionellen Maßnahmen der großen Notenbanken in 2016 eher beigetragen als zu spürbaren wachstumsfördernden Investitionen.

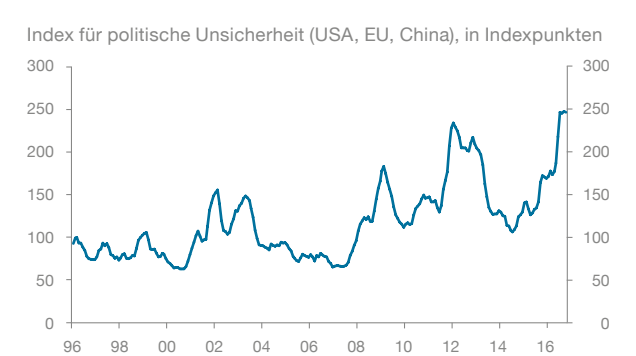
Auch der Ertragsdruck in weiten Teilen des Finanzsektors war zumindest teilweise Ergebnis der Kombination aus Negativzinsen und mitunter aggressiven Wertpapierkaufprogrammen. Der Nutzen der ultralockeren Geldpolitik wurde daher vor allem mit Blick auf die Finanzstabilität zunehmend in Frage gestellt.

Die US-Notenbank kam auch aufgrund der intensiven Interaktion mit den Finanzmärkten quasi vom Kurs ab und fuhr schließlich ereignisgetrieben nur noch auf Sicht. Hierzu trug aber auch die beachtliche Rolle Chinas als neuer großer Spieler im internationalen Währungsgeflecht bei. Die Gefahr einer beschleunigten, im Ergebnis für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte bedenklichen Yuan-Abwertung lag immerhin in der Luft.

”

Die Geldpolitik scheint sich inzwischen in eine Sackgasse manövriert zu haben. Die manische Suche der Zentralbanken nach neuen Instrumenten und deren Einsatz zur Ausweitung unkonventioneller Maßnahmen erhöhen eher noch die Krisenanfälligkeit.

Ordnungsverlust in der Welt belastet



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Politische Einflüsse gewinnen erheblich an Bedeutung

Das Augenmerk in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten richtete sich zuletzt zunehmend auf politische Entwicklungen und Ereignisse. Politische Nachhaltigkeit ist für die ökonomischen Perspektiven schließlich ganz entscheidend. Die geopolitischen Risiken haben in der sich abzeichnenden neuen Ära einer multipolaren Welt durch wachsende Konfliktherde im Nahen Osten, in Osteuropa und Asien erheblich zugenommen.

Gleichzeitig ist in den westlichen Demokratien neben Finanz- und Schuldenkrise anscheinend eine Gesellschaftskrise getreten. So ist das Misstrauen gegenüber den Eliten nicht nur wegen der Schiefe von Einkommens- und Vermögensverteilung nochmals deutlich gewachsen. Desintegration und wachsender Nationalismus, die nicht nur im Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU zum Ausdruck kommen, belasteten 2016 das internationale politökonomische Klima in besonderem Maße.

Protektionistische Tendenzen traten nicht zuletzt durch das Programm des neuen US-Präsidenten Donald J. Trump im Zuge eines spektakulären Wahlkampfs ins öffentliche Bewusstsein und trugen vermutlich auch zur Investitionszurückhaltung der Unternehmen bei.

”

Geopolitische, politische und makroökonomische Instabilitäten haben sich 2016 als hartnäckige Investitionshemmnisse erwiesen. Technologische Sprünge und damit verbundene Verteilungsfragen erschütterten gleichzeitig die Idee einer weiter fortschreitenden Globalisierung.

Finanzmärkte im Spannungsfeld von Angst und Renditehunger

Unter den Anlageklassikern schnitten **Renten** gemessen an der kumulierten Jahresperformance auf Eurobasis per 10.11.2016 im hier betrachteten Anlageuniversum insgesamt am besten ab (+3,6 %). Nachdem Deflationsängste und Wertpapierkaufprogramme noch bis zum Sommer Rückenwind gaben, mussten Renten zuletzt angesichts scheinbar drehender Inflationserwartungen und zunehmender Diskussion über Ausmaß und Dauer der unkonventionellen Geldpolitik der Zentralbanken eher Federn lassen.

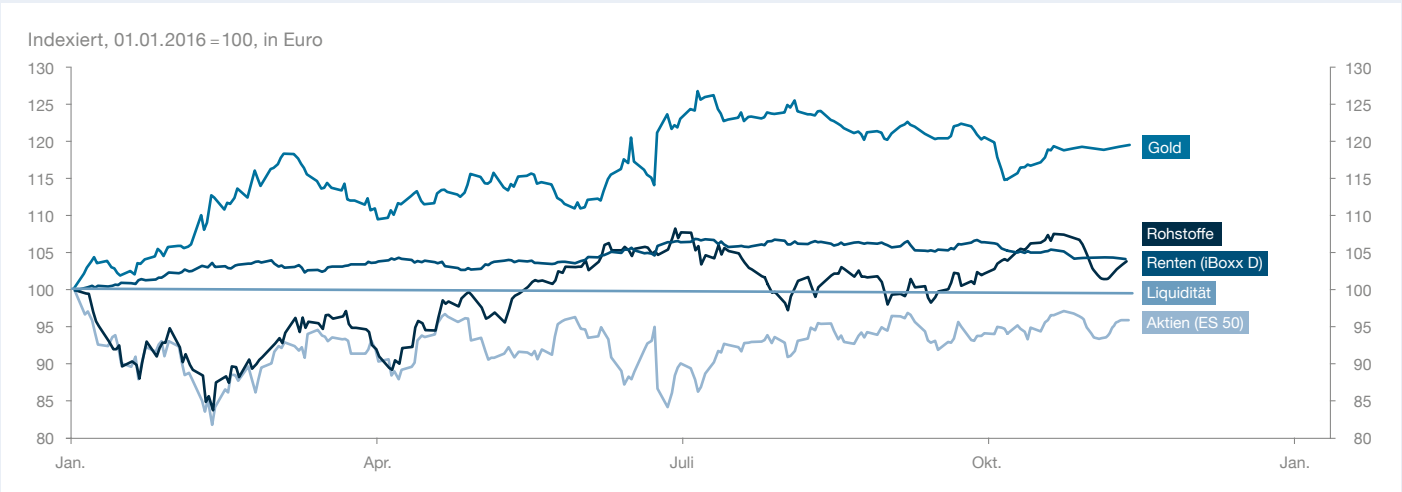
Bei **Aktien** fiel das Ertragsbild sehr gemischt aus. Dabei hatten auch Währungstendenzen erheblichen Einfluss. Insbesondere das britische Pfund (-15,4 %) und der Yen (+12,8 %) wiesen gegenüber Jahresultimo deutliche Veränderungen auf. Mit US-Werten und japanischen Dividendenpapieren waren auf Eurobasis noch die besten Ergebnisse zu erzielen (S&P500: +7,9 %; Nikkei225: +2,8 %). Die europäischen Vertreter des Universums wiesen indessen klare Verluste auf (EURO STOXX 50: -4,2 %; FTSE100: -3,9 %, SMI: -10,7 %).

Geldmarktengagements (-0,2 %) warfen einmal mehr keinen Ertrag ab. **Rohstoffe** legten per saldo ein sichtbares Plus hin (+3,9 %), während **Gold** (+18,9 %) per Mitte November insgesamt als eindeutiger Sieger des Jahres 2016 der hier beleuchteten Anlageinstrumente aus dem Rennen ging.

> Anleger waren 2016 bei der Suche nach Rendite mehr oder weniger gezwungen, wenig ausgewogene Ertrag-Risiko-Verhältnisse hinzunehmen. Gold hat davon als Absicherungsinstrument im Portfoliozusammenhang profitiert.

Heinrich Peters

Sicherheit besonders im ersten Halbjahr 2016 gefragt



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research





Hauptszenario

Die Welt fährt Autoscooter (75 %)

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

Leichte Beschleunigung des Wachstums

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

Mit ausgeprägten zyklischen Schwankungen ist weltweit nicht zu rechnen. Hauptverantwortlich hierfür ist der veränderte Wachstumsmix in den wichtigen Wirtschaftsregionen: Es ist vor allem der private Konsum, eine traditionell schwankungsarme Größe, der die gesamtwirtschaftliche Expansion trägt. Die Investitionen, die in früheren Zyklen für enorme Ausschläge nach oben wie nach unten sorgten, entwickeln sich weiterhin eher unspektakulär. Im Ergebnis fällt das Wachstum damit im historischen Vergleich zwar weniger dynamisch aus, ist dafür aber stabiler.

Deflatorische Zone wird verlassen

Weltweit befindet sich die Teuerung seit Jahrzehnten auf dem Rückzug. Dieser Disinflationstrend hatte sich am Anfang des Jahres 2016 aufgrund des Rohstoffpreisverfalls noch verstärkt. Inzwischen ist dieser Prozess aber zum Erliegen gekommen, die Verbraucherpreise befinden sich in einer Phase der Bodenbildung. Die in vielen Ländern noch vorhandene Unterauslastung im Industriesektor wird auch 2017 nachhaltigen Inflationsschüben entgegenstehen.

Im Euroraum bremst ferner die relativ hohe Arbeitslosigkeit den Lohnauftrieb, während selbst in Ländern mit Vollbeschäftigung – wie den USA – bislang nur wenig Lohndruck auszumachen ist. Insgesamt wird sich die Preissteigerung sowohl in den USA als auch im Euroraum 2017 beschleunigen. Dies ist jedoch in erster Linie auf Basiseffekte bei der Energiekomponente zurückzuführen. In den **USA** wird sich die Gesamtteuerung im Jahresdurchschnitt auf leicht über 2 % und im **Euroraum** auf gut 1 % erhöhen.

Geldpolitik bietet Sicherheitspuffer

In unserem Hauptszenario setzen die Notenbanken die Niedrigzinspolitik fort, wenn auch in unterschiedlichen Abstufungen. Die **US-Notenbank** hatte zur Krisenbekämpfung den klassischen Instrumentenkasten sehr schnell um unkonventionelle Maßnahmen erweitert und damit unbekanntes Terrain betreten. Nun fällt es ihr

ungleich schwerer, die expansiven Maßnahmen wieder zurückzufahren. Seit dem Ende des Anleihekaufprogramms vor mehr als zwei Jahren konnte sie sich bislang lediglich zu einem Zinsschritt durchringen. Dieser behutsame Zinserhöhungskurs wird fortgesetzt. Bis Ende 2017 rechnen wir mit zwei Zinserhöhungen. Ein etwas größerer US-Zinsvorsprung zur Eurozone stützt zwar einerseits den US-Dollar gegenüber dem Euro, jedoch dürften neben der hohen Bewertung die US-Haushalts- und Handelspolitik den Greenback belasten.

Die **EZB** hat im Laufe ihres Krisenmanagements ihren geldpolitischen Aktionsradius deutlich gesteigert. Aktuell tätigt sie in jedem Monat Anleihekäufe im Umfang von 80 Mrd. Euro. Wir gehen davon aus, dass sie dieses Programm bis Ende 2017 fortführen und bei Bedarf den Rahmen für ankaufbare Assets sogar erweitern wird. Schließlich bleibt die Inflation trotz des zu erwartenden Anstiegs unter der EZB-Zielmarke von 2 %.

Aktien bieten attraktive Risikoprämie



* DAX-Gewinnrendite minus Rendite 10-jährige Bunds
** Rendite 10-jähriger Staatsanleihen Italien und Spanien vs. Deutschland
*** Euro Nonfinancials IG Asset Swap Spread

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Notenbanken bestimmen Ertragsgleichung mit

Das Thema Anlagenotstand ist angesichts eines nun schon Jahre währenden Niedrigzinsniveaus mit der „Endstation" Negativverzinsung aber dringlicher denn je. Die Investoren müssen sich mehr und mehr mit dieser Realität arrangieren. Da die modifizierte Ertragsgleichung: „niedriges reales Wachstum + niedrige Inflation + unkonventionelle Geldpolitik = niedrige Nominalrendite" zur Tagesordnung wird, verändert sich das Anlageverhalten. Um noch die Chance auf eine auskömmliche Rendite zu erhalten, ist der Investor gezwungen, mehr Risiko zu nehmen.

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

Politische Ereignisse sorgen für Bewegung

Kann vor dem Hintergrund einer eher unspektakulären, dafür aber stabilen Konjunktur davon ausgegangen werden, dass die Kapitalmarktentwicklung 2017 in ebenso ruhigen Bahnen verlaufen wird? Vermutlich nicht! Politische Ereignisse werden für **Schwankungen an den Kapitalmärkten** sorgen. Dies war bereits im Umfeld des britischen EU-Referendums sowie der US-Präsidentschaftswahl zu beobachten. Ähnliche Anlässe gibt es zuhauf: Noch vor dem Jahreswechsel stimmt Italien über eine Verfassungsreform ab. Im Frühjahr laufen voraussichtlich die Brexit-Verhandlungen an, in den Niederlanden finden Parlamentswahlen, in Frankreich Präsidentschaftswahlen und im Herbst in Deutschland Bundestagswahlen statt. Alle diese Ereignisse können zwischenzeitlich zwar zu Irritationen an den Finanzmärkten führen. In unserem Hauptszenario setzen sich europafeindliche Strömungen jedoch nicht durch, so dass sich die Verunsicherung relativ schnell wieder legt.

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

Zwischen Renditechancen und Sicherheitsbedürfnis

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

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

Unter den Anlageklassikern sind **Aktien derzeit am attraktivsten bewertet**. Die Risikoprämie, also der erwartete Ertrag über dem risikolosen Zins, ist dort, anders als bei vielen Anlagealternativen, noch überdurchschnittlich hoch. Ein Abschmelzen auf den historischen Durchschnitt bietet attraktives Potenzial. Zusammen mit Immobilien sollten sie in einem ausgewogenen Portfolio überdurchschnittlich dotiert werden.

Claudia Windt
Markus Reinwand, CFA

Ausgewählte Prognosen für 2017

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

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

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

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research



Zinsen, Renten und Geldpolitik

Rentenmärkte: Zwischen Hoffen und Bangen

EZB drückt weiter aufs Gaspedal

Die Rendite 10-jähriger Bunds, eine der wichtigen Orientierungsgrößen an den internationalen Rentenmärkten, schwankte seit Jahresmitte 2016 um die **Null-Prozent-Marke**. EZB-Chef Mario Draghi kultivierte die Erwartung, dass die Geld- und Kapitalmarktzinsen für lange Zeit auf einem sehr niedrigen Niveau gehalten werden. Trotz relativ robuster Konjunktur und höherer Teuerung ist eine Abkehr von der hochgradig expansiven Geldpolitik für die Mehrheit im EZB-Rat wohl noch keine Option.

Vielmehr ist mit einer **Fortsetzung des Anleihekaufprogramms** zu rechnen. Allerdings müssen die Ankaufmodalitäten verändert werden – nicht nur deutsche Staatsanleihen werden allmählich knapp. Dafür, dass die EZB nicht zu schnell den Fuß vom Gas nimmt, sprechen ebenfalls die anstehenden Wahlen in der Eurozone. Diese stehen im langen Schatten eines stimmungsgetriebenen US-Wahlausgangs. In diesem Umfeld wird die EZB keine Einschnitte am Anleihekaufprogramm vor 2018 vornehmen.

Die **Erfahrungen in den USA** bezüglich des sogenannten **„Tapering“** geben wichtige Hinweise: Im Mai 2013 reichte eine erste offizielle Andeutung aus, um die US-Renditen spürbar ansteigen zu lassen. Allerdings machten die Anleger im Anschluss eine lehrreiche Erfahrung: In der Umsetzungsphase sackten sie wieder auf die alten Niveaus.

Reale Verluste vorprogrammiert

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

Kein Inflationsschock

Das Niveau der langfristigen Inflationserwartungen passt sich allerdings nur langsam an. Berechnungen zeigen, dass in Inflationsprämien die Teuerungsentwicklung vieler Jahre einfließt – und diese war im Euroraum lange Zeit disinflationär. Die Jahresrate der Güter- und Dienstleistungspreise (Kernrate) lag zuletzt bei 0,8 %, was dem Durchschnitt der letzten drei

Jahre entsprach. Legt man unsere Inflationsprognosen zugrunde, so würde der träge Inflationsdurchschnitt 2017 kaum mehr als 0,2 Prozentpunkte ansteigen.

Die kurzfristigen Markterwartungen können gleichwohl **größeren Schwankungen** unterliegen, abhängig insbesondere von der Ölpreisentwicklung. Solange es hier nicht zu einem nachhaltigen Anstieg kommt, wird das Vertrauen in das Niedriginflationsumfeld Bestand haben und einem kräftigen Anstieg der Kapitalmarktzinsen entgegenstehen.

	Q2/2017	Q4/2017
3M Euribor	-0,30	-0,30
10j. Bundesanleihen	0,35	0,50
10j. US-Treasuries	2,30	2,40

mehr Zinsprognosen Seite 81

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Höhere Kapitalmarktzinsen

Hierfür spricht ebenfalls eine weiterhin **behutsame US-Geldpolitik**. Mit einem schnelleren Zinserhöhungstakt ist nicht zu rechnen. Belastend für US-Renten wirken sich eher die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten und die Besorgnis über steigende Budgetdefizite aus. Die Rendite **10-jähriger US-Treasuries** notiert daher 2017 vornehmlich über der 2 %-Marke. Dies übt zwar einen gewissen Sog auf die Rendite **10-jähriger Bunds** aus. Der transatlantische Renditeverbund ist allerdings seit einigen Jahren nicht mehr so eng.

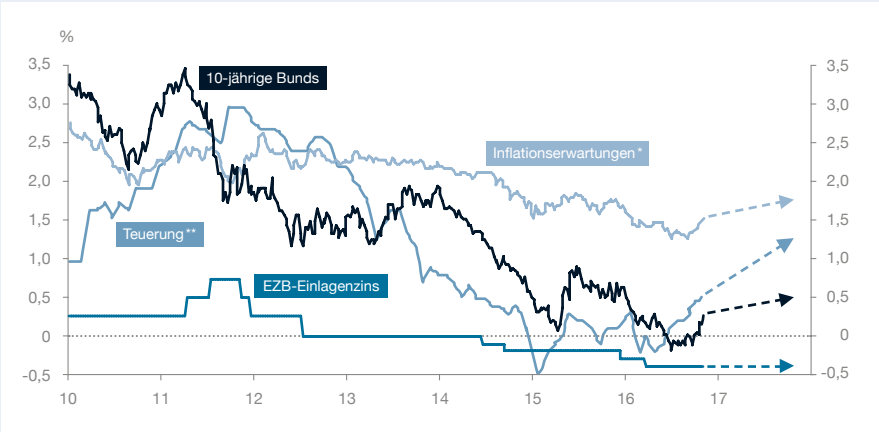
Auf Jahrmärkten sind schon so manche (Kinder-)Träume in Erfüllung gegangen. Was Investoren sich wünschen, sind vor allem höhere Kupons. Andererseits fürchten sie, dass es in unruhigem Fahrwasser zu einem Crash kommt. Schuldner wollen naturgemäß die günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten behalten. Eine Kompromisslösung könnte eine stärker gespreizte Zinsstrukturkurve bieten: Im kürzeren Laufzeitenbereich ändert sich angesichts gleichbleibender Euro-Leitzinsen zunächst wenig. Wobei an dieser Stelle nicht die Frage erörtert werden soll, ob der negative Einlagenzins wirklich eine gute Idee war.

> Für Schuldner gilt: Will man Planungssicherheit, kostet dies mehr!

Zumindest kommt jeder, dessen Schulden zur Prolongation anstehen, weiterhin in den Genuss einer sehr günstigen, kurzfristigen Finanzierung. Will man Planungssicherheit, kostet dies aber mehr als bisher. Auf der Anlageseite sorgen im Gegenzug die etwas höheren Renditen längerer Laufzeiten für eine leichte Entspannung. Die Chancen stehen gut, dass sich die Rendite 10-jähriger Bunds 2017 nachhaltig aus dem Negativbereich verabschiedet (Spanne 0 % bis 1 %). 10-jährige US-Treasuries schwanken vermutlich zwischen 1 ¾ % und 3 %.

Ulf Krauss

(Reale) Verluste vorprogrammiert



* 5J-5J-Inflation Rate Swap ** Euroraum, % gg. Vj.

Quellen: Macrobond, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldpolitik: Bleibt das Quantitative Easing wirkungslos?



Die Summe ist beeindruckend: 1,4 Billionen Euro hat die Europäische Zentralbank (EZB), eigentlich das Eurosystem (ESZB), bisher in Anleihen des Euroraums investiert. Tendenz: steigend. Jeden Monat erwerben die EZB und die 19 nationalen Zentralbanken Wertpapiere im Gegenwert von 80 Mrd. Euro.

Diese mengenmäßige Lockerung (Quantitative Easing, QE), die zusammen mit niedrigen Leitzinsen zu einer extrem expansiven geldpolitischen Ausrichtung führt, wird vielerorts kritisiert. „Die Notenpresse läuft auf Hochtouren," ist zu lesen oder auch „Banken horten über 1 Billion Euro!". Warum kommt das Geld bei Unternehmen und Verbrauchern nicht an? Warum steigen Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise nicht schneller? Um diese Fragen zu beantworten, muss man abtauchen in die volkswirtschaftliche Theorie. **Was ist Geld?** Wie entsteht es? Wie wirkt Geldpolitik auf Wirtschaftsentwicklung und Inflation?

Zumeist werden unter „Geld" Banknoten und Münzen verstanden **(Bargeld)**. Diese haben im Euroraum zusammen jedoch einen Anteil an der Geldmenge M3 von weniger als 10 %. Insbesondere das **Buchgeld**, d. h. kurzfristig abrufbare Guthaben privater Nichtbanken bei Geldinstituten, stellt mit einem Anteil von rund 85 % das Gros der Geldmenge dar. Des Weiteren werden u. a. **Geldmarktfondsanteile** (4 %) dazugezählt. Seit Ende 2014 hat sich der Wert der in Umlauf befindlichen Noten und Münzen um 100 Mrd. Euro erhöht. Zur Erinnerung: Das QE-Volumen beträgt aktuell rund 1.400 Mrd. Euro. Richtig ist, dass der Anteil des Bargeldes an der Geldmenge seit der Finanzkrise gestiegen ist, von zuvor üblichen Werten zwischen 7 % und 8 % auf 9 % bis 10 %. Seit der Einführung des QE aber sinkt der Anteil tendenziell, mitnichten werden also massenhaft Banknoten gedruckt.

Derweil stieg die breite Geldmenge M3 von Anfang 2015 bis zum Sommer dieses Jahres um rund 900 Mrd. Euro oder 7,5 %. Ein Erfolg der mengenmäßigen Lockerung?

Eher nicht, denn **das im Rahmen des QE geschaffene Zentralbankgeld führt nicht unmittelbar zu Steigerungen der Geldmenge** in den Händen der Privatpersonen oder Unternehmen (Nichtbanken). Zunächst findet lediglich ein Transfer von Vermögensbeständen (Wertpapiere) von den Geschäftsbanken hin zum ESZB statt. Die Banken erhalten im Gegenzug Guthaben bei den Notenbanken („Banken horten Geld"). Für die Kreditvergabe wird das Zentralbankgeld aber nicht oder nur bedingt benötigt. Zentralbankgeld und Geldmenge sind nicht zu verwechseln und klar voneinander zu trennen.

Wie entsteht Geld?

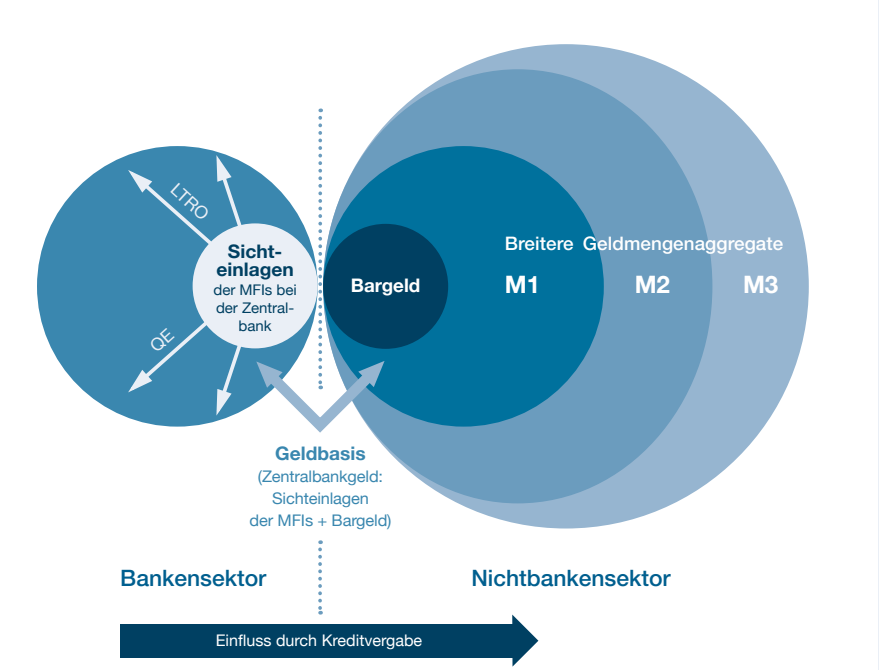
Dies führt zu einer Betrachtung des Geldschöpfungsprozesses. Vergibt eine Bank einen Kredit, so steigt deren Aktivposten (Forderungen gegenüber Kunden). Gleichzeitig wird der Kreditbetrag einem Kundenkonto gutgeschrieben (Verbindlichkeiten gegenüber Kunden), so dass die Passivposition im selben Umfang erhöht wird – die Bilanz des Geldinstituts verlängert sich. Da die Guthaben steigen, wird Geld geschaffen.
Der Prozess der Geldentstehung findet demnach in der Regel als Interaktion zwischen Kreditnehmer (Nichtbank, Kredit-

nachfrage) und Kreditgeber (Bank, Kreditangebot) statt. Auf volkswirtschaftlicher Ebene aggregiert bilden Kredite daher die bilanzielle Gegenposition zur Geldmenge. Die Geldmengenabgrenzung ist nicht willkürlich, sondern an der kurzfristigen Verfügbarkeit orientiert, da leicht verfügbare Guthaben und Bargeld potenziell nachfragewirksam werden und somit die Inflation beeinflussen können.

Die konsolidierte Bilanzsumme des Bankensektors (inkl. ESZB) ist angesichts dessen eine wichtige volkswirtschaftliche Größe. Entscheidend ist die Gesamtposition des Bankensektors gegenüber den Nichtbanken. Die Zahlen offenbaren: Trotz der mit dem Erwerb von Anleihen gewaltigen Anstrengung der Geldhüter ist es nicht gelungen, die-Vermögensposition über das Niveau von März 2015 hinaus zu erhöhen. Per saldo haben Entwicklungen im Geschäftsbankensektor die Bilanzausweitung seitens des ESZB konterkariert, wenngleich sich hier in den letzten Monaten ein steigender Trend etabliert hat.

Das Kreditvolumen gegenüber dem privaten Sektor wächst hingegen nur schwach und im Hinblick auf eine Geldmengenerweiterung ist der expansive Impuls daher begrenzt. **Ist die Politik wirkungslos?** Zum einen stellt sich dabei die Frage nach der Situation ohne QE. Aus Sicht der EZB wurde ein deflationärer Impuls verhindert, weil die konsolidierte Bankbilanz der Eurozone möglicherweise geschrumpft wäre. Zum anderen gibt es neben den Effekten auf die Geldmengenentwicklung noch **eine ganze Reihe von Wirkungskanälen**, die mal mehr, mal weniger direkt Einfluss auf die Wirtschaftsaktivität haben. Zu nennen sind der Zinskanal, der Euro-Außenwert, der Vermögenspreis- und der Portfolioeffekt. Eine akkommodierende Ausrichtung ist dabei zwar zu konstatieren, dennoch stößt die Wirksamkeit des QE und damit der Geldpolitik insgesamt an Grenzen. Dies gilt insbesondere unter Berücksichtigung der regulatorischen Anforderungen, die die Kreditvergabebereitschaft seitens der Banken verringern. Letztlich entscheiden der Wille und die Möglichkeit der Unternehmen und Verbraucher, sich zu verschulden, um Investitionen und Konsum zu finanzieren, über den Erfolg oder Misserfolg geldpolitischer Lockerungen.

Geldmenge: Kein direkter Einfluss der Anleihekäufe



MFI = monetäre Finanzinstitute, QE = Quantitative Easing, LTRO = longer-term refinancing operation

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

> Das Keynes zugeschriebene Bonmot, wonach man die Pferde zur Tränke führen könne, diese aber selbst saufen müssten, gilt noch immer.
>
> Ralf Umlauf

Niedrigzinsumfeld: Europäische Banken in turbulenter Fahrt

Getrieben durch verschärfte regulatorische Vorgaben haben europäische Banken ihre Eigenkapitalquoten in den letzten Jahren kontinuierlich erhöht und damit ihre Bonität verbessert. Gleichzeitig belasten Niedrigzinsen die Erträge der Geldhäuser. Seit die Nominalzinsen negatives Terrain erreicht haben, hat sich die Situation verschärft. Diese Problematik wird 2017 bei vielen Banken zunehmend sichtbar werden und daher im Fokus der Investoren stehen.

Traditionelle Geschäftsmodelle stoßen an Grenzen

Der Betreiber hat die Fahrfläche des Autoscooters zu gut geölt. Jetzt könnten die Wagen ins Schleudern geraten: Die negativen Effekte der lockeren EZB-Geldpolitik auf Banken werden zunehmend sichtbar. Ihr traditionelles Kerngeschäft – die Hereinnahme von Einlagen und die Vergabe von Krediten – ist durch die Niedrigzinsen in seiner Funktionsfähigkeit gestört. Solange die Zinsen positiv waren, konnten Banken auf sinkende Markt- und Zentralbankzinsen noch ohne größere Widerstände mit niedrigeren Zinsen im Kundengeschäft reagieren – und zwar sowohl bei den Kreditnehmern als auch bei den Sparern. Allerdings sank mit den Zinsen bereits die Ertragsmarge. Ferner schwanden wegen der Abflachung der Zinsstrukturkurve die Erträge aus der Fristentransformation.

Seit die Nominalzinsen negatives Terrain erreicht haben, hat sich die Situation für Banken verschärft. Negativzinsen lassen sich eben nicht so leicht an Sparer weitergeben. Die Geldhäuser versuchen daher, mit höheren Gebühren gegenzusteuern. Die erodierenden Zinserträge können aber dadurch nicht ausgeglichen werden. Zwar gelingt es Banken, die über eine längere Duration bei den Aktiva verfügen, noch länger profitabel durch das Niedrigzinsumfeld zu navigieren. Insbesondere bei Banken mit kürzeren Durationen macht sich der Ertragsdruck aber bereits schmerzhaft bemerkbar.

Da bei europäischen Banken normalerweise **rund 60 bis 70 % der Erträge** auf den Zinsüberschuss entfallen, ist eine solche Entwicklung für sie von erheblicher Relevanz. Während im angloamerikanischen Raum die Kapitalmärkte von Anlegern und Schuldnern weit ausgeprägter genutzt werden, dominiert in Europa die Anlage und Kreditfinanzierung über Banken. Letztere versuchen, Ertragssteigerungen durch Kreditwachstum zu erreichen. Dies gelang vielen Häusern in den letzten Jahren bei Immobilienkrediten. Eine solche Strategie geht allerdings zu Lasten der Eigenkapitalquote, da die Volumenausweitung mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Das Wachstum spiegelt sich somit nicht voll umfänglich in einer höheren Eigenkapitalverzinsung wider. Bei den Unternehmenskrediten schwächelte die Kreditvergabe bisher, da die Institute dort verbreitet auf eine niedrige Kreditnachfrage trafen. Eine Verlagerung zu Krediten mit höheren Risiken kommt nur schleppend in Gang, da die Lehren aus der Finanzmarktkrise einer erhöhten Risikobereitschaft als Antwort auf den Ertragsdruck diametral entgegenstehen. So steigen mit höheren Risiken auch die regulatorischen Anforderungen an das bereitzustellende Eigenkapital, was wiederum die Eigenkapitalprofitabilität senkt.



Das anhaltende Niedrigzinsumfeld dürfte **2017** insbesondere für kleinere regional tätige Banken ohne internationale Diversifizierung **zunehmend problematisch** werden. Wir rechnen angesichts der kontinuierlich auslaufenden höher verzinslichen Aktiva mit einer Zunahme der Risikobereitschaft im Kreditgeschäft: Durch die Niedrigzinsen werden die Institute quasi dazu gedrängt, Kredite zu vergeben, die gemessen an ihren Ausfallrisiken keine auskömmlichen Erträge bieten. Versuche, im Kreditgeschäft allgemein höhere Margen durchzusetzen, stoßen angesichts des hohen Wettbewerbs an Grenzen.
Bei den Einlagen stellen die Banken Unternehmenskunden bereits verbreitet Zinsen in Rechnung. Mit länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld sind auch im Privatkundengeschäft Gebühren zumindest ab größeren Einlagebeträgen nicht auszuschließen – wie im Fall der Raiffeisenbank Gmund als Verwahrentgelt deklariert. Zudem wird der Sektor dem Niedrigzinsumfeld mit weiteren Maßnahmen zur Ertragssteigerung und Kostensenkung begegnen. Geschäftsmodelle werden fortlaufend auf den Prüfstand gestellt und Prozesse optimiert.

Weitere große Herausforderungen für Banken

Dabei ist das Niedrigzinsumfeld nicht die einzige Herausforderung für die Branche. Hinzu kommen hohe regulatorische Kosten, zunehmender Wettbewerb durch Nichtbanken und ein enormer Investitionsrückstau bei der IT. Die Digitalisierung führt zu tiefgreifenden Veränderungen sowohl im Vertrieb als auch bei den internen Abläufen. In dieser Gemengelage entscheidet sich an geeigneten Maßnahmen zur Ertrags- und Effizienzsteigerung sowie an zielführenden Investitionsentscheidungen, welche Häuser in Zukunft auskömmliche Eigenkapitalrenditen erzielen. Insgesamt hat sich der **Konsolidierungsdruck** innerhalb des immer noch stark fragmentierten Sektors deutlich erhöht.

Gleichzeitig sind die Effizienzunterschiede zwischen Europas Banken enorm. In Deutschland leidet die Profitabilität besonders unter dem hohen Wettbewerb. Schwedens Banken hingegen belegen in Europa nach wie vor einen Spitzenplatz in puncto Profitabilität. International aufgestellte Großbanken stehen regional tätigen Instituten gegenüber und produktseitig hoch diversifizierte Gruppen kleineren Nischenanbietern. Insgesamt gibt es große Unterschiede bei der Implementierung neuer Strategien und der Digitalisierung von Prozessen.

Der tiefgreifende Branchenumbruch bietet somit auch Chancen, insbesondere durch neue Produkte, Kostensenkungen und die Nutzung von Daten. **Gewinner werden aus unserer Sicht jene Banken sein, die die Modernisierung konsequent vorantreiben** und umfangreiche Kapazitäten für die Digitalisierung bereitstellen können. Neben der Profitabilität spielt hier auch eine gute Eigenkapitalausstattung eine entscheidende Rolle für die Positionierung im herausfordernden Umfeld.

Ein Lichtblick sind die derzeit äußerst niedrigen Kreditausfallraten. Darin spiegelt sich auch die durch die Niedrigzinsen getragene hohe Schuldendienst-Fähigkeit der Unternehmen wider. Steigende Zinsen könnten zwar für Entspannung bei den Bankerträgen sorgen. Ein abrupter Anstieg des Zinsniveaus birgt aber das Risiko jäh sinkender Preise bei Vermögensgegenständen, insbesondere im Wertpapierbestand. Dem stünden dann allerdings auch erfreuliche Bewertungseffekte auf der Passivseite, beispielsweise bei den Pensionsverpflichtungen, gegenüber.

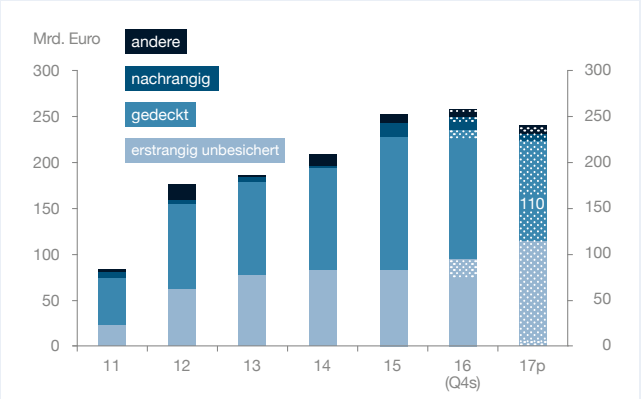
Dr. Susanne E. Knips

Pfandbriefe

Gedränge an der Ticketkasse

Die Notenbanken behalten 2017 ihre Dauerkarte für Pfandbriefe und Covered Bonds. Klassische Investoren werden bei Euro-Benchmark-Neuemissionen 2017 vermutlich noch häufiger als im Vorjahr leer ausgehen.

Weniger Covered Bond*-Tickets 2017



* Euro-Benchmark-Emissionsvolumen (festverz.) nach Rang

s = Schätzung, p = Prognose

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft / Research

Hauptgrund dafür ist das wahrscheinlich erneut schrumpfende Angebot an Covered Bond-Tickets. Das Niedrigzinsumfeld lässt vielen Emittenten weiterhin keine Wahl: Emissionen mit positiven Renditen sind wohl bis auf weiteres nur bei längeren Laufzeiten möglich. Dass **Titel im kurz- bis mittelfristigen Laufzeitsegment** zu negativen Renditen angeboten werden, ist allenfalls in Einzelfällen zu erwarten. Schließlich will man die Investoren nicht völlig verprellen. Gleichzeitig steht Covered Bond-Emittenten mit dem kurzfristigen Refinanzierungsinstrument der EZB (TLTRO II) eine flexible Alternative zur Verfügung, die vermutlich aufgrund des Spreadniveaus vorzugsweise Emittenten aus den Peripherieländern nutzen werden.

Anstehende Fälligkeiten und Neugeschäft werden die Geldhäuser 2017 aufgrund von regulatorischen Vorgaben ohnehin vermehrt über unbesicherte Verbindlichkeiten finanzieren. Hinzu kommt der Wunsch der Aufsicht, weniger Vermögenswerte zugunsten einzelner Gläubigergruppen, wie etwa Covered Bond-Anlegern, belastet zu sehen. Letzteres betrifft insbesondere aufgrund ihrer strukturbedingt hohen Übersicherung spanische, aber auch kanadische Covered Bonds, wo die Belastung des Vermögens bald an regulatorische Grenzen stößt. Somit wird auch die stetig **wachsende Anzahl an Covered Bonds aus Ländern außerhalb der Eurozone** das sinkende Angebot allenfalls leicht abfedern. Insgesamt erwarten wir trotz der anstehenden Fälligkeiten von nahezu 140 Mrd. Euro nur ein Neuemissionsvolumen an Euro-Benchmark Covered Bonds von etwa 110 Mrd. Euro.

Die Nachfrage bleibt indes hoch. Schließlich werden die Papiere aufgrund ihrer Qualität bei der Eigenkapitalunterlegung von Banken und Versicherern bevorzugt. Sie dürfen von Banken sogar in das vorzuhaltende Liquiditätsportfolio gepackt werden. Hinzu kommt, dass sich Covered Bonds, allen voran der **Pfandbrief, als krisenfest** erwiesen haben und daher in keinem sicherheitsorientieren Portfolio fehlen dürfen.

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

Sabrina Miehs

Corporates

Lohnt das Anstehen?

Unternehmensanleihen lassen sich im Rendite-Risiko-Raum zwischen Staatsanleihen und Aktien ansiedeln. Je höher die Bonität des Emittenten, desto größer die Nähe zu Staatspapieren. Niedrigrenditen und Negativverzinsung haben daher im Investment Grade-Segment aus Sicht der Unternehmen für paradiesische Verhältnisse gesorgt. Kein Wunder, dass die Interessen des Bondholders in einem solchen Umfeld eine eher untergeordnete Rolle spielen!

Zu den klassischen Bestimmungsfaktoren von Corporate Bond-Spreads zählen konjunkturelle Frühindikatoren, die Steilheit der Zinsstruktur und die implizite Aktienvolatilität. In diesem Frühjahr ist ein weiterer gewichtiger Faktor hingekommen: **die EZB**. Seit der Erweiterung ihres Kaufprogramms um Euro-Unternehmensanleihen haben sich die Spreads im Investment Grade-Bereich von rund 140 Basispunkten auf zuletzt unter 70 Basispunkte mehr als halbiert. Damit bieten gute Bonitäten inzwischen eine im langfristigen Vergleich nur noch unterdurchschnittliche Risikoprämie. Angesichts der **Verschärfung des Anlagenotstands** sahen sich viele Anleger gezwungen, auch auf schlechtere Bonitäten auszuweichen. Entsprechend haben sich die Risikoaufschläge bei Euro High Yields, die nicht Bestandteil des EZB-Kaufprogramms sind, von gut 600 Basispunkten zu Jahresbeginn auf derzeit rund 350 Basispunkte ebenfalls deutlich eingeengt.



War der massive Spread-Rückgang der vergangenen Monate zunächst in erster Linie der ultralockeren Geldpolitik geschuldet, wird inzwischen das niedrige Spread-Niveau auch durch **verbesserte Fundamentaldaten** untermauert. Immerhin konnten sich wichtige konjunkturelle Frühindikatoren sichtbar erholen. Zudem haben sich die Aussichten für die Unternehmensgewinne verbessert. Auch der Rating-Trend ist positiv. So gab es zuletzt sogar ein leichtes Übergewicht an Rating-Heraufstufungen.

Allerdings sind Entwicklungen wie eine sich verstärkende **Übernahmeaktivität oder Aktienrückkäufe** zwar bei Aktionären traditionell gerne gesehen, nach dem Geschmack von Anleihegläubigern sind sie aber nicht.

Auf dem gegenwärtigen Niveau erscheinen Euro-Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade-Segment **insgesamt fair bewertet**. Allzu viel Luft für weitere Spread-Einengungen existiert allerdings nicht mehr. Mit einer voraussichtlichen Verlängerung des EZB-Kaufprogramms über den März 2017 hinaus dürften Unternehmensanleihen gleichwohl relativ gut abgesichert sein.

Markus Reinwand, CFA

Primärmarkt-Karussell auf Touren

Nicht zuletzt die ultraniedrigen Refinanzierungssätze im Euro-Corporates-Segment sorgen dafür, dass sich das Emissionskarussell am Primärmarkt derzeit munter weiterdreht.

Seit Anfang des Jahres sind Titel im Volumen von fast 300 Mrd. Euro platziert worden, **so viel wie in keinem anderen Jahr zuvor**. Dies verwundert kaum: Selbst schwach im Investment Grade positionierte Emittenten können sich derzeit Geld für fünf Jahre zu einem Zins von deutlich unter 1 % leihen. Dies ist vor allem dem Unternehmensanleihe-Ankaufprogramm der Europäischen Zentralbank (CSPP) zu verdanken.

Rahmenbedingungen bleiben attraktiv

Die Rahmenbedingungen für die Kapitalbeschaffung von Corporates werden vorerst äußerst attraktiv bleiben und weiterhin Unternehmen an den Euro-Markt locken. Allerdings ist anzunehmen, dass sich einige Emittenten bereits in den letzten Monaten mit ordentlich frischer Liquidität vollgesogen haben. Insofern ist eine Beruhigung der Emissionstätigkeit im kommenden Jahr nicht völlig ausgeschlossen.

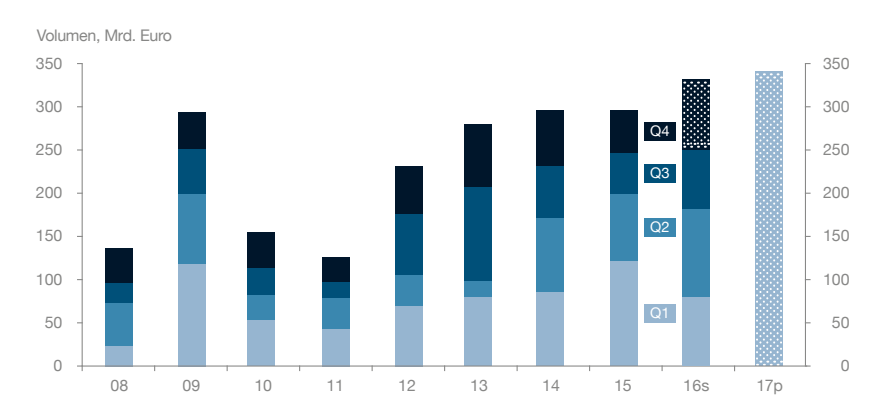
Gleichwohl stehen 2017 aber allein Anleihen im Volumen von schätzungsweise 200 Mrd. Euro zur Refinanzierung an. So manches Unternehmen dürfte angesichts der niedrigen Zinsen zudem über die Vorfinanzierung von 2018 fällig werdenden Titeln nachdenken. Immerhin laufen in diesem Jahr Bonds im Umfang von weiteren 230 Mrd. Euro aus. Für zusätzlichen Schwung sorgt die nach wie vor rege Übernahmetätigkeit. Ohnehin werden einige der schon angekündigten, aber noch nicht vollzogenen Megadeals wohl erst im kommenden Jahr vollständig ausfinanziert.

> Liquidität zur Finanzierung von Megadeals ist reichlich vorhanden.

Sollte die Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum wie erwartet steigen, dürfte sich außerdem die **Attraktivität von Euro-Platzierungen für außereuropäische Adressen** erhöhen. Unseres Erachtens sind dies gute Voraussetzungen für eine weiterhin dynamische Primärmarktentwicklung, die durchaus wieder an das diesjährige Niveau heranreichen könnte.

Ulrich Kirschner, CFA

Emissionsvolumen auf Rekordkurs



s = Schätzung, p = Prognose

Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft / Research

Stakeholder-Interessen: Ziehen Aktionäre 2017 das große Los?



„Kommen Sie näher, kommen Sie ran! Hier werden Sie genauso nett bedient wie nebenan!“ Für Schausteller mag es selbstverständlich sein, jeden Kirmesbesucher gleich zu behandeln. Aber gilt das auch für die Führungsetagen der Konzerne, die die Interessen von Eigen- und Fremdkapitalgebern unter einen Hut bringen müssen?

Vieles deutet darauf hin, dass bei strategischen Unternehmensentscheidungen künftig das Interesse der Aktionäre im Mittelpunkt stehen wird. Zugegeben: In den letzten Jahren hatten die Emittenten emsig daran gearbeitet, ihre Bilanzen zu sanieren, damit ihnen die Anleihemärkte gewogen bleiben. Jetzt hat sich das Blatt gewendet. So schwingen sich etwa **Aktienrückkäufe momentan zu neuen Höhen auf**. Kein Wunder: Wenn sie nicht ohnehin unter zu viel Liquidität leiden, können sich viele Firmen derzeit zu unter 1 % finanzieren, während sie ihre Anteilseigner noch mit einer Dividende von über 3 % bedienen müssen. Was liegt da näher, als mit fremdfinanzierten Aktienrückkäufen den laufenden Kapitaldienst zu reduzieren und gleichzeitig auf die bekannten positiven Kurseffekte zu setzen? Immerhin gehört ein von der Hauptversammlung abgesegnetes Rückkaufprogramm zum Standardrepertoire jeder größeren börsennotierten AG und kann somit jederzeit aus dem Ärmel geschüttelt werden.

Auch große **fremdfinanzierte Akquisitionen** sind derzeit wieder an der Tagesordnung. Die Erfahrung lehrt: Übernahmen können sich mittelfristig durchaus positiv auf den Unternehmenswert auswirken – zumindest wenn sie klug eingefädelt sind. Investoren, die zum Fusionszeitpunkt auf bestehenden Schuldtiteln sitzen, werden durch die zusätzlichen Kredite in der Regel jedoch erst einmal schlechter gestellt, ohne dafür eine Entschädigung zu erhalten.

Ähnliches gilt für den gerade hierzulande immer häufiger zu beobachtenden Verkauf oder die Abspaltung von Unternehmensteilen. Die Aktionäre freuen sich über die **Konzentration auf das Kerngeschäft**, schließlich winken ihnen für fokussierte Unternehmen erfahrungsgemäß höhere Bewertungen als für Firmen mit mehr oder weniger konglomeraten Strukturen. Die Gläubiger dürften dagegen in vielen Fällen dem gesunkenen Diversifikationsgrad nachtrauern, auf dessen bonitätsschützende Wirkung sie beim Kauf ihrer Anleihen vertraut hatten. Dass die mit solchen Transaktionen verbundenen Einnahmen oft in Wachstumsinvestitionen oder Sonderausschüttungen fließen, trägt wenig zur Stimmungsaufhellung bei.

Selbst die Lektüre der Anleihebedingungen treibt wohl so manchem Bondinvestor dieser Tage die Zornesröte ins Gesicht. Dort findet sich neuerdings ein zunehmend bunterer Strauß von Sonderkündigungsrechten und Klauseln für die vorzeitige Rückzahlung, die dem Unternehmen einseitig enorme Spielräume einräumen und in der Praxis auch immer häufiger genutzt werden. Die vertraglich festgelegten Entschädigungen, die den Gläubigern in solchen Fällen zustehen, schnurren gleichzeitig so weit zusammen, dass sie der ihnen ursprünglich zugedachten Schutzfunktion vielfach kaum noch gerecht werden.

„Einsteigen, dabei sein!“ ist vielleicht ein gutes Rezept für einen vergnügten Abend auf dem Jahrmarkt. Am Markt für Unternehmensanleihen sollten Anleger 2017 aber besonders genau hinschauen, bevor sie ein Ticket lösen.

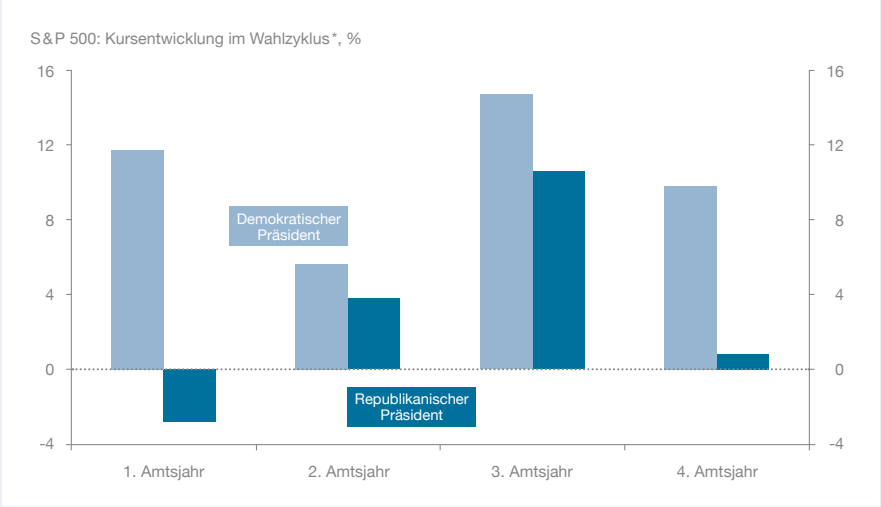
Stefan Rausch

Aktien

Rendite lockt

Es gibt zwar keine Rendite ohne Risiko, aber jede Menge Risiken ohne Rendite. Unter den Anlageklassikern sind Aktien der einzige Vertreter, der noch eine im historischen Vergleich überdurchschnittliche Risikoprämie bietet. Allerdings gibt es regional erhebliche Unterschiede.

US-Aktienmotor stottert im ersten Amtsjahr



* Mittelwerte seit 1928

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pulver bei US-Titeln schon verschossen?

US-Aktien konnten trotz rückläufiger Unternehmensgewinne 2016 **historische Höchststände** erklimmen. Unterstützung erhielten sie zum einen durch die US-Notenbank, die in diesem Zyklus bislang nur einmal die Leitzinsen angehoben hat. Zum anderen betrieben die Unternehmen eine ausgesprochen aktionärsfreundliche Politik in Form massiver Aktienrückkäufe und ansehnlicher Dividendenzahlungen. Aus diesen Ausschüttungen hat sich 2016 für den S&P 500 schätzungsweise eine Rendite von rund 5 % ergeben. Aktien wurden damit auch für Anlegergruppen interessant, die ihr Augenmerk auf laufende Erträge richten. Mit wieder etwas höheren Renditen bei US-Treasuries schrumpft allerdings der Vorteil von Dividendentiteln. Zudem sind US-Blue Chips auf Basis der gängigen absoluten Bewertungsmaßstäbe schon recht hoch bewertet. Sie bewegen sich am oberen Rand der Spanne der vergangenen zehn Jahre.

Auch wenn die US-Notenbank weiterhin einen ausgesprochen behutsamen Zinserhöhungskurs fahren wird, besteht inzwischen kaum mehr Spielraum für nachhaltig höhere Bewertungen. Damit beschränkt sich das Kurspotenzial auf das Wachstum der Unternehmensgewinne. Nach fünf Quartalen mit schrumpfenden Nettoergebnissen zeichnet sich inzwischen eine Erholung ab. Da die „Gewinnrezession" jedoch vergleichsweise mild war, sind basisbedingt keine so großen Sprünge wie in früheren Zyklen zu erwarten. Für ein eher mageres Jahr am US-Aktienmarkt spricht auch die Erfahrung aus früheren Wahlzyklen: Unter **republikanischen Präsidenten** tun sich US-Standardwerte im ersten Amtsjahr traditionell schwer. Allerdings eröffnen Steuersenkungen und Deregulierung mittelfristig neue Perspektiven.

Mehr Gewinner im Euro-Aktien-Lostopf

Anders als US-Aktien hatten DAX und EURO STOXX 50 gegenüber ihren Höchständen im April 2015 bis Februar 2016 zeitweilig rund 30 % an Wert verloren. Gemessen an früheren Bärenmärkten, in denen deutsche Standardwerte im Durchschnitt gut 40 % einbüßten, war die Korrektur somit eher mild. Sie mündete auch nicht wie üblich in eine Unterbewertung von Aktien. Sowohl DAX als auch

EURO STOXX 50 fielen lediglich auf ihren **fairen Wert** zurück. Daher dürfte auch die laufende Erholung im Vergleich zum historischen Muster unterdurchschnittlich ausfallen.

Die Bewertung auf Basis der gängigsten Kennziffern (Kurs/Gewinn-Verhältnis, Kurs/Cashflow-Verhältnis, Kurs/Buchwert-Verhältnis, Kurs/Dividenden-Verhältnis) bewegt sich gegenwärtig im mittleren Bereich der historischen Spanne und ist somit als moderat zu bezeichnen. Vergleicht man Euro-Titel mit den klassischen Anlagealternativen, sind sie sogar ausgesprochen attraktiv bewertet. Im Zuge der Ankaufprogramme der EZB sind sowohl die Risikoprämien bei Staatsanleihen aus dem niedrigen Investment Grade-Bereich als auch bei Euro-Unternehmensanleihen massiv gefallen.

	Q2/2017	Q4/2017
DAX	11.600	12.000
EURO STOXX 50	3.300	3.400
S&P 500	2.230	2.300

mehr Aktienmarktprognosen Seite 81

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

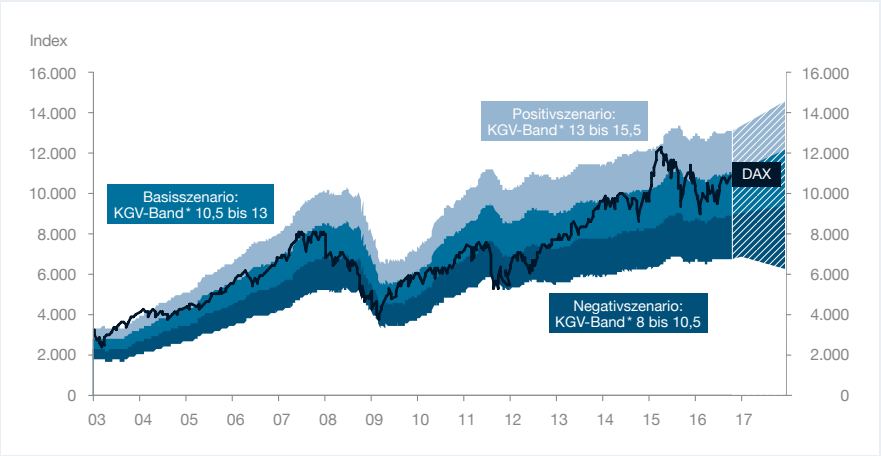
Dagegen weisen Euro-Dividendentitel gegenüber Bundesanleihen noch immer eine **überdurchschnittlich hohe Risikoprämie** auf. Bei einem Abschmelzen auf den historischen Durchschnitt wäre der DAX mit einem KGV von knapp 15 zu bewerten statt wie derzeit mit gut 12. Eine solche Bewertungsexpansion halten wir jedoch nur im Positivszenario für realistisch.

Schließlich führen politische Unsicherheiten immer wieder dazu, dass der Risikoappetit der Anleger gebremst wird.

Im Basisszenario gehen wir folglich davon aus, dass der DAX sich weiterhin im KGV-Band zwischen 10,5 und 13 bewegt und dabei immer wieder die **Grenzen testen** wird. Raum für eine auf Gesamtjahressicht moderate Bewertungsexpansion entsteht durch eine Verbesserung der konjunkturellen Frühindikatoren. Gleichzeitig hellen sich die Gewinnperspektiven der Unternehmen auf. Neben fundamentalen Gründen sprechen aber auch Angebots-Nachfrage-Bedingungen für Aktien. Nicht zuletzt aufgrund der weiterhin sehr lockeren Geldpolitik der EZB übersteigt der Bedarf an renditetragenden Anlageformen augenscheinlich ohnehin schon das Angebot. Angesichts weiterhin extrem günstiger Finanzierungsbedingungen dürften Unternehmen auf das in diesem Zyklus hierzulande bislang nur verhalten eingesetzte Instrument der Aktienrückkäufe zurückgreifen. Unter realistischen Annahmen lässt sich somit für den DAX 2017 ein Korridor zwischen 9.500 und 12.500 Punkten ableiten.

Markus Reinwand, CFA

DAX bleibt auf der Mittelspur



* basierend auf Gewinnschätzungen für die kommenden 12 Monate

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research



Rohstoffe und Gold

Gold bleibt eine Attraktion

Die herrschenden physischen Marktverhältnisse lassen bei Rohstoffen 2017 keine großen Sprünge zu. Vielmehr dürfte zumeist eine allmähliche Preiserholung eintreten. Das Chance-Risiko-Verhältnis von Gold bleibt aufgrund der gegebenen wirtschaftlichen und politischen Perspektiven wohl noch eine ganze Weile attraktiv. Das gelbe Metall eignet sich grundsätzlich aber weniger zur Verfolgung taktischer Ziele als zur Vermögensabsicherung.

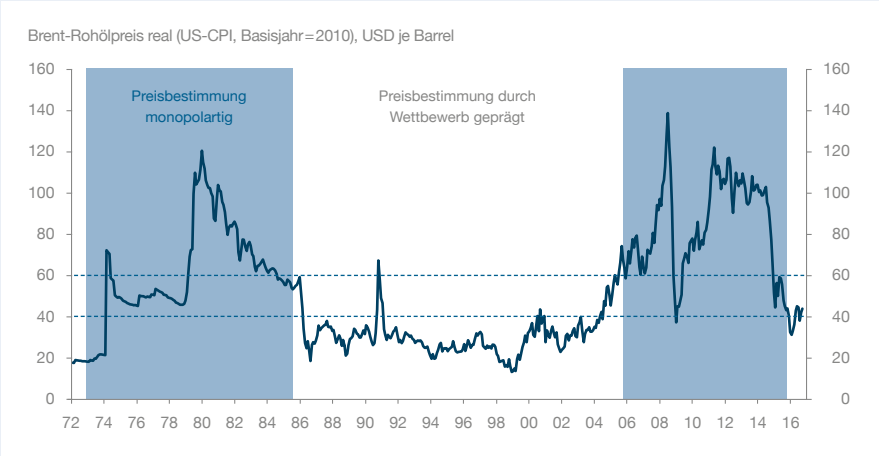
Verhalten der Rohstoffanbieter entscheidend

Der Markt sorgt für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage. Damit stellen sich mittelfristig auch wieder auskömmliche Preise ein. Dieser Idee vertrauten in den vergangenen zwei Jahren wichtige Anbieter von Schlüsselrohstoffen. Allerdings können **Ungleichgewichte bei Grundstoffen** mit langen Investitionsphasen und überschätzter Nachfrage erst recht

	Q2/2017	Q4/2017
Brentöl $/bbl	52	53
Gold $/oz	1.450	1.450

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Brentöl: Wettbewerb begrenzt Preisspielraum



Quellen: Datastream, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

nach technologischen Sprüngen tiefgreifend sein. Mit 2017 steht bei Rohstoffen trotz sichtbarer Erholung gemessen an der letzten Dekade wohl das fünfte Jahr relativ niedriger Preise bevor.

Jenseits kurzfristig noch möglicher monetärer Einflüsse und der Konjunkturentwicklung in den OECD-Ländern plus China – hier zeichnen sich eher positive Impulse ab – wird es 2017 auf das **Erwartungsmanagement** der Angebotsseite ankommen. Natürlich gibt es neben den Kartellen auch ernst zu nehmende andere Spieler. Dennoch ist der Handlungsspielraum der traditionellen Marktführer noch nicht erschöpft. Geschickte Manöver könnten die Stimmung schon bald nachhaltig in Richtung Preisstabilisierung lotsen.

Zumeist keine großen Sprünge

Zumindest weite Teile der Energie- und Agrarrohstoffe scheinen inzwischen den Boden ausgebildet zu haben. Edelmetalle profitieren nachhaltig von den enormen **Fehlallokationen** im Zuge extremer Geldpolitik. Primärmetalle mögen dagegen noch eine Weile durch Verzerrungen über den Finanz- und Immobilienbereich in China hin- und hergerissen werden, wenngleich in den OECD-Ländern wieder anziehende Investitionen auch in der Breite positive Impulse geben könnten.

Für Rohstoffe dürfte das Licht am Ende des Tunnels zwar heller werden. Allerdings ist angesichts der herrschenden physischen Marktverhältnisse für 2017 insgesamt mit keinen großen Sprüngen zu rechnen. Vielmehr dürfte das kommende Jahr zumeist eher im Zeichen einer **allmählichen Preiserholung** stehen.

Ölpreis: In ruhigeren Bahnen

Nach einer Phase der Stabilität waren die Ölnotierungen seit Mitte 2014 sehr großen Schwankungen ausgesetzt. Ein Überangebot von nahezu vier Millionen Barrel pro Tag in der Spitze drückte Brent innerhalb von 18 Monaten von rund 110 auf unter 30 US-Dollar je Barrel.

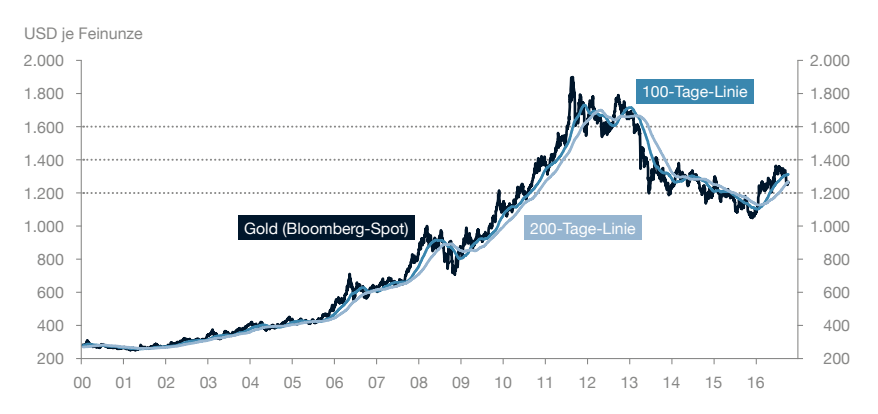
Die Talfahrt wurde noch beschleunigt, als sich der **Swing-Produzent Saudi-Arabien** gegen preisstützende Produktionskürzungen entschied und ähnlich wie Russland die Förderung noch ausweitete. Eine einvernehmliche Lösung mit dem Iran, der 2016 nach Aufhebung der Sanktionen an den Markt zurückkehrte, erschien gleichzeitig für das Königreich nicht diskutierbar.

Im Herbst 2016 hat Saudi-Arabien schließlich eingelenkt. Die OPEC strebt nun einen Konsens über Produktionsbeschränkungen an. Allein durch eine geschickte Beeinflussung der Erwartungen an den Papiermärkten mittels verbaler und effektiver Interventionen könnte Zeit für einen schonenden Abbau des Überangebots gewonnen werden. Für nachhaltig stabile Notierungen wird es gleichwohl auf die Disziplin und die Lastenverteilung im Kartell in den kommenden Monaten ankommen.

Im Zweifel müssten die Saudis sogar den größten Produktionsverzicht üben, um an einer historischen Weggabelung ein sehr weit reichendes strategisches Versagen der OPEC zu vermeiden. Dieser Prozess könnte sich allerdings bis weit in 2017 hinein hinziehen. Außerdem lässt das **Konkurrenzangebot der Nicht-OPEC-Produzenten** die Preise nicht in den Himmel wachsen.

Plausibel erscheint vielmehr, dass sich die Notierungen **2017 leicht oberhalb von 50 US-Dollar je Barrel stabilisieren**, wobei kurzfristig je nach

Gold: Nach Konsolidierung weiteres Potenzial



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

OPEC-Gebaren durchaus noch ein Abwärtsrisiko bis in den Bereich von 40 US-Dollar je Barrel bestünde.

Gold: Steigende strukturelle Nachfrage

Das gelbe Metall hat 2016 gegenüber fast allen großen Währungen kräftig zugelegt. Eine gewisse Ausnahme bildete der Yen, wo das Plus nach großen Schwankungen (+2 % bis +15 %) zuletzt „nur“ bei 5 % lag. Offenbar gewinnt die Idee, wonach **Gold das eigentliche Geld** sei, zunehmend Anhänger.

Hierzu trägt auch die Tatsache bei, dass Papierwährungen immer mehr zur Digitalwährung werden und offenbar die bargeldlose Gesellschaft ins Haus steht. Negativzinsen bei gleichzeitig immer höheren Schulden verstärken den Eindruck der Tendenz zu einem Geldsystem, das die **Freiheit des Einzelnen** erheblich einschränken könnte. Der Bedarf an Gold dürfte somit nicht nur wegen seiner besonderen Eigenschaften als Wertspeicher, sondern zunehmend auch als potenzielles Tausch- und Zahlungsmittel strukturell weiter ansteigen.

Dabei zeigen sich die Zentralbanken gespalten: Einerseits hüten sie ihren Goldschatz oder weiten ihn mit Blick auf die internationalen Währungsverhältnisse sogar noch aus. So waren sie in den letzten Jahren eindeutig Nettokäufer. Andererseits versuchen vor allem die Angelsachsen, über die Preisbildung an den Papiermärkten den Drang der Anleger in die Edelmetalle zu bremsen.

Notierungen 2017 weiter im Aufwind

Der Bedarf an Gold als Absicherungsinstrument dürfte angesichts ertragsbedingt risikoreicherer Portfoliomischungen 2017 weiter zunehmen, besonders da die Preisbildung an den Vermögensmärkten durch die unkonventionelle Geldpolitik verzerrt bleibt, und das **Risiko von Treppenkorrekturen** steigt. So wird die physische Nachfrage der großen Goldfonds nach einem ersten Schub in 2016 vermutlich noch spürbar zunehmen.

Da die Zentralbanken mit Blick auf die Solvenz vieler Schuldner kaum einen deutlichen Zinsanstieg zulassen, dürften bei anziehender Inflation auch die niedrigen Realzinsen den Goldpreis weiter tragen. Dies gelte umso mehr, wenn die ultralockere Geldpolitik nach Jahren der Asset-Inflation auch bei den Güterpreisen deutlichere Wirkung zeigen würde. **Unabhängig vom Ausgang einzelner Wahlen** wird schließlich auch die politische Unsicherheit international sehr hoch bleiben. Einschneidende Ereignisse haben nicht nur auf der ökonomischen Ebene an Wahrscheinlichkeit gewonnen.

Vermögensabsicherung angezeigt

Das Chance-Risiko-Verhältnis des gelben Metalls bleibt angesichts der gegebenen wirtschaftlichen und politischen Perspektiven wohl noch eine ganze Weile attraktiv. Die zeitweilig zu beobachtende spekulative Überhitzung an den Future-Märkten hat sich im Jahresverlauf 2016 sichtbar abgebaut. Mit weiteren Zwischenkorrekturen und einer gewissen **kurzfristigen Schwankungsanfälligkeit** ist dennoch auch in 2017 zu rechnen. Während der Goldpreis im Zweifelsfall spätestens bei 1.200 US-Dollar je Feinunze recht gut abgesichert wäre, besteht u. E. 2017 Potenzial bis etwa 1.450 US-Dollar je Feinunze. Letzten Endes bleibt aber zu beachten: Gold eignet sich eher zur Vermögensabsicherung als zur Verfolgung taktischer Ziele.

Heinrich Peters

Immobilien

Der Rummel geht weiter

Die Nachfrage nach „Betongold“ bleibt bei anhaltendem Niedrigzins 2017 hoch. Da es für die Investoren immer schwieriger wird, attraktive Objekte zu erwerben, hält der Trend steigender Immobilienwerte an. Damit befindet sich der Markt im achten Jahr seines Aufschwungs.

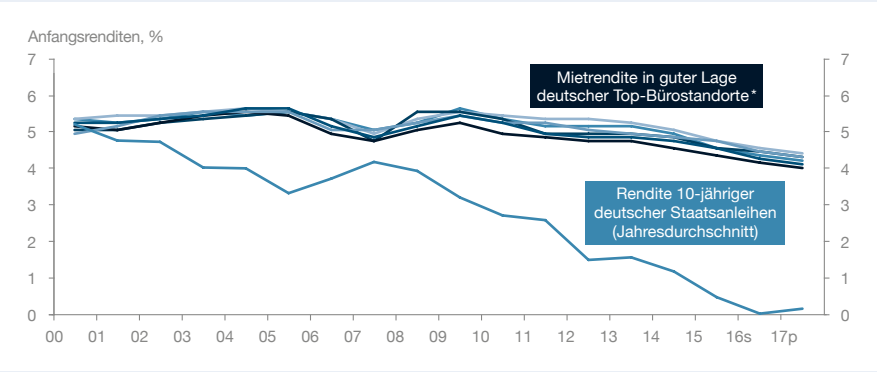
Investmentmarkt läuft voraus

Die Transaktionsumsätze am gewerblichen Immobilienmarkt werden 2017 deutlich unter den Höchstständen von 2015 liegen. Dies ist in erster Linie auf das **knappe Angebot** vor allem an hochwertigen Immobilien zurückzuführen. Eine Ausnahme vom Trend steigender Immobilienpreise ist Großbritannien, wo im Zuge des Brexit-Referendums eine Korrektur eingesetzt hat. Diese ist bislang überschaubar, könnte aber an Schwung gewinnen, wenn nach Verhandlungsbeginn mehr und mehr Unternehmen die Verlagerung ihres Standortes verkünden. Generell dürften die Investmentmärkte weiterhin den Vermietungsmärkten vorauseilen. Dies übt **Druck auf die Mietrenditen** aus, die in vielen Fällen schon unter das Niveau von 2006/2007 gesunken sind. Bei nur leicht steigenden Renditen deutscher Staatsanleihen bleibt die Risikoprämie hoch und die Attraktivität der Immobilienanlage gewährleistet. Ein solides Wirtschaftswachstum lässt in den meisten Büromärkten die Flächennachfrage steigen und sorgt bei überwiegend überschaubarer Bautätigkeit für **anziehende Büromieten**. Im Vergleich der Regionen ist der Zyklus in den USA weiter gelaufen als in Europa.

Offene Immobilienfonds relativ attraktiv

Bei den deutschen offenen Immobilienfonds ist jedoch von steigenden Immobilienwerten wenig zu sehen. Für 2017 rechnen wir im Durchschnitt der investierbaren Publikumsfonds nur mit einer **geringfügig höheren Jahresperformance** von knapp 3 % – eine im Niedrigzinsumfeld akzeptable Rendite. Die nicht mehr verzinste Liquidität in den Portfolios drückt die Ergebnisse. Auch dürfte die Bewertung durch Sachverständige dazu führen, dass sich positive Wertentwicklungen abgeschwächt und zeitverzögert auswirken. Die **Mittelzuflüsse** waren in den ersten acht Monaten 2016 insgesamt sehr hoch, sind aber seit Juni deutlich rückläufig. Hier scheinen sich Maßnahmen der Fondshäuser zur Begrenzung der Mit-

Renditen am Immobilienmarkt bleiben unter Druck



* Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München, Stuttgart

s = Schätzung, p = Prognose

Quellen: Feri, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research



telzuflüsse allmählich niederzuschlagen. Die Höhe der Zuflüsse wurde nämlich zunehmend problematisch, da die Liquidität meist schon hoch ist und geeignete Objekte immer schwerer zu finden sind.

Wohnungspreise steigen weiter

Bei deutschen Wohnimmobilien ist ein Ende des Preisanstiegs für 2017 nicht absehbar. Die Nachfrage bleibt vor allem in den **Ballungszentren** hoch. Dafür sprechen die anhaltende Zuwanderung – wenn auch nicht mehr auf dem sehr hohen Niveau von 2015 – sowie die ausgeprägte Binnenwanderung. Zudem reagiert die Bautätigkeit zu zögerlich. So dürfte die Zahl der Wohnungsfertigstellungen 2017 zwar die Marke von 300.000 Einheiten knacken, angesichts eines Bedarfs von schätzungsweise 350.000 bis 400.000 Einheiten jährlich ist dies aber immer noch zu wenig. Damit sollten die Hauspreise ähnlich wie in den Vorjahren zulegen. Der durch fundamentale Faktoren und das Niedrigzinsniveau getriebene **deutsche Wohnungsmarkt bleibt im Boom**; als konstituierendes Element für eine Immobilienblase fehlt eine stark expansive Kreditvergabe. Nennenswerte Überbewertungen in Teilmärkten bestehen aber bereits. Bei noch länger anhaltendem Aufwärtstrend muss es nicht zum Platzen einer Blase kommen. Wahrscheinlicher wird dann aber eine „gewöhnliche“ Korrektur, vielleicht wieder mit jahrelang stagnierenden oder leicht fallenden Preisen wie nach dem Wiedervereinigungsboom.

	2016s	2017p
Helaba OIF-Index*, % gg. Vj.	2,4	2,7

* Durchschnittliche Jahresperformance von 9 investierbaren offenen Immobilien-Publikumsfonds der 4 größten Anbieter; s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

> Der deutsche Wohnungsmarkt ist nicht in einer Blase. Zunehmende Überbewertungen werden aber früher oder später zu einer Korrektur führen.

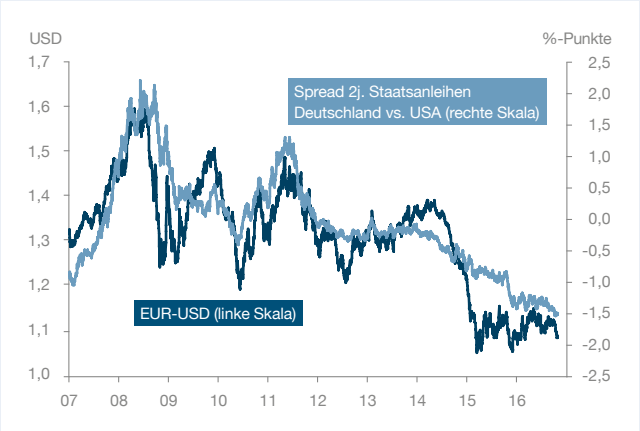
Dr. Stefan Mitropoulos

Devisen

Kasse machen beim US-Dollar?

Weniger Schwankung war selten. Beim Euro-Dollar-Kurs herrschte 2016 weitgehend Stillstand. Während andere Devisen durchaus größere Ausschläge verzeichneten, verharrte der wichtigste Wechselkurs im Seitwärtsband von 1,05 bis 1,15. Gilt die Handelsspanne auch 2017 oder erfolgt ein Ausbruch? Wenn ja, nimmt dann der US-Dollar seinen vorherigen Höhenflug wieder auf oder folgt nach dem Wechsel im US-Präsidentenamt eine Trendwende zugunsten des Euro?

Renditevorteil stützt US-Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der **klassische Treiber** am Devisenmarkt ist die **Geldpolitik**. Die US-Notenbank wird ihre Zinserhöhungen behutsam fortsetzen, während die EZB ihre expansiven Maßnahmen u. a. in Form von Anleihekäufen beibehält. Angesichts dieser divergierenden Politik scheint der Weg für eine weitere Dollar-Aufwertung vorgezeichnet. Aber müssen nicht auch noch andere Faktoren berücksichtigt werden?

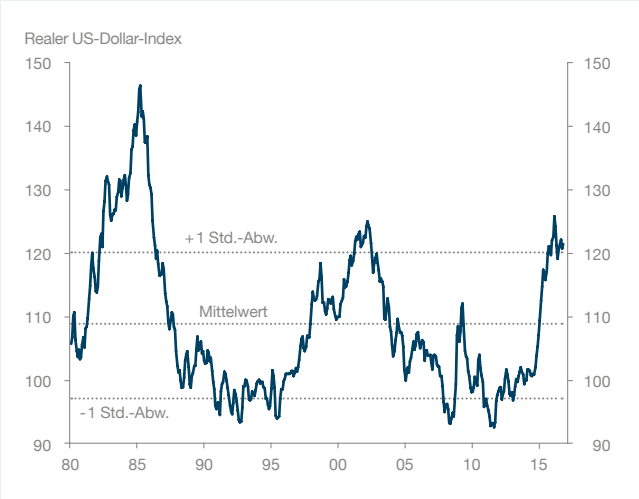
Teurer US-Dollar

Gegenüber dem krisengeplagten Euro legt der Greenback – unter Schwankungen – bereits seit mehr als acht Jahren zu. Der – bis 1971 zurückgerechnete – Euro-Dollar-Kurs erlitt noch nie eine so lange Durststrecke. Nicht nur die Dauer dieses Rückgangs, sondern auch das Ausmaß mahnt zur Vorsicht. In Relation zur Kaufkraftparität notiert der Euro-Dollar-Kurs nur unweit der Tiefststände der großen Talfahrt aus den Jahren 2000/2001. Dies zeigt eine **erhebliche Überbewertung** der US-Währung. Ebenso ist der inflationsbereinigte, handelsgewichtete US-Dollar-Index recht teuer.

Die Unterbewertung des Euro gegenüber dem US-Dollar lässt sich allmählich auch im Außenhandel erkennen. Der Rückgang der Marktanteile der Eurozone am realen Welthandel ist ausgelaufen, während der **US-Export** unter der Dollar-Aufwertung **leidet**. Das Defizit in der US-Leistungsbilanz weitete sich 2016 zwar nur geringfügig aus. Jedoch stieg der ohnehin erhöhte Überschuss in der Eurozone voraussichtlich auf den höchsten Stand seit Einführung der gemeinsamen Währung.

Selbst bezüglich der Staatsfinanzen steht die Eurozone nicht unbedingt schlechter da. An und für sich – wenngleich in Abhängigkeit von der Berechnungsweise – liegt die US-Staatsverschuldung, gemessen an der Wirtschafts-

Teure Bewertung begrenzt Aufwertungspotenzial des US-Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

leistung, sogar höher als in der Eurozone. Ungeachtet der recht lax gehandhabten Defizitkriterien fallen in der Währungsunion die Fehlbeträge geringer aus als in den USA. Unter **Präsident Trump** wird sich das **US-Staatsdefizit** vermutlich sogar deutlicher ausweiten, was grundsätzlich einen negativen Effekt auf den US-Dollar haben sollte.

Jedoch mag die Betrachtung der gesamten Eurozone in die Irre führen. Einzelne Staaten haben nennenswerte Probleme mit ihrem Budgetdefizit, wenngleich die EZB-Käufe die Finanzierungsschwierigkeiten dieser Länder merklich reduzieren. Angesichts einiger Wahlen in wichtigen Staaten sowie der avisierten Verhandlungen über den britischen EU-Austritt bestehen in Europa ebenfalls politische Unsicherheiten, die den Euro zumindest phasenweise belasten können.

Während längerfristige Faktoren eher auf Chancen beim Euro und Risiken beim US-Dollar hindeuten, sind die kurz- und mittelfristigen Einflüsse weniger eindeutig. Ein teurer US-Dollar dämpft nicht nur den Zinserhöhungsdrang der US-Notenbank. Die mutmaßlich **protektionistischere Haltung** der neuen US-Regierung spricht eher gegen die eigene Währung. Zwar wirkt sich deren Politik in der Regel nur mittelbar auf die Wechselkurse aus. Dennoch werden wohl von dem politischen Hang zu einer schwächeren Währung negative Impulse auf den US-Dollar ausgehen. Auch vor dem Hintergrund der teuren Bewertung dürfte der Euro-Dollar-Kurs phasenweise zulegen, kurzzeitig sind sogar Anstiege bis zu 1,20 US-Dollar nicht auszuschließen.

Geldpolitik stützt Greenback

Immerhin gibt es auch positive Impulse für den Greenback. 2016 wird voraussichtlich die US-Wirtschaft – erstmals seit mehreren Jahren – nicht stärker als die Eurozone gewachsen sein. 2017 hingegen dürfte das US-Wachstum wieder die Oberhand gewinnen. Dies wird sich auch in der Geldpolitik widerspiegeln: Während die EZB ihr Anleihekaufprogramm unverändert beibehält, hebt die Federal Reserve ihren Leitzins – wenn auch sehr zögerlich – an. Diese divergierenden Maßnahmen sollten den **US-Renditevorsprung** etwas wachsen lassen und den Greenback stützen.

Falls der Kongress ein Programm beschließt, um mit Hilfe von steuerlichen Anreizen im Ausland „gelagerte“ Gewinne von US-Unternehmen **repatriieren** zu lassen, könnte der US-Dollar zusätzlich profitieren. Das „Ob“ und das „Wann“ sind jedoch völlig offen.

Trotz der massiven Überbewertung ist das Potenzial für den Euro begrenzt; schließlich fehlen der Gemeinschaftswährung weiterhin die Zinserhöhungsperspektiven. Höhere Leitzinsen in den USA könnten dem Greenback den Jahresausklang 2017 versüßen. Im Großen und Ganzen dürfte der Euro-Dollar-



Kurs 2017 aber mehr im oberen Bereich des weiterbestehenden Bands von 1,05 bis 1,15 notieren.

	Q2/2017	Q4/2017
US-Dollar	1,15	1,10
Japanischer Yen	115	115
Britisches Pfund	0,90	0,85
Schweizer Franken	1,08	1,10

* Kurs gg. Euro, mehr Devisenprognosen Seite 82

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Lethargischer Franken

Der Schweizer Franken trat 2016 mehr oder weniger auf der Stelle. Größere Ausschläge beim Euro-Franken-Kurs wurden schnell korrigiert. **Devisenmarktinterventionen** der Schweizer Notenbank (SNB) haben dazu beigetragen. Die Wirtschaft scheint hingegen den Franken-Schock von Anfang 2015 vergleichsweise gut verkraftet zu haben und dürfte 2017 um 1,5 % wachsen. Die Inflation wird wohl leicht in positives Terrain klettern, ohne dass dies die SNB beunruhigt.

Aus der Eurozone kommen vermutlich keine großen Impulse, die den Euro gegenüber dem Franken massiv belasten. Dadurch sollte es der SNB nicht zuletzt mit Interventionen gelingen, die eigene **Währung unter Kontrolle** zu halten. Da die EZB ihre Leitzinsen nicht anheben wird, fehlt allerdings ebenso das Potenzial für einen Euro-Anstieg. Der Euro-Franken-Kurs dürfte auch 2017 weitgehend in der Bandbreite von 1,08 bis 1,10 notieren.

Bodenbildung beim Pfund Sterling

Das Britische Pfund hat den **Brexit-Schock** noch nicht verdaut. Im Gegensatz zu anderen Finanzmarktgrößen hat sich die britische Währung nicht von den Verlusten nach dem Referendum erholt. Die politischen Unsicherheiten werden 2017 andauern und könnten sich phasenweise sogar verschärfen, zumal der Antrag zum EU-Austritt wohl erst im März erfolgen wird. Die bis dato überraschend robuste Konjunktur in Großbritannien dürfte 2017 zunehmend unter der Ungewissheit leiden und sich spürbar eintrüben. Die Geldpolitik der Bank of England könnte daher noch etwas expansiver werden. Damit bleibt das Umfeld für das Pfund Sterling schwierig.

Jedoch ist die britische Währung nach dem Kursrutsch mittlerweile sehr günstig bewertet, was das **Verlustpotenzial begrenzt**. Das Pfund dürfte allenfalls noch temporär nachgeben. Bis Ende 2017 könnte die Aussicht auf eine wieder stabilere Konjunktur und eine womöglich nachlassende Unsicherheit Erholungschancen in Richtung 0,85 Pfund je Euro bieten.

Yen ohne klaren Kurs

Der Japanische Yen stößt nach einer deutlichen Aufwertung im Verlauf von 2016 an Grenzen. Aus den USA sollten seitens der Politik Forderungen nach einer noch stärkeren japanischen Währung aufkommen. Die Bank of Japan ist weiterhin bemüht, die aus ihrer Sicht zu niedrige Inflation zu bekämpfen, wird aber 2017 ähnlich wie im Jahr zuvor wohl **keine einschneidenden expansiven Maßnahmen** ergreifen.

Da die **US-Geldpolitik** – wenn auch sehr behutsam – in eine andere Richtung marschiert, dürfte der Yen kaum zulegen, zumal die zuvor signifikante Unterbewertung der Währung abgebaut wurde. Der Dollar-Yen-Kurs wird wohl um 105 notieren. Gegenüber dem Euro macht der Yen vermutlich ebenfalls keine ganz großen Sprünge, der Euro-Yen-Kurs dürfte um 115 schwanken.

Christian Apelt, CFA


FAHRZEIT
3 Minuten



Alternativszenario

Geisterbahn (15 %)

Im negativen Alternativszenario „Geisterbahn“ steht die Weltwirtschaft an der Schwelle zur Rezession. Zahlreiche Schreckgespenster tauchen an allen Ecken und Enden auf. Politische Richtungswechsel in wichtigen Volkswirtschaften führen zu einer massiven Einschränkung des Freihandels. Protektionismus lähmt die Investitionstätigkeit. Arbeitsplatzunsicherheit belastet den Konsum.

Das Vertrauen in die Stabilität des Finanzsystems schwindet. Die Risikoscheu der Anleger steigt sprunghaft an. Für Sicherheit wird jeder Preis gezahlt. Wir messen diesem negativen Alternativszenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 15 % bei.

Handelsschranken nehmen zu

Auslöser für einen deutlichen Abschwung ist eine zunehmende Einschränkung des Freihandels. Gerade in den Industrieländern nimmt die Ablehnung der Globalisierung spürbar zu und verschafft sich politisch Gehör. Der Brexit ist das prominenteste Beispiel dafür. In unserem negativen Szenario verfolgt auch der neue US-Präsident eine umfassende Abschottungsstrategie. **Zölle und Handelsbarrieren** werden errichtet. Es droht sogar ein Handelskrieg mit China. Aber auch die transatlantischen Handelsbeziehungen werden empfindlich gestört.

Schwellenländer belastet

China bekommt den Umbau seiner Volkswirtschaft nicht in den Griff. Verwerfungen aus der Immobilien- und Investitionsblase sorgen in Kombination mit dem außenwirtschaftlichen Konflikt für eine **harte Landung der chinesischen Volkswirtschaft**. Die lateinamerikanischen Schwellenländer leiden ebenfalls unter den verstärkten Handelsschranken der USA. In diesem Umfeld gehen die Wachstumsraten deutlich zurück. Strukturreformen werden nicht angegangen.

Investitionen brechen ein

Die Unternehmen sind massiv verunsichert. In der Folge brechen die Investitionen ein. Die Konsumenten fahren ihre Ausgaben aufgrund steigender Arbeitsplatzrisiken zurück. **Der vermeintlich stabile Wachstumsmix erweist sich als Trugschluss**. Versuche, dem Vertrauensverlust durch noch mehr staatliche Eingriffe entgegenzusteuern, bewirken eher das Gegenteil. Insgesamt führt dies nicht nur zu einem zyklischen Einbruch, sondern sogar zu einer deutlichen Absenkung des Wachstumstrends.

Deutschland in der Rezession

Deutschland ist besonders stark vom Einbruch des Welthandels betroffen. Aufgrund einer **Exportquote von fast 50 %** schlägt die internationale Abschwächung überdurchschnittlich stark auf die Volkswirtschaft durch. Der in den letzten Jahren erstarkte Konsum kann dies nicht mehr kompensieren. Die Wirtschaftsleistung schrumpft 2017 um rund 1 % und die Arbeitslosigkeit steigt deutlich an.

Deflation wird Realität

Die zunehmende Unterauslastung führt zu einem starken Abwärtsdruck auf die Teuerung. Deflation wird zum Thema, sowohl für die USA als auch in der Eurozone.

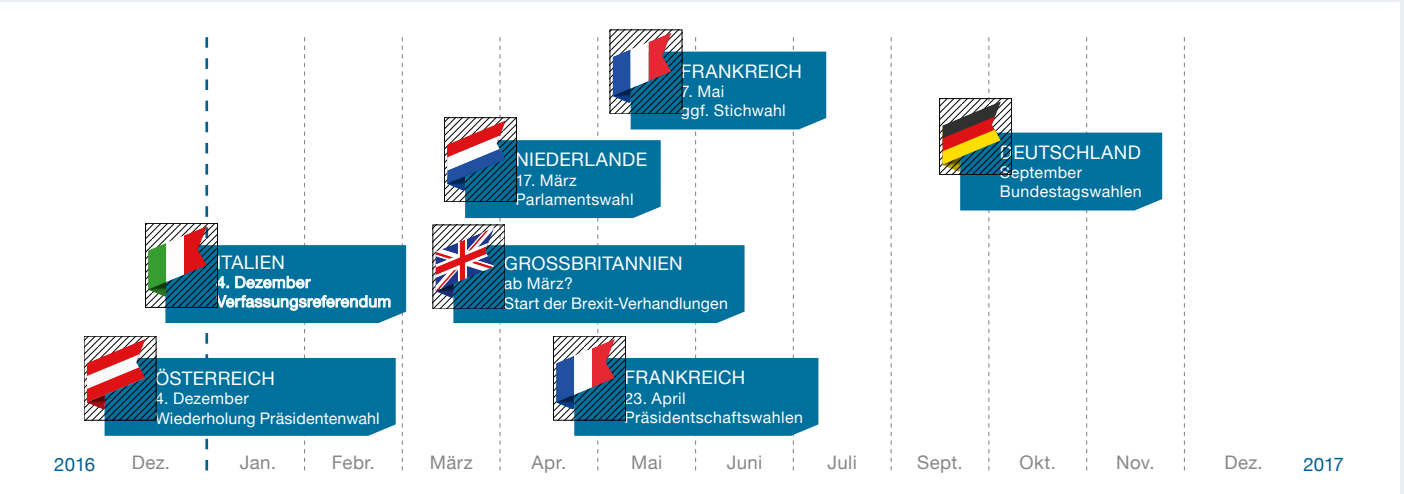
> Je nachdem, wie viele der Schreckgespenster für eine Fahrtunterbrechung sorgen, wird 2017 in den USA das Wachstum bis an die Stagnationsgrenze abgebremst; die Wirtschaftsleistung im Euroraum und in Deutschland schrumpft sogar um rund 1 %.

Erosion Europas

Nicht nur in den USA, sondern auch in Europa machen sich im Schatten der wirtschaftlichen Probleme **politische Schreckgespenster** breit. Mit vermeintlich einfachen Lösungen für komplexe Probleme punkten populistische Parteien. In Europa sind die Regierungen mit den Themen Staatsschulden, Jugendarbeitslosigkeit, innere und äußere Sicherheit sowie der Integration der Flüchtlinge überfordert.

Immer mehr Bürger wenden sich von der „europäischen Idee“ ab. Bei den anstehenden Wahlen gewinnen **europafeindliche Parteien die Mehrheit**. Weitere Länder lassen über einen EU-Austritt abstimmen. Die Brexit-Verhandlungen gestalten sich als zunehmend schwierig, da es beiden Seiten nicht gelingt, sich auf eine Kompromisslinie zu verständigen.

Politische Richtungsentscheidungen: Unfallgefahr!



Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Geldpolitik hält dagegen

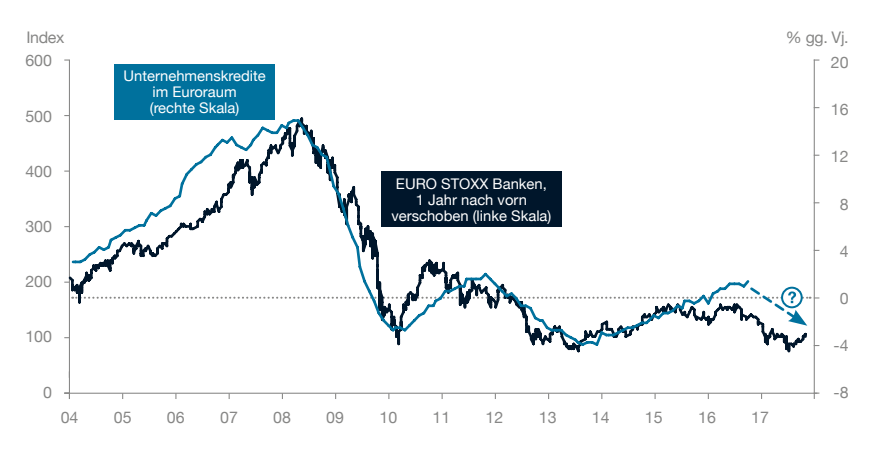
Die Notenbanken weltweit versuchen, die Stabilität an den Finanzmärkten mit viel Liquidität aufrechtzuerhalten. Dies erfolgt jedoch nicht in einer konzertierten Aktion. Vielmehr probiert jedes Land, die eigene Währung mittels umfangreicher konventioneller und unkonventioneller Maßnahmen zu schwächen. Die Fed wird zu einer Kehrtwende gezwungen und steuert mit Kaufprogrammen und Zinssenkungen gegen die Krise. Die EZB steigert ihr Kaufprogramm und führt den Einlagenzins noch tiefer in den negativen Bereich. Ein **Abwertungswettlauf** wird in Gang gesetzt.

Kreditklemme wahrscheinlich

Die deutliche Abschwächung der Konjunktur hinterlässt **Spuren im Bankensektor**. Die Kreditausfallraten steigen. Die Vergaberichtlinien werden gestrafft. Die Ausleihungen im Euroraum müssen deutlich zurückgefahren werden.

> Wer in der Geisterbahn fährt, kommt zu dem Schluss: Sicherheit geht vor!

Gefahr einer Kreditklemme



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gold im Höhenflug, Aktien auf der Rutschbahn

Anleger suchen Sicherheit, sie fliehen aus Risikoassets in die „sicheren Häfen" Treasuries und Bundesanleihen. Im Zuge dessen geben die 10-jährigen **US-Treasuries** bis unter 1 % nach, die Rendite 10-jähriger **Bundesanleihen** taucht deutlich in den negativen Bereich in Richtung -1 % ab.

Aufgrund steigender Ausfallraten kommen **Unternehmensanleihen** erheblich unter Druck.

Gold und US-Dollar werden in Zeiten hoher Unsicherheit ihrem Ruf als Krisenwährungen gerecht. **Gold** nähert sich wieder den alten Höchstständen von über 1.900 US-Dollar pro Unze. Der **Euro-Dollar**-Kurs gerät unter Druck und fällt unter 0,90.

Bei **Immobilien** kommt es trotz der sehr niedrigen Zinsen zu Preiskorrekturen. Speziell der inzwischen hoch bewertete gewerbliche US-Immobilienmarkt dürfte getroffen werden.

Der markante Rückgang der Unternehmensgewinne kann selbst durch die unkonventionellen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen nicht kompensiert werden. Die Risikoaversion steigt massiv und sorgt für deutliche Bewertungsabschläge. Der **DAX** stürzt in Richtung der 6.000-Punkte-Marke ab.

Claudia Windt
Markus Reinwand, CFA



Alternativszenario

Riesenrad (10 %)

In unserem positiven Alternativszenario „Riesenrad“ nimmt das globale Wachstum kontinuierlich Fahrt auf. Angeführt von einem kräftigen Investitionsimpuls läuft die Wirtschaft rund. Der wieder deutlich steigende Welthandel verstärkt dies noch. Strukturelle Schwächen werden angegangen und politische Unsicherheiten in den Hintergrund gedrängt. Vertrauen in die Wachstumskräfte kehrt zurück.

Berauscht von der spektakulären Aussicht legen die Finanzmarktteilnehmer ihre Risikoscheu gänzlich ab. Diesem Alternativszenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % bei.

Investitionsrad beginnt sich zu drehen

Im positiven Szenario „Riesenrad“ werden die technologischen Innovationen angesichts verbesserter Absatzerwartungen vermehrt in Investitionen umgesetzt. Ein **selbsttragender Aufschwung** durch Industrie 4.0, Digitalisierung bei Dienstleistungen sowie Weiterentwicklung und Verbreitung neuer Technologien (z. B. 3D-Drucker, Elektromobilität) setzt ein. Die Finanzierung gelingt einerseits dank reichlich vorhandener Überschüsse der Unternehmen. Andererseits sind im Finanzsystem genügend Mittel vorhanden, um den großen Bedarf befriedigen zu können. Weitere Regulierungswellen im Finanzsektor bleiben aus und bürokratische Ineffizienzen werden beseitigt. Es werden zudem politische und gesellschaftliche Anstrengungen unternommen, den Freihandel zu fördern.

Weltwirtschaft läuft rund

Die **Schwellenländer** gehen zügig ihre Strukturprobleme an. 2017 überraschen die Schwergewichte China und Brasilien mit einer starken zyklischen Erholung.

Spitzenreiter bei den **Industrienationen** bleiben die USA, deren BIP-Wachstumsrate an 4 % heranreicht. Es macht sich ein deutlicher Optimismus unter den privaten Haushalten und Unternehmen breit. Der Arbeitsmarkt markiert einen Rekord nach dem anderen. Die Vollbeschäftigung übersetzt sich in steigende Löhne und der private Konsum boomt. Die US-Inflation klettert in Richtung 3 %.

Europa setzt auf Reformen

Deutschland kann vom Investitionsaufschwung und dem stärkeren Welthandel überproportional profitieren, was auch dem Euroraum zugutekommt. Es gelingt ein politischer Schulterschluss aller europäischen Länder. Eurokritische Stimmen verstummen zunehmend. Die neue Regierung in **Spanien** setzt die Reformpolitik fort. **Italien** beschleunigt die bislang zögerlichen Veränderungsprozesse. Spätestens nach den Präsidentschaftswahlen in **Frankreich** kommt es zu einem positiven Stimmungsumschwung. Das höhere Wachstum verbessert zudem die Lage der öffentlichen Haushalte und eröffnet Ausgabenspielräume. Die Politik entwickelt tragfähige Konzepte für die Zukunft Europas. Der **Euroraum** kann sein Wachstum auf mindestens 2,5 % steigern, wobei Deutschland mit rund 3 % wieder als Konjunkturlokomotive fungiert. Die Inflation wird mit 2,5 % etwas über dem EZB-Inflationsziel liegen.

Geldpolitik flankiert den Aufschwung

Durch den selbsttragenden Aufschwung in vielen Industrieländern und die Erholung in den Schwellenländern brechen Wachstum, Inflation und Zinsen aus ihrem Seitwärtsband aus. Die Notenbanken steuern allerdings nur vorsichtig um. Die Fed steigert ihr Zinserhöhungstempo leicht. Die **EZB** fährt sukzessive ihre Ankaufprogramme zurück. 2017 wird sie aber **noch keine Zinswende** einleiten. 10-jährige US-Treasuries steigen deutlich über 3 % und 10-jährige Bundesanleihen nähern sich der 2 %-Marke. Die Zinskurven bei Staatsanleihen werden deutlich steiler. Die Einengung des US-Renditevorteils treibt den Euro-Dollar-Kurs in Richtung 1,30.

Aktien im Boom

Die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums sorgt für deutliche Umsatzsteigerungen bei den Unternehmen. Auch die Margen können ausgeweitet werden, so dass die Gewinne überdurchschnittlich zulegen. Der Rückgang der Risikoaversion führt zudem zu einer spürbaren Bewertungsexpansion. Der **DAX knackt die 14.000er-Marke**.

Die Spreads bei Unternehmensanleihen engen sich zwar weiter ein. Durch den **Renditeanstieg bei Staatsanleihen** wird dies jedoch zumindest im Investment Grade-Bereich konterkariert. Immobilien verlieren angesichts der steigenden Zinsen an relativer Attraktivität. Dieser Effekt wird allerdings durch die erheblich bessere Lage an den Vermietungsmärkten ausgeglichen, so dass negative Preisreaktionen ausbleiben.

Claudia Windt
Markus Reinwand, CFA


BIP 2,2%
BIP 1,3%
BIP 2,5%
BIP 2,4%
BIP 0,8%
BIP 1,5%
BIP 1,5%
BIP 0,8%
BIP 1,1%
Prognosen 2017


BIP 3,0%
BIP 2,5%
BIP 5,8%
BIP 2,7%
BIP 0,8%
BIP 2,4%
BIP 1,2%
BIP 1,1%
BIP 0,4%



Globalisierung im Rückwärtsgang?

Das intellektuelle und politische Klima ist für den freien internationalen Güteraustausch zuletzt zunehmend frostig geworden. Die Verhandlungen der EU mit Kanada und den USA über Freihandelsabkommen stellten sich als unerwartet zäh und kontrovers heraus. Mit Donald Trump ist ein erklärter Gegner des Freihandels ins Weiße Haus gewählt worden. Ist der Welthandel damit am Ende?

Auch akademische Studien fokussieren sich mehr als früher auf die **Kosten der Globalisierung**. Zwar hat der weitgehende Konsens unter Ökonomen Bestand, dass Freihandel über Effizienzgewinne und Wettbewerb per saldo positiv wirkt. Verstärkt wird der Blick nun aber auf gesellschaftliche Gruppen gelenkt, die zu den Verlierern zählen und zwar theoretisch kompensiert werden könnten – dies aber in der Praxis oft nicht wurden.

Scheinbar passt zu dieser öffentlichen Stimmung, dass die Zuwächse bei den globalen Handelsströmen in den vergangenen Jahren spürbar geringer ausgefallen sind. Legte der Warenaustausch in den Jahren vor der Finanzkrise im Schnitt noch rund doppelt so stark zu wie der weltweite Output, hat sich dieses Verhältnis zuletzt eher bei 1:1 eingependelt. 2016 fällt es sogar noch ungünstiger aus: Einem geschätzten Wachstum der Weltwirtschaft von fast 3 % steht eine Zunahme des Warenhandels von wahrscheinlich lediglich 1 % bis 2 % gegenüber. Mit einer protektionistischen Regierung in Washington wird es wohl schwierig, 2017 einen solchen Wert zu erreichen, obwohl allgemein eine Verbesserung der globalen Konjunktur erwartet wird. Dämpft die anämische Entwicklung der Handelsströme die weltweite Nachfrage? **Und steckt dahinter wirklich in erster Linie zunehmender Protektionismus?**

Für den Zeitungsleser und Fernsehzuschauer drängen sich die **Regionalisierungstendenzen** z. B. bei Lebensmitteln, medienwirksame Schutzzölle auf Autoreifen oder lautstarke Proteste gegen Globalisierung und Freihandel als Gründe für die geringe Dynamik im internationalen Handel geradezu auf. Das muss doch eine Wirkung haben! In Wirklichkeit sind nachhaltige Verschiebungen im Außenhandel in großen Volkswirtschaften wie Deutschland, aber erst recht auf der globalen Ebene, eher die Folge von unspektakulären, sehr graduellen Prozessen, die weitgehend unbeobachtet hinter den Kulissen ablaufen.

Aus unserer Sicht ist die zuletzt schleppend verlaufende Zunahme der internationalen Warenströme mehr ein Symptom als die Ursache des gedämpften globalen Wachstums. Vor der Krise waren es weniger die ausländischen Konsumgüter, die den Globalisierungsprozess befeuert haben – obwohl der Endverbraucher naturgemäß zuerst an sie denkt. Am stärksten legten vielmehr die **grenzüberschreitenden Warenströme innerhalb des Unternehmenssektors** und zunehmend sogar innerhalb von einzelnen Unternehmen zu. Diese Globalisierung der Wertschöpfungsketten ging einher mit der **Integration eines großen Teils der Weltbevölkerung in die internationale Arbeitsteilung**, zunächst in den Staaten des ehemaligen Warschauer Paktes, dann in vielen Schwellenländern.

Die hohen Zuwachsraten beim Warenhandel in den 1990er und 2000er Jahren waren wohl eine **Übergangsphase**, in der sich die Weltwirtschaft von einem relativ geschlossenen zu einem offeneren Zustand bewegte. Die Dynamik des Handels in diesem Zeitraum war daher nur temporär. Inzwischen ist dieser Prozess offenbar weitgehend ausgelaufen und die Wachstumsraten der Handelsströme „normalisieren" sich entsprechend.

Hinzu kommt, dass in **China** der Anteil der aus dem Ausland importierten Vorleistungen für die eigenen Exporte im Trend abnimmt. Die Wertschöpfung wird vermehrt ins Inland verlagert. Ein Beispiel: Vor zehn Jahren wurden für ein ins Ausland geliefertes Mobiltelefon vielleicht Vorprodukte im Wert von 80 % des Exportwerts zunächst nach China eingeführt (und damit zweimal als internationaler Handel gemessen). Wenn dieser Anteil heute auf 40 % gefallen wäre, würde dies die mit diesem Produkt verbundenen grenzüberschreitenden Warenströme spürbar reduzieren.

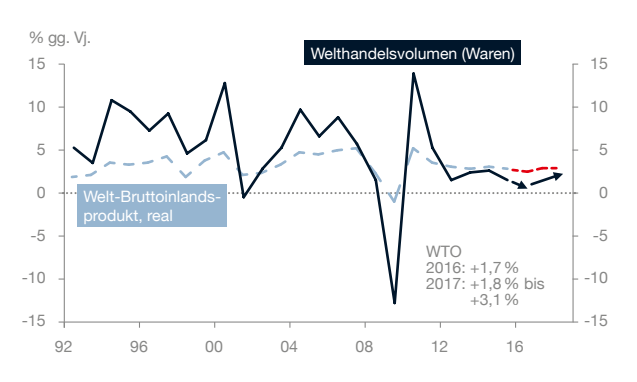
Ein anderer Effekt, der für den Einzelnen kaum beobachtbar ist, sind die **sich ändernden Gewichte in der Weltwirtschaft**. Verschiebt sich das Gewicht weg von Staaten mit sehr hohen Außenhandelsquoten (Summe aus Exporten und Importen bezogen auf die Wirtschaftsleistung) wie Deutschland (2015: 86 %) hin zu Staaten mit relativ niedrigen Außenhandelsquoten wie China (41 %), dämpft dies schon mal für sich genommen den gemessenen Zuwachs beim Handel – auch relativ zum Wachstum des globalen Output.

Andere Faktoren, die den weltweiten Warenhandel in den vergangenen Jahren belastet haben, waren die **europäische Schuldenkrise** (schwaches Wachstum in den besonders eng vernetzten Euroländern) und ab 2014 der **Rohstoffpreisverfall**, der die Exporteinnahmen (und damit die für Importe zur Verfügung stehenden Mittel) der Rohstoffe produzierenden Länder unter die Räder kommen ließ. In vielen Ländern, nicht zuletzt in China, sind die Unternehmensinvestitionen „importintensiver" als der Konsum. Die relative Schwäche der Investitionen verglichen mit den Konsumausgaben dämpft daher den internationalen Handel. Auch die bei steigenden Einkommen zunehmende Bedeutung von Dienstleistungen an der Gesamtnachfrage reduziert die Dynamik im Warenhandel. Der grenzüberschreitende Austausch von Dienstleistungen wächst auf Basis der eingeschränkten Daten zu diesem Sektor seit geraumer Zeit stärker als der von Waren.

In der jüngsten Vergangenheit kamen zu den dominierenden strukturellen Faktoren noch negative zyklische Effekte hinzu. Diese sollten nach vorne gerichtet zumindest teilweise entfallen. Die Rohstoffpreise erholen sich, was sich positiv auf die Importe der Förderländer auswirken wird. **Insgesamt wird die Weltwirtschaft 2017 etwas stärker wachsen als 2016.** Jenseits dieser positiven Impulse scheint die geringere Dynamik des Warenhandels aber die „neue Normalität" – oder eine Rückkehr zur alten Normalität vor dem ungewöhnlichen Globalisierungsschub – zu reflektieren. Auch bleibt abzuwarten, in welchem Umfang die neue US-Regierung in den kommenden Jahren tatsächlich Handelsbarrieren aufbaut – und welche Gegenmaßnahmen anderswo ergriffen werden. Die gute Nachricht: Eine Abwärtsspirale von Wachstum und Handel wie in den 1930er Jahren bleibt äußerst unwahrscheinlich. Die schlechte Nachricht: Wie beim Output werden auch beim Welthandel die Zuwachsraten auf absehbare Zeit wohl vergleichsweise bescheiden ausfallen.

Patrick Franke

Neue Normalität beim Welthandel



Quellen: Macrobond, WTO, Helaba Volkswirtschaft/Research



Deutschland

Konsum treibt Wachstum

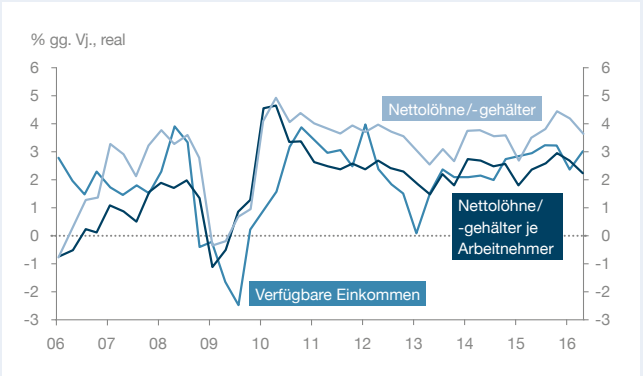
Die deutsche Wirtschaft hat sich in den letzten Jahren resistent gegenüber den zahlreichen außenwirtschaftlichen Krisen gezeigt. Das lag nicht nur an der hohen regionalen Diversifizierung der Exporte. Schwächen in einem Land können also gut durch Exporterfolge anderswo kompensiert werden. Hinzu kommt die Stärke der deutschen Binnennachfrage, die für Wachstum sorgt. Das Wirtschaftswachstum dürfte 2017 mit kalenderbereinigt 1,5 % in der Nähe des Potenzials liegen.

Allein vom Gesamtkonsum kommen 2016 mehr als 80 % des realen Wirtschaftswachstums; 2017 dürfte sich dies kaum ändern. Die **Rahmenbedingungen für die privaten Konsumausgaben bleiben günstig**. Treiber sind die deutlichen Tarifsteigerungen. Belastungen durch höhere Beiträge für die Pflegeversicherung und höhere Zusatzbeiträge in der Krankenversicherung stehen allerdings nur moderate Steuerentlastungen gegenüber. Positiv wirkt die starke Rentenanpassung Mitte 2016, die bis ins erste Halbjahr 2017 nachwirkt. Voraussichtlich werden die Altersbezüge auch dann wieder recht deutlich angehoben. Die Beschäftigung dürfte erneut um schätzungsweise 1 % im Jahresvergleich zulegen. Die verfügbaren Einkommen steigen damit um rund 3 %. Allerdings werden die privaten Konsumausgaben durch steigende Verbraucherpreise belastet. 2017 sollte die Inflationsrate bei 1,4 % liegen und damit etwa einen Prozentpunkt über dem Wert von 2016. So gehen von den Rohölnotierungen keine preisdämpfenden Wirkungen mehr aus. Vielmehr sind sie höher als im Vorjahr. Die Stromtarife dürften angehoben werden, da die EEG-Umlage steigt. In der Summe werden die Konsumausgaben 2017 auch aufgrund einer geringeren Zahl an Arbeitstagen mit schätzungsweise 1,5 % etwas schwächer zulegen als 2016 (1,7 %).

Staat nutzt höhere Steuereinnahmen für mehr Ausgaben

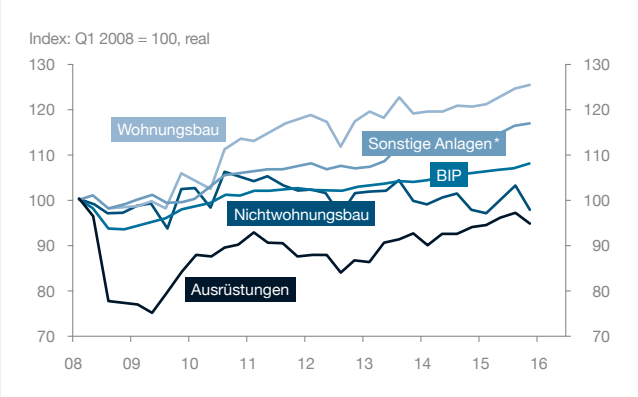
Zu einem weiteren **Wachstumstreiber sind die Konsumausgaben des Staates** geworden. Diese Komponente erreicht fast ein Fünftel des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und umfasst u. a. soziale Sachleistungen, vor allem Ausgaben für Arzt- und

Einkommen der privaten Haushalte steigen deutlich



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Nur Wohnungsbau und „Sonstige Anlagen“ dynamisch



* Forschung & Entwicklung (72 %), Software (23 %), Urheberrechte (5 %)

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Krankenhausleistungen, Medikamente, Zahnersatz, Kuren sowie Unterbringung in Pflegeheimen. Hinzu kommen Arbeitnehmerentgelte der öffentlich Bediensteten. 2016 dürften die staatlichen Konsumausgaben mit 3,5 % deutlich zugelegt haben. Dies entspräche einem Wachstumsbeitrag von 0,7 Prozentpunkten. Beispielsweise führen zusätzliche Kapazitäten im Bildungswesen und der Rechtsanspruch auf Kinderbetreuung zu höheren Staatsausgaben. Die extrem starke Flüchtlingszuwanderung 2015 hat aufgrund der notwendigen Bereitstellung von Dienstleistungen im Gesundheits- und Bildungsbereich ebenfalls die staatlichen Aktivitäten beflügelt. Der aktuell deutliche Rückgang der Flüchtlingszahlen sollte allerdings die Dynamik des Staatsverbrauchs bremsen. Auch wenn das Pflegestärkungsgesetz II ab 2017 weitere öffentliche Konsumsteigerungen zur Folge haben wird, dürfte der Wachstumsbeitrag dann nur noch bei 0,3 Prozentpunkten liegen.

Auch 2017 gibt es **Risiken für den Außenhandel**. So wirken sich der Brexit und das deutlich schwächere Pfund negativ auf die Außenhandelsbeziehungen zu Großbritannien aus. Eine geänderte Außenhandelspolitik der USA könnte in die gleiche Richtung wirken. Die Dynamik der Exporte in die Eurozone dürfte moderat bleiben. Die schrittweise Erholung in wichtigen Schwellenländern sollte allerdings auch Chancen für den deutschen Export bieten. Trotzdem sind 2017 vom Außenhandel keine positiven Impulse zu erwarten, da die quantitativ kleineren Importe mit schätzungsweise 3,5 % etwas stärker zunehmen als die Exporte (3 %).

Wohnungsbau mit Sonderkonjunktur – Unternehmen bleiben zurückhaltend

Ambivalent ist die Entwicklung der Investitionen. Die **Wohnungsbauinvestitionen expandieren** bereits seit mehreren Jahren im Vergleich zum gesamten Bau überdurchschnittlich. Dies dürfte sich 2017 fortsetzen. Die Wohnungsknappheit in

Prognoseübersicht Deutschland

	2016s	2017p	2018p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	**1,9**	**1,3**	**1,2**
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	**1,8**	**1,5**	**1,4**
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	1,7	1,5	1,4
Staatsausgaben, % gg. Vj.	3,5	1,5	1,5
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	3,2	3,0	3,2
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	4,0	4,0	4,5
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	2,5	2,0	2,0
Exporte, % gg. Vj.	3,0	3,0	4,0
Importe, % gg. Vj.	3,3	3,5	4,5
Budgetsaldo, % des BIP	**0,5**	**0,3**	**0,3**
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	**270**	**275**	**280**
Arbeitslosenquote*, %	**6,1**	**6,0**	**5,9**
Arbeitslose, Tsd.	**2.700**	**2.650**	**2.600**
Inflationsrate, % gg. Vj.	**0,4**	**1,4**	**1,5**

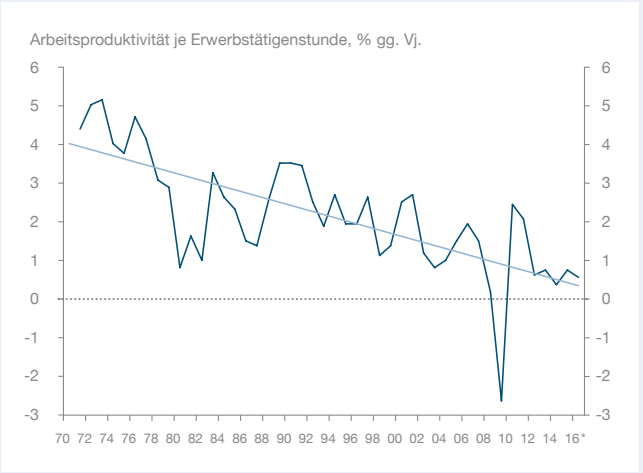
* der gesamten Erwerbspersonen; s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

vielen Städten und deren Umland bei gleichzeitig sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und steigenden Einkommen führt zu deutlich höheren Wohnungsbaugenehmigungen. Ausbaumaßnahmen expandieren moderater als der Neubau. Der Nichtwohnungsbau hingegen stagniert bereits seit mehreren Jahren. Die jüngste positive Auftragsentwicklung im Wirtschafts- und öffentlichen Bau lässt allerdings auch hier 2017 eine allmähliche Besserung erwarten.

Die Ausrüstungsinvestitionen expandieren moderat. Politische Unsicherheiten und eine nur durchschnittliche Kapazitätsauslastung bei gleichzeitigem Druck auf die Verkaufspreise **bremsen bislang die Kapitalbildung**. Kurzfristig ist hier keine Änderung zu erwarten. So haben sich zuletzt gerade die Inlandsaufträge der deutschen Investitionsgüterhersteller wenig erfreulich entwickelt. Die Ausrüstungen dürften 2017 mit einem Zuwachs von 4 % immerhin ähnlich stark zulegen wie im Vorjahr.

Zurückgehende Produktivität in Deutschland kein neues Phänomen



* eigene Schätzung

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Deutsche Produktivität auf der Rutschbahn

Die deutsche Arbeitsproduktivität ist in den letzten Jahren kaum mehr gestiegen. Zwischen 2012 und 2016 lag der jährliche Zuwachs bei nur rund ½ Prozent. Zwar dürfte die Wirtschafts- und Finanzkrise hierzu beigetragen haben; eine alleinige Erklärung ist dies jedoch nicht. Bereits seit Jahrzehnten ist der **Trend eindeutig abwärts** gerichtet. Dies gilt jedoch **nicht für alle Länder**. Während in den USA bis zur Wirtschafts- und Finanzkrise kein tendenzieller Abwärtstrend zu beobachten war, sind dort in jüngster Zeit ebenfalls kaum Fortschritte zu verzeichnen. Die strukturellen Schwachstellen Italiens haben dazu geführt, dass seit der Euro-Einführung sogar ein leichter Rückgang der Produktivität zu verzeichnen ist. Spanien hingegen hat nach einer Phase der Stagnation ab Mitte der 1990er Jahre seit der Wirtschafts- und Finanzkrise eine erstaunliche Aufholjagd begonnen. Die Gründe für die Produktivitätsentwicklung lassen sich damit nicht einheitlich beschreiben.

In Deutschland hat im Wesentlichen ein **langjähriger Rückgang der Ausrüstungsinvestitionsquote** die Produktivität gehemmt. Da mit neuen Jahrgängen des Kapitalstocks zumeist auch effizientere Verfahren eingesetzt werden, bremst eine zu geringe Kapitalbildung den technischen Fortschritt.

Für alle Länder dürfte in den letzten Jahren allerdings gelten, dass die **statistische Erfassung durch die Digitalisierung schwieriger geworden** ist. So werden teilweise Informationsdienstleistungen und Produkte im Internet nicht bepreist und erscheinen somit nicht im Bruttoinlandsprodukt. Den in der Volkswirtschaft aufgewendeten Arbeitsstunden steht somit eine zu geringe Wertschöpfung gegenüber. Dieser Effekt dürfte jedoch nur einen kleinen Teil der aktuellen Produktivitätsverluste erklären.

Für Deutschland kommt ein **Struktureffekt** hinzu: Der Beschäftigungsaufbau seit 2011 war am stärksten in Branchen, die ein unterdurchschnittliches Produktivi-

tätsniveau aufweisen. Dies gilt sowohl für die Unternehmens- als auch die öffentlichen Dienstleistungen einschließlich Erziehung und Gesundheit. In der hochproduktiven Industrie hingegen war der Anstieg unterdurchschnittlich. Die mit der Alterung der Gesellschaft, der Bildung sowie der Zuwanderung einhergehenden Dienstleistungen haben zumindest kurzfristig die Produktivität gesenkt.

Zusätzlich hat sich der Trend zu einer immer stärkeren Auslagerung von Teilen der Produktion (Offshoring) umgekehrt. Jahrelang hatten die deutschen Industrieunternehmen lohnintensive Produktionsschritte ins kostengünstigere Ausland, beispielsweise nach China, verlagert. So war der Anteil der Bruttowertschöpfung, von der die Vorleistungen bereits abgezogen sind, an der Produktion inklusive der Vorleistungen von knapp 39 % im Jahr 1991 auf weniger als 31 % im Jahr 2008 deutlich gesunken. Mittlerweile ist diese Quote wieder bei rund 35 % angelangt. Die **Repatriierung** dieser Produktion in jüngster Zeit verringert die Produktivität. Warum machen die Unternehmen das? Hierfür spricht eine Reihe von Gründen. So steigen die Lohnkosten in Ländern wie China deutlich. Die politische Unsicherheit und damit die Verletzlichkeit der „supply chain“ sind größer geworden. Nicht zuletzt dürften protektionistische Tendenzen hierzu beitragen. Diese könnten sich sogar verstärken. Eine rasche Trendwende ist somit nicht zu erwarten. Gerade Deutschland mit seinem hohen Industrieanteil ist hiervon negativ betroffen.

Dr. Stefan Mütze

Hessen, Thüringen, NRW und Brandenburg vorwärts unterwegs

Zum Gleichlauf der Wachstumsraten in den Bundesländern dürfte der Hauptimpulsgeber Konsum erheblich beitragen. Er stimuliert nicht nur die Nachfrage nach Gütern, sondern auch den gesamten Dienstleistungssektor.

Hessen: Kein Überholmanöver

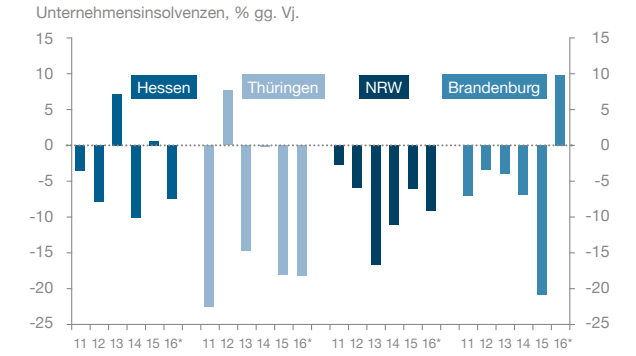
Die Impulse aus den verschiedenen hessischen Wirtschaftsbereichen dürften 2016 nicht ausreichen, dem Bundesland zu einem überdurchschnittlichen Wachstum zu verhelfen. So musste die **Industrie** einen Umsatzrückgang von 3 % verkraften, der vor allem durch mangelnde Nachfrage aus dem Inland und der Eurozone hervorgerufen wurde. Dabei konnten die großen Branchen Chemie / Pharma, Kraftfahrzeugbau und Ernährungsgewerbe ihre Umsätze nicht steigern.

Der **Flughafen Frankfurt** wird wahrscheinlich nicht den Passagier-Rekordwert von 2015 erreichen, sondern etwas darunter liegen. Beim Frachtaufkommen zeichnet sich dagegen ein Plus ab. Der Umsatz der unternehmensnahen Dienstleister expandiert, allerdings bleibt die Dynamik unter dem Bundesdurchschnitt. Überdurchschnittliches kann hingegen der hessische Einzelhandel vermelden, der mit einem realen Umsatzzuwachs von 7,4 % in den ersten sieben Monaten glänzte (Deutschland: 2,1 %).

Positiv ist zudem, dass sich die Aufwärtsbewegung der Kreditvergabe an Nichtbanken verstetigt hat. Nach einem Plus von 2,1 % im Vorjahr zeichnet sich für 2016 eine Zunahme von 1,8 % ab. Während die öffentliche Hand weniger Kreditmittel erhielt, sorgten die Finanzierungsvorhaben von Unternehmen und Privatpersonen für den Anstieg. Angesichts der niedrigen Zinsen dürften die daraus erzielten Erträge im **Bankensektor** eher bescheiden sein. Die mittelfristigen Perspektiven für den Bankenstandort Frankfurt haben sich durch den Brexit aber verbessert. Für 2017 sind hier jedoch noch keine nennenswerten Effekte zu erwarten. Wenn die weltwirtschaftliche Konjunktur wieder etwas anzieht, dürfte Hessen



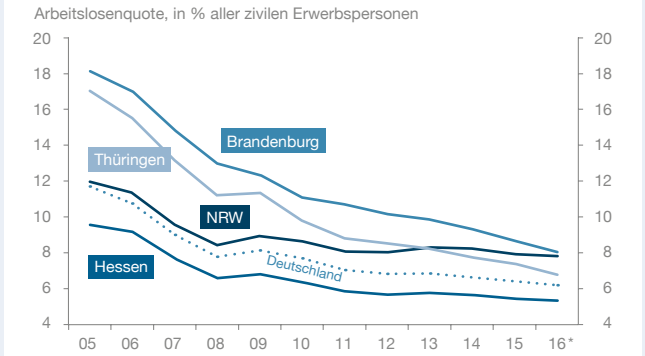
Insolvenzen mit wenig Störpotenzial



* Durchschnitt Januar bis August 2016

Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft / Research

Sinkende Arbeitslosenquoten besonders im Osten



* Durchschnitt Januar bis Oktober 2016

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft / Research

an Tempo zulegen. Allerdings wird das **hessische Wachstum** voraussichtlich **nicht den Bundesdurchschnitt überholen.**

Die hessische **Arbeitslosenquote** hat sich auch 2016 verbessert. Ihr Wert von 5,3 % (Januar bis Oktober) liegt deutlich unter der gesamtdeutschen Rate von 6,2 % und unterschreitet auch Westdeutschland mit 5,6 %. Die Zahl der sozialversicherungspflichtigen Arbeitsstellen erhöhte sich in Hessen um 2,1 %. Selbst wenn 2017 mehr Flüchtlinge auf Arbeitssuche gehen, dürfte das Wachstum für eine abnehmende Erwerbslosenrate ausreichen und weiterhin für zunehmende Beschäftigtenzahlen sorgen.

Thüringen: Industrie schiebt an

Der Industriebesatz Thüringens, also die Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes pro Einwohner, hat mit 72 % des Bundesdurchschnitts innerhalb der neuen Bundesländer einen Spitzenwert erreicht. Selbst traditionsreiche Industriestandorte wie Sachsen und Sachsen-Anhalt kommen nur auf 65 % bzw. 57 %. Zudem verfügt die Thüringer Industrie inzwischen über eine **diversifizierte Exportstruktur**: 47 % der Ausfuhren gehen nach Westeuropa und 27 % in die übrige Welt. Die Lieferbeziehungen reichen in rund 200 von 240 in der Außenhandelsstatistik genannte Länder, wobei meist nur kleine Inselstaaten nicht zu den Käufern Thüringer Waren gehören. Die Industrie als Produzent der international geschätzten Güter konnte auch in den ersten acht Monaten 2016 zulegen. Das Umsatzplus übertraf mit 1,8 % die Stagnation in Deutschland insgesamt. Dabei kamen die stärkeren Impulse aus dem Ausland. Wenn der industrielle Wachstumsvorsprung erhalten bleibt, dürfte 2016 ein Jahr mit einer zumindest wieder durchschnittlichen Zuwachsrate des BIP sein. Die unternehmensnahen Dienstleistungen unterstützen diesen Prozess mit einer Umsatzsteigerung, die den Bundeswert erreicht. Für 2017 sollte angesichts einer wieder etwas höheren Dynamik der Weltwirtschaft auch für **Thüringen der Anschluss an das bundesdeutsche Wachstum** gesichert sein.

Auf dem Thüringer Arbeitsmarkt setzt sich der Rückgang der Arbeitslosenquote fort. Sie ist mit durchschnittlich 6,9 % in den ersten zehn Monaten 2016 die mit Abstand niedrigste Erwerbslosenrate in den neuen Bundesländern, deren Durchschnitt einschließlich Berlin 8,6 % beträgt. In diesem Zusammenhang kommt die „ältere“ Altersstruktur der Arbeitssuchenden und auch der Beschäftigten in Thüringen zum Tragen. Entsprechend mehr Personen werden in den nächsten Jahren aus dem Erwerbsleben ausscheiden. Die **Beschäftigungsschwelle** für sozialversicherungs-

pflichtige Arbeitsverhältnisse dürfte 2017 wieder überschritten werden. Die Insolvenzen haben pro Einwohner gerechnet bundesweit das niedrigste Niveau, was den Thüringer Arbeitsmarkt unternehmensseitig entlastet.

Nordrhein-Westfalen: Konsumorientierte Branchen haben Startvorteil

Für Nordrhein-Westfalen (NRW) ist 2016 eine deutliche Annäherung an die gesamtdeutsche Wachstumsrate zu erwarten, nachdem im Jahr zuvor das BIP stagnierte. Dabei setzt der Arbeitsmarkt Nordrhein-Westfalens seine Verbesserung fort. Die Zahl der sozialversicherungspflichtigen **Arbeitsplätze steigt** etwa im gleichen Tempo wie bundesweit. Zudem sank 2016 (Januar bis Oktober) die Anzahl der Arbeitslosen um durchschnittlich 2,4 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum, nachdem sie schon 2015 um etwa den gleichen Prozentsatz abgenommen hatte. In Westdeutschland, als adäquater Vergleichsregion, war zuletzt der Rückgang mit 2,0 % nicht so ausgeprägt. Damit scheint eine Entwicklung in Gang gekommen zu sein, die wichtig für das Bundesland ist – weist NRW doch die höchste Arbeitslosenquote unter den alten Bundesländern (ohne Stadtstaaten) auf und wird inzwischen sogar von Thüringen und Sachsen unterboten.

Wirtschaftszweige, die in der Summe eine **ausreichende Dynamik** besitzen, um Jobs zu schaffen, sind im **Dienstleistungssektor** zu finden. Einzelhandel sowie Verkehr und Lagerei konnten 2016 bisher mit ihrem Umsatzplus am deutschen Durchschnitt vorbeirasen. Die Umsätze im Gastgewerbe und in der Information / Kommunikation nahmen immerhin gleich schnell zu. Das Bauhauptgewerbe liegt mit seiner Absatzleistung nur geringfügig darunter.

Die **Industrie** hat bundesweit in den ersten acht Monaten 2016 umsatzmäßig stagniert – in **NRW war ein Minus von 1,3 %** zu verbuchen. Dabei sanken in der Metallerzeugung, dem Maschinenbau und der Chemie die Umsätze, während Elektrotechnik / Optik, Pharma, Metallerzeugnisse, Kraftfahrzeugbau und Ernährungsgewerbe reüssierten. Regional waren nur die Industrieumsätze in den Regierungsbezirken Köln und Detmold im Plus. Dies spricht wieder für ein schwaches „Industriejahr“ in NRW. Diese „industrielle Bremse“ verlangsamt die Konjunktur auch **2017**, so dass mit **keinem überdurchschnittlichen BIP-Wachstum** zu rechnen ist.

Der andauernde Strukturwandel bedingt ein erhöhtes Insolvenzniveau in NRW, wobei aber in den letzten Jahren Fortschritte erzielt wurden. Die Insolvenzen pro Einwohner liegen zwar noch deutlich über dem Bundeswert, sind aber seit dem Höhepunkt 2010 um über ein Drittel gesunken.

Brandenburg: Industrie kommt ins Rollen

Die Industrie hat in Brandenburg nicht das Gewicht wie in Deutschland insgesamt. So liegt der Anteil des Produzierenden Gewerbes (ohne Bau) an der Bruttowertschöpfung mit 20 % unter dem gesamtdeutschen Durchschnitt von 26 %. Allerdings war die **Dynamik in den letzten Jahren deutlich stärker**. So wies der Wirtschaftssektor 2015 eine Wachstumsrate von 4,2 % auf (Deutschland 2,0 %). Und auch für dieses Jahr sprechen die Umsätze für eine überdurchschnittliche Entwicklung, wobei die inländischen Lieferungen und die Exporte in die Eurozone ausschlaggebend sind. Hinzu kommt eine sehr **aktive brandenburgische Bauwirtschaft**. Sie konnte zusammen mit Berlin und Hamburg zwei Jahre in Folge deutlich höhere Zuwächse bei der Bruttowertschöpfung erreichen als der Länderdurchschnitt. Ihre Auftragslage wird sicher auch durch die sehr dynamische Bundeshauptstadt angetrieben.

Ähnlich **schwungvoll** gleiten die **Dienstleister** in Brandenburg vorwärts. Sie profitieren zum einen von der Stärkung der industriellen Basis in ihrem Bundesland. Dies zeigt die überdurchschnittliche Zunahme bei den unternehmensnahen Dienstleistungen. Aber auch beim Einzelhandel und im Gastgewerbe war in diesem Jahr mehr Bewegung. Mit diesem sich über alle großen Wirtschaftszweige erstreckenden positiven Trend dürfte **das Wachstum der Gesamtwirtschaft in Brandenburg 2017 weiterhin überdurchschnittlich sein**.

Die Arbeitslosenquote Brandenburgs liegt seit längerem unter dem ostdeutschen Durchschnitt und sinkt weiter. Dabei spielen demografische Faktoren eine Rolle – gerade in den neuen Bundesländern. Die Verbesserung am Arbeitsmarkt zeigt sich aber auch im **positiven Beschäftigungstrend**.





Es entstehen nicht nur zusätzliche Arbeitsplätze in Brandenburg – hier nahm die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten 2016 bisher um 1,4 % zu. Von der mit einem Plus von 4,0 % noch viel höheren Beschäftigungsdynamik in Berlin profitieren selbstverständlich auch die Brandenburger. Die Anzahl der Pendler nach Berlin erreicht inzwischen fast 200.000 Personen. Die Insolvenzen pro Einwohner sind niedriger als der gesamtdeutsche Durchschnitt, was auch der Anstieg 2016 nicht verändert.

Grundsätzlich ist das Potenzial der Region Berlin-Brandenburg noch nicht ausgeschöpft. So erreicht das BIP pro Einwohner in Berlin nur 96 % des Bundesdurchschnitts, was für eine Hauptstadt untypisch niedrig ist. Seit 2007 mit dem Tiefpunkt bei 91 % ist die dortige Wirtschaftskraft unter Schwankungen allerdings schon angestiegen. Diese Entwicklung dürfte sich fortsetzen und Brandenburg mitziehen, das ein BIP pro Kopf von 71 % des gesamtdeutschen Durchschnitts aufweist. Sollte der Flughafen Berlin-Brandenburg tatsächlich Ende 2017 oder Anfang 2018 in Betrieb genommen werden, sind weitere positive Impulse zu erwarten.

Barbara Bahadori

Finanzplatz: Let's go Frankfurt!

Unter den europäischen Finanzplätzen ist Frankfurt die klare Nr. 2 hinter London. Mit zahlreichen Standortqualitäten ist die Main-Metropole ein attraktiver Finanzplatz. Sie kann die bevorzugte Adresse für Brexit-bedingte Jobverlagerungen werden, die viele Londoner Institute bereits intern vorbereiten.

Mit seiner herausragenden Stellung im europäischen Finanzplatzgefüge besitzt Frankfurt eine hohe Anziehungskraft auf Akteure aus dem In- und Ausland. In der aktuellen Debatte um Abwanderungen aus der Londoner City kommen folgende

Assets der Main-Metropole besonders zum Tragen: Stabilität und Stärke der deutschen Volkswirtschaft, Sitz der EZB in ihrer Doppelfunktion, Verkehrsdrehscheibe mit guter Infrastruktur, relativ günstige Büromieten sowie eine hohe Lebensqualität bei reichhaltigem Freizeitangebot in der Stadt und dem grünen Umland. Doch mit Paris, Dublin, Luxemburg oder auch Amsterdam gibt es ernstzunehmende Konkurrenten in diesem mehrjährigen Umstrukturierungsprozess.

Damit Frankfurt tatsächlich zum **vorrangigen Brexit-Gewinner** wird, bedarf es mehr Selbstbewusstsein sowie der Betonung des besonderen Charakters und der hohen Lebensqualität der Main-Metropole. Darüber hinaus sind ein konzertiertes Eintreten aller maßgeblichen Akteure für das deutsche Finanzzentrum und eine weitere Verbesserung der Rahmenbedingungen wesentliche Voraussetzungen für den Erfolg.

Summa summarum dürften sich diese beiden Effekte innerhalb unseres Prognosehorizontes bis zum Jahresende 2018 mehr oder minder aufheben. In Frankfurt wäre dann mit gut **62.000 Bankbeschäftigten** zu rechnen (vgl. Punkt A in der Abbildung). Sollte sich jedoch ausgehend von einigen namhaften Instituten eine gewisse Sogwirkung von der Themse an den Main entfalten oder ein konfliktreicher Ausgang zwischen Großbritannien und der EU abzeichnen, käme es zu umfangreicheren Jobverlagerungen. Bis Ende 2018 wären dann deutlich mehr als doppelt so viele Zuwanderungen an das deutsche Finanzzentrum denkbar als die im vorsichtigen Basisszenario angesetzte Untergrenze von über 2.000 Stellen (vgl. Punkt B). Dieser **„Quantensprung“** in der Frankfurter Bankbeschäftigung würde den Standort vor große Aufgaben gerade auf dem Wohnimmobilienmarkt stellen. Diese Herausforderungen gilt es nun anzunehmen.



Der Brexit-induzierte Arbeitsmarkteffekt wirkt der Konsolidierung in den hiesigen Bankentürmen entgegen.

Ulrike Bischoff

In unserem Basisszenario dürften die Verhandlungen zwischen Großbritannien und der EU letztlich auf einen Kompromiss hinauslaufen. Trotz Image-Schaden und Einschränkungen beim Binnenmarktzugang bleibt London der bedeutendste Finanzplatz Europas. Angesichts seiner herausragenden Position hat Frankfurt aber gute Chancen auf die Hälfte der zur Disposition stehenden Finanzjobs. Unter sehr vorsichtigen Annahmen kämen über einen Zeitraum von mehreren Jahren insgesamt **mindestens 8.000 Mitarbeiter nach Frankfurt**. Dieser Verlagerungsprozess dürfte im Jahresverlauf 2017 langsam in Gang kommen und sich erst im Folgejahr richtig bemerkbar machen, so dass bis Ende 2018 mit einem Zuwachs von mehr als 2.000 Stellen zu rechnen ist. Gleichzeitig befindet sich das deutsche Bankenzentrum in einer Konsolidierungsphase.

Frankfurter Bankbeschäftigung: Ende 2018 wieder auf Niveau von Anfang 2016

* statistischer Bruch

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research



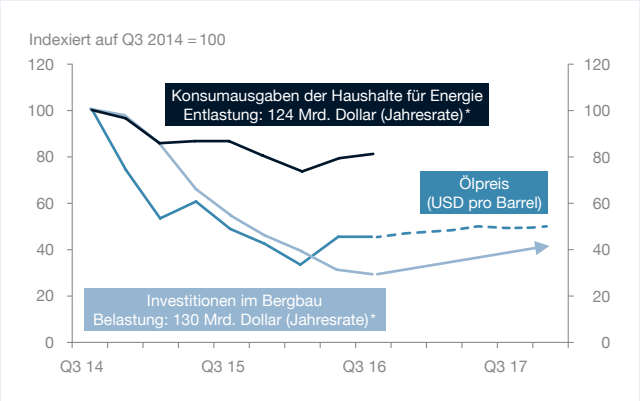
USA

Konjunkturelle Delle abgehakt

Die schwunglose US-Konjunktur war eine der großen Enttäuschungen des Jahres 2016. Eine erfolgreiche Prognose für 2017 setzt eine korrekte Diagnose der Probleme von 2016 voraus. Was ist in den USA schiefgelaufen – und in welcher Hinsicht wird es 2017 besser? Macht Präsident Trump einen Unterschied?

Verglichen mit 2014 sind die Rohstoffpreise spürbar gefallen, was einen erheblichen, negativen Einfluss auf die Bergbau- und Energiebranche gehabt hat. Die unmittelbaren **Investitionen in die Rohstoffförderung** waren im Frühjahr 2016 rund 130 Mrd. Dollar (Jahresrate) niedriger als im Sommer 2014. Dies entspricht im Umfang fast genau der Entlastung der privaten Haushalte durch geringere Benzin- und Heizkosten über den gleichen Zeitraum – etwa 0,7 % am Bruttoinlandsprodukt. Die Konsumenten haben die so gesparten Mittel zwar fast vollständig für andere Waren und Dienstleistungen ausgegeben. Per saldo wirkte der kräftige Energiepreisrückgang auf die Gesamtnachfrage aber durch die Gegenbuchung im Unternehmenssektor nicht wie vorher erwartet positiv, sondern weitgehend neutral. Unterstellt man plausible Zweitrundeneffekte auf Unternehmen in anderen Sektoren, z. B. Transport, war der Nettoeffekt wahrscheinlich sogar negativ. 2017 wird der Gegenwind aus dem Bergbausektor angesichts der tendenziellen Erholung des Ölpreises merklich nachlassen. Dies dürfte dabei helfen, die Unternehmensinvestitionen insgesamt wieder auf einen Wachstumspfad zu hieven, wobei die Zuwächse allerdings kaum die Bezeichnung „Investitionsboom“ verdienen werden.

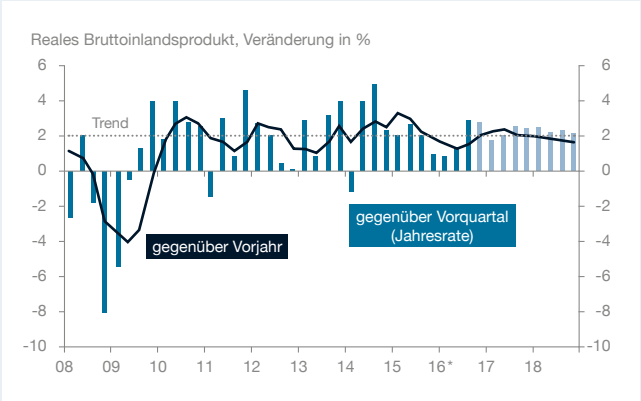
Ölpreis spricht für höhere Investitionen



* Differenz Q2 2016 zu Q3 2014; Ölpreis: ab Q4 2016 Prognose

Quellen: Macrobond, BEA, Helaba Volkswirtschaft/Research

Seit 2010 Auf und Ab im Minizyklus



* Prognose ab 4. Quartal 2016

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die zweite Wachstumsbremse der jüngsten Vergangenheit war die **Nachfrage des Auslands nach US-Exporten**. Von Ende 2014 bis Mitte 2016 entwickelten sich die Ausfuhren so schwach wie sonst nur in Zeiten einer globalen Rezession. Hauptursache war wohl die lange andauernde konjunkturelle Krise in wichtigen Schwellenländern, insbesondere bei Rohstoffexporteuren wie Russland und Brasilien. Hinzu kam die dämpfende Wirkung der vergangenen Dollaraufwertung, durch die sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Unternehmen verschlechterte. **Beide Faktoren werden 2017 in den Hintergrund treten**.

Die wichtigste Nachfragekomponente, der private Konsum, wird zwar unter der anziehenden Teuerung leiden, wenn die Energiepreise wieder steigen. Dies dürfte aber wohl von der Entwicklung am Arbeitsmarkt überkompensiert werden. Bereits Ende 2016 ist weitgehende Vollbeschäftigung erreicht. Indikatoren für die Lohnentwicklung zeigen nach oben. 2017 dürfte sich dieser Trend verstärken, so dass die Realeinkommen der Haushalte zwar weniger stark steigen werden als 2015 und 2016, aber robust bleiben. Selbst bei dem erwarteten etwas geringeren Stellenaufbau in den kommenden Quartalen wird die Arbeitslosenquote weiter fallen. Insgesamt rechnen wir für 2017 mit einem Wirtschaftswachstum von 2,2 %. Nach dem unterdurchschnittlichen Jahr 2016 schwingt die Vorjahresrate auf Quartalsbasis innerhalb des jüngsten „Minizyklus“ nun wieder nach oben. Damit bleiben die USA auf ihrem moderaten Expansionskurs, nur knapp oberhalb des mittelfristigen Trends von rund 2 %.

Unsicherheitsfaktor Präsident Trump

Den Makroausblick beeinflusst ein US-Präsident Donald Trump vor allem unter zwei Aspekten: der Handels- und der Haushaltspolitik. Andere Politikfelder wie Deregulierung, Sozial- oder Energiepolitik sind zwar ebenfalls grundsätzlich wirtschaftlich relevant, haben aber kaum das Potenzial, die kurzfristige Makroprognose merklich zu beeinflussen. Dies ist im Falle einer **deutlich protektionistischeren Politik** anders. Auch ohne einen echten Handelskrieg mit China oder Mexiko werden sich Zölle oder andere Handelsrestriktionen in steigenden Preisen und einer schlechteren Stimmung niederschlagen. Der US-Außenhandel wird darunter leiden. Diese konjunkturell dämpfenden Faktoren werden von einer **expansiveren Fiskalpolitik** wohl nicht vollständig kompensiert. Die Chancen für eine **spürbare Steuersenkung** 2017/2018 stehen mit einem von den Republikanern kontrollierten Kongress merklich besser als jene für ein großes Ausgabenprogramm. Die von Trump angekündigte Senkung der privaten Einkommensteuer und die Abschaffung der Erbschaftssteuer werden aber vor allem den **Einkommensstärksten zugutekommen** und die Nachfrage daher nur in überschaubarem



Maße anschieben. Eine Unternehmenssteuerreform ist zwar wahrscheinlich, umfangreiche Impulse für die Investitionen erwarten wir von ihr aber nicht. Die Haushaltsdefizite des Bundes werden in den kommenden Jahren wohl zunehmen und bei rund 4 % bis 5 % des Bruttoinlandsproduktes liegen. Damit steigt die Schuldenquote am Bruttoinlandsprodukt wieder.

Die **Teuerungsrate** hat sich nachhaltig von den sehr niedrigen Werten um die Nulllinie gelöst, auf die sie von der Ölpreisentwicklung vorübergehend gedrückt worden war. Energiepreise und Teuerung stiegen 2016 langsamer als erwartet, im Jahresschnitt legte der Verbraucherpreisindex nur um 1,2 % zu. 2017 dürfte die Teuerung mit 2,2 % aber wieder spürbar höher ausfallen. Die Kernrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) sollte, angesichts der preistreibenden Effekte von Importrestriktionen und der potenziellen Verknappung des Arbeitskräfteangebots, etwas nach oben tendieren und eher über den Werten der Vorjahre von rund 2 % liegen.

Fed schwer zu durchschauen

Wachstum und Inflation blieben 2016 unter den Erwartungen – damit ist es wenig überraschend, dass wir auch den Appetit der Notenbank auf Zinserhöhungen überschätzt haben. Nach der ersten Anhebung des Leitzinsbandes auf 0,25 % bis 0,5 % im Dezember 2015 hat sich die Fed lange nicht getraut nachzulegen. Allerdings war ihre „**Reaktionsfunktion**“ in den letzten Jahren alles andere als transparent. An den Märkten hat sich infolgedessen der Eindruck breitgemacht, dass die Notenbank jede Ausrede nutzt, den Zins nicht anheben zu müssen. Unerklärt bleibt allerdings, warum sie sich vorher wiederholt auf einen Zinspfad festlegte, der sich im Nachhinein stets als zu steil erwies. Bis Ende 2017 sollte der Korridor für den Leitzins immerhin auf 0,75 % bis 1,00 % steigen. Damit bleibt der reale Leitzins (also abzüglich der Kernteuerung von gut 2 %) aber noch immer spürbar im negativen Bereich.

Die Fed wandelt daher auf einem schmalen und im Zeitablauf enger werdenden Grat: Auf der einen Seite hat sie im achten Jahr der Expansion noch immer keine Munition, um mit dem traditionellen Instrument von Zinssenkungen auf einen negativen Schock zu reagieren. In diesem Fall würde sie daher schnell wieder vor der Entscheidung stehen, ein neues Wertpapierkaufprogramm auflegen zu müssen. Auf der anderen Seite ist der Arbeitsmarkt schon normal ausgelastet und die Teuerungsrate dürfte in den kommenden Monaten weiter anziehen. Das lange Zeit unerreichte Fed-Ziel eines Preisanstiegs (gemessen am Preisindex für Konsumausgaben) von 2 % wird voraussichtlich im ersten Halbjahr 2017 Realität. Passt diese Konstellation zu einem Leitzins unter 1 %? Damit die Notenbank bei ihrem angekündigten **Plan einer weiterhin extrem graduellen Rücknahme** des geldpolitischen Expansionsgrads bleiben kann, muss viel glattgehen. Es bleibt spannend.

Patrick Franke

Prognoseübersicht USA

	2016s	2017p	2018p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	**1,6**	**2,2**	**1,8**
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	2,5	2,1	1,6
Staatsausgaben, % gg. Vj.	0,9	1,9	2,2
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	-0,4	2,5	2,8
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	-2,7	1,1	2,1
Wohnungsbauinvestitionen, % gg. Vj.	4,4	2,1	3,7
Exporte, % gg. Vj.	0,9	4,0	2,5
Importe, % gg. Vj.	0,9	3,7	3,0
Budgetsaldo (Federal)*, % des BIP	**-3,5**	**-4,2**	**-4,7**
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	**-2,5**	**-2,3**	**-2,4**
Arbeitslosenquote, %	**4,9**	**4,6**	**4,6**
Inflationsrate, % gg. Vj.	**1,2**	**2,2**	**2,5**
ohne Energie u. Nahrungsmittel, % gg. Vj.	2,2	2,1	2,3

* auf NIPA-Basis; s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Eurozone

Strukturreformen fortsetzen

Die Eurozone wird 2017 mit einem Wachstum von 1,4 % ähnlich solide expandieren wie 2016 mit 1,6 %. Konsum und mittlerweile auch die Investitionen tragen hierzu bei.



Expansive Fiskalpolitik keine Lösung

Problematisch ist weiterhin die große wirtschaftliche **Spreizung zwischen den Ländern**. Die Forderung, mit einer expansiven Fiskalpolitik die an ihre Grenzen geratene Geldpolitik zu unterstützen, läuft allerdings ins Leere. Länder, die diese eventuell benötigen, können sie kaum finanzieren und Länder wie Deutschland brauchen sie nicht. Hierzulande sind die Kapazitäten voll ausgelastet und der Arbeitsmarkt nähert sich der Vollbeschäftigung. Mehr öffentliche Investitionen in Deutschland sollten deswegen mit einem niedrigeren Staatsverbrauch einhergehen. Der positive Effekt einer expansiven Fiskalpolitik für Länder wie Italien wäre auch nur gering. Eher dürften zentraleuropäische Länder, die stärker in die hiesigen Lieferketten eingebunden sind, von einer höheren Dynamik in Deutschland profitieren.

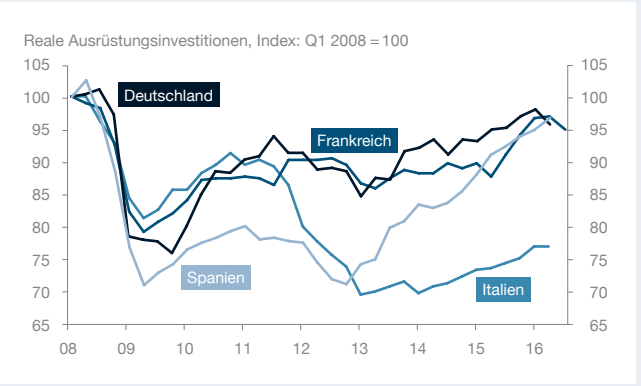
Mediterrane Länder weisen zwar noch unterausgelastete Kapazitäten auf. Ihre Staatsverschuldung ist aber zum Teil so hoch, dass sich steigende Staatsausgaben verbieten. Zudem sind die Ursachen der Wachstumsschwäche dort strukturell, so dass kein Weg an der **bitteren Medizin von weiteren Reformen** in Ländern wie Italien, Portugal und Frankreich vorbeiführt.

Frankreich: Offene Flanke Außenhandel

In den letzten Jahren hat es Frankreich nicht geschafft, an die Wachstumsraten der gesamten Eurozone heranzukommen. 2017 dürfte das vierte Jahr mit unterdurchschnittlicher Dynamik werden. Trotz dieser enttäuschenden Entwicklung gibt die Investitionstätigkeit in Frankreich Anlass zur Hoffnung. Die Ausrüstungen weisen seit Mitte 2015 eine hohe Dynamik auf. Die Gegenbewegung im dritten Quartal sollte nicht überbewertet werden. Mit einem Zuwachs von schätzungsweise 6 % dürften die Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen 2016 stärker zunehmen als in Deutschland. Die **wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Regierung scheinen erste Früchte zu tragen**. So sind die Rahmenbedingungen für die Unternehmen in den letzten Jahren durch die Senkung von Sozialbeiträgen und Steuern sowie temporäre Abschreibungsmöglichkeiten verbessert worden. Allerdings haben die Streiks im zurückliegenden Jahr, die von kleineren radikalen Gewerkschaften ausgingen, auch gezeigt, dass weitere dringend erforderliche Reformen beispielsweise am Arbeitsmarkt kaum mehr durchsetzbar sind. Die anstehende Präsidentschaftswahl im April 2017 (Stichwahl im Mai) dürfte den Reformeifer zusätzlich bremsen. Die Bautätigkeit in Frankreich erholt sich zögerlich. Während der Nicht-Wohnungsbau mittlerweile deutlich ansteigt, haben sich die Wohnungsbauinvestitionen trotz außergewöhnlich günstiger Finanzierungsbedingungen bislang nur stabilisiert.



In Frankreich wird mehr investiert



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Die privaten Konsumausgaben dürften 2017 mit 1 % nur unterdurchschnittlich zulegen (BIP: 1,2 %). Die Beschäftigung in Frankreich nimmt zwar leicht zu und **erhöht somit die Kaufkraft**. Von den moderaten Lohnsteigerungen dürfte aufgrund einer höheren Inflation allerdings weniger übrigbleiben als 2016. Das Konsumklima hat sich in den vergangenen Jahren von seinen Tiefständen erholt. Der langjährige Durchschnitt ist jedoch immer noch nicht erreicht. Impulse gehen weiterhin auch von den Konsumausgaben des Staates aus. Ambitionierte Einsparziele sind nicht zu erkennen. Das öffentliche Defizit wird 2017 kaum zurückgehen.

Die offene Flanke Frankreichs bleibt der Außenhandel. Aufgrund der **Wettbewerbsschwäche** der französischen Wirtschaft hat sich der Außenhandelssaldo seit der Euro-Einführung nahezu kontinuierlich verschlechtert. Die deutliche Abwertung des Euro seit 2014 hat zumindest zu einer Stabilisierung beigetragen. Eine Trendwende ist dies bislang allerdings noch nicht. 2016 haben die Importe wiederum stärker zugelegt als die Exporte. Auch 2017 ist mit keiner nennenswerten Beschleunigung der Exporttätigkeit zu rechnen. Dies gilt ebenso für die Ausfuhren nach Deutschland, dem wichtigsten Handelspartner, der fast 16 % der französischen Ausfuhren aufnimmt. Obwohl Deutschland recht kräftig wächst, gelingt es der französischen Wirtschaft bereits seit 2011 nicht, die Ausfuhren zu steigern.

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	1,2	1,2	1,3
Arbeitslosenquote, %	10,2	10,1	9,6
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,3	1,2	1,4

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Italien: Aufschwung mit angezogener Handbremse

Der Aufschwung in Italien ist weiterhin schwach und fragil. Nach zwei schweren Rezessionen mit einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Leistung von insgesamt rund 10 % ist das Bruttoinlandsprodukt seit dem Tiefpunkt in 2013 nur um 1,6 % gestiegen. Bislang zeichnet sich keine nennenswerte Beschleunigung ab. Die italienische Wirtschaft wird vor allem durch die ungelösten Strukturprobleme gehemmt, die zu der Wettbewerbsschwäche der Unternehmen beitragen. So ist die Produktivität seit der Euro-Einführung sogar leicht gesunken, während im Durchschnitt der Eurozone ein Zuwachs von über 15 % erzielt wurde. Dies belastet die Rentabilität der Kapitalbildung. Die Unsicherheit vor dem Verfassungsreferendum am 4. Dezember 2016 und die Schwierigkeiten einiger italienischer Banken verschärfen die Situation zusätzlich. Ein mittelfristig höheres Wirtschaftswachstum **erfordert Strukturreformen**, beispielsweise im Bildungswesen und im Justizsystem sowie bei der Bekämpfung der organisierten Kriminalität.

Die aktuellen Frühindikatoren sind nicht vielversprechend. So ist das Geschäftsklima in den vergangenen Monaten leicht gesunken. Zwar tragen die Ausrüstungsinvestitionen seit nunmehr rund drei Jahren zum Wachstum bei. Jedoch blieb die Dynamik nach einem rund 30-prozentigen Rückgang seit Anfang 2008 mit Raten unter 5 % bislang verhalten. Hieran



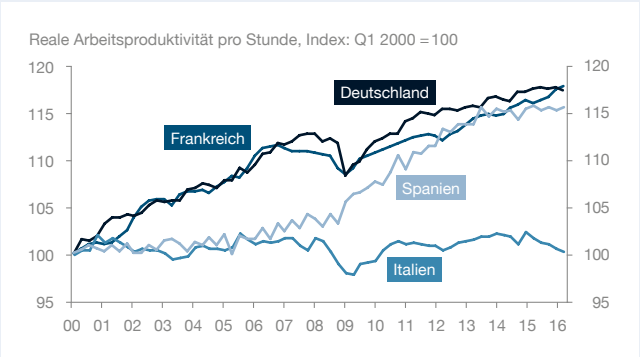
PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	0,8	1,1	1,2
Arbeitslosenquote, %	11,5	10,9	10,4
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,0	1,1	1,2

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

wird sich voraussichtlich 2017 nichts ändern. Die Bauinvestitionen sind 2016 zum ersten Mal seit zehn Jahren wieder zögerlich angestiegen. Auch 2017 dürfte es zu einem leichten Plus kommen, was eine erfreuliche Entwicklung des Geschäftsklimas in diesem Sektor signalisiert. Während sich der Nichtwohnungsbau stabilisiert hat, sind die Investitionen in den Wohnungsbau leicht gestiegen. Impulse dürften 2017 einzig von den Bauten am Bestand und nicht vom Neubau ausgehen. Neubauten sind nach den Jahren der Krise für viele kaum mehr erschwinglich. Die **hohe Jugendarbeitslosigkeit** verhindert zudem häufig den Auszug der Kinder und bremst so die Wohnungsnachfrage. Immerhin helfen die günstigen Finanzierungsbedingungen.

Produktivität: Italien abgehängt



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Die italienische Konsumentwicklung ist gespalten. Während die privaten Haushalte ihre Ausgaben seit 2013 leicht stärker als das Bruttoinlandsprodukt steigern konnten, führte die notwendige Haushaltskonsolidierung zu einem kleinen Rückgang des öffentlichen Konsums. Der bis Anfang 2016 deutlich gesunkene Ölpreis hat die Verbraucher entlastet. Die Konsumentenpreise stagnierten 2016. Sie dürften 2017 aber um gut 1 % ansteigen, da die Entlastung durch fallende Energiekosten wegfällt. Dies wird den Spielraum beim Konsum bei kaum höheren Tariflöhnen einschränken. Immerhin steigt die Beschäftigung und die Arbeitslosigkeit sinkt leicht, so dass die **Konsumausgaben auch 2017 moderat zulegen** sollten. Offen ist, inwieweit es zu Steuererleichterungen, die die Regierung Renzi befürwortet, kommen kann. Die Verabredungen mit Brüssel lassen eigentlich keinen großen Spielraum. Für 2017 soll ein Defizit von 2,3 % angestrebt werden. Bei Italiens niedrigem Wachstum von 1,1 % setzt dies allerdings Einsparungen voraus und erlaubt keine zusätzlichen Ausgaben. Dies wäre auch vor dem Hintergrund des bereits hohen Schuldenstandes von rund 133 % des BIP geboten.

Spanien: Reformpolitik in Gefahr

Spanien hat nach einer Hängepartie von fast einem Jahr endlich eine **neue Regierung**, die im Parlament allerdings keine eigene Mehrheit hat. Damit bleibt die Frage, wie handlungsfähig diese nun ist. Zwar ist die Wirtschaftsleistung des Landes



2016 wiederum stark gewachsen. Das Bruttoinlandsprodukt hat mit über 3 % doppelt so stark zugelegt wie in der Eurozone. Allmählich dürfte nach Jahren des Aufholens ein Normalisierungsprozess beginnen. Die Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen ist nach zwei Jahren mit sehr lebhaftem Wachstum bereits 2016 niedriger ausgefallen. Eine ähnliche Entwicklung zeichnet sich für 2017 ab. In Gefahr ist aufgrund der unsicheren politischen Verhältnisse auch der Konsolidierungs- und Reformprozess. Nach dem höher als geplant ausgefallenen staatlichen Defizit von 5,1 % im vergangenen Jahr dürfte es 2016 zu keiner nennenswerten Verringerung gekommen sein. Neben der Budgetstabilisierung erfordert das Defizit in der Rentenkasse Gegenmaßnahmen.

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	3,2	2,5	2,1
Arbeitslosenquote, %	19,8	18,6	17,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	-0,4	1,1	1,3

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Zudem basiert die industrielle Leistung auf einer begrenzten Zahl von Wirtschaftsbranchen, deren Unternehmen häufig ausländische Niederlassungen sind. Aktivitäten in Forschung und Entwicklung sind dementsprechend unterentwickelt. Defizite weisen nach wie vor das Bildungssystem und damit das Ausbildungsniveau der Arbeitskräfte auf. Das Land steht insofern vor weiteren **Herausforderungen**.

2017 dürfte das Wirtschaftswachstum Spaniens mit 2,5 % etwas schwächer ausfallen. Ein wichtiger Wachstumsbringer bleiben die privaten Konsumausgaben. Obwohl das Konsumklima zuletzt leicht zurückgegangen ist, liegt es immer noch über den Werten vor der Wirtschafts- und Finanzkrise. Allerdings werden die Verbraucherpreise 2017 – nach dem nochmaligen leichten Rückgang 2016 – ölpreisbedingt um schätzungsweise gut 1 % steigen. Dies begrenzt den Ausgabenspielraum der privaten Haushalte bei kaum zunehmenden Tariflöhnen. Hingegen wird sich der Beschäftigungsaufbau fortsetzen.

Während der Außenhandel in den Jahren nach der Wirtschafts- und Finanzkrise bis 2012 maßgeblich zum Wachstum beigetragen hat, sind durch die lebhafte Konsumentwicklung die realen Importe seitdem sogar leicht stärker als die Exporte gestiegen. Ein Problem des spanischen Handels ist die **Häufung wachstumsschwacher Destinationen**. Allein Frankreich nimmt 15,5 % der spanischen Waren ab. An zweiter Stelle steht zwar das dynamischere Deutschland (10,8 %). Danach kommen aber bereits Italien (7,5 %), das vor dem Brexit stehende Großbritannien (7,3 %) und das Krisenland Portugal (7,2 %). Die USA und China haben Anteile von nur 4,6 % bzw. 1,8 %. Auch 2017 sind keine Impulse vom spanischen Außenhandel zu erwarten. Die Bautätigkeit dürfte ihren moderaten Wachstumspfad sowohl im Wohnungs- als auch im Nichtwohnungsbau fortsetzen. Die langjährige Immobilien- und Baukrise ist bereits seit 2014 beendet.

Dr. Stefan Mütze



Was machen Portugal, Griechenland und Irland?

Ähnlich wie bei den großen Ländern der Eurozone stellen sich auch bei den kleinen Staaten in der europäischen Peripherie Lage und Ausblick recht unterschiedlich dar. **Irland** hat seit der Finanz- und Wirtschaftskrise umfangreiche Konsolidierungsmaßnahmen durchgeführt und die Wettbewerbsfähigkeit seiner Wirtschaft verbessert. Damit dürfte es 2016 gelungen sein, mit einem Anstieg des BIP um preisbereinigt 4,5 % das beste Ergebnis unter allen Ländern der Währungsunion zu erzielen. Dieses Wachstumstempo wird 2017 auch als **Folge des Brexit** nicht durchzuhalten sein, mit etwa 3 % gehört Irland aber weiterhin zu den Spitzenreitern. Unter solchen Bedingungen fällt es leichter, den in der Krise aufgehäuften Schuldenberg abzutragen.

In **Griechenland** dagegen dreht sich das **Verschuldungskarussell** weiter. Zumindest dürfte das Land die langjährige wirtschaftliche Talfahrt beenden. Seit 2008 schrumpfte das BIP in jedem Jahr mit Ausnahme von 2014, für 2017 ist ein Plus von mehr als 1 % möglich. Ansonsten ist aber wenig Neues zu erwarten. Die Regierung müht sich weiter mit der einen oder anderen Reform, um die Voraussetzungen für die Auszahlung der nächsten Tranche des bis 2018 laufenden Hilfsprogramms zu erfüllen. Dies mag ausreichen, um einen positiven Primärhaushalt zu erreichen. Für eine Reduzierung der hohen und bis zuletzt gestiegenen Staatsverschuldung ist die wirtschaftliche Dynamik jedoch zu gering. Das Thema Schuldenschnitt ist damit nicht vom Tisch, auch wenn es (wegen des nach wie vor dominierenden Flüchtlingsthemas und anstehender Wahlen insbesondere in Deutschland) kurzfristig wohl nicht auf die Tagesordnung kommt.

Weniger erfreulich sind die Perspektiven auch in **Portugal**, wo die Autoscooter seit dem Regierungswechsel Ende 2015 rückwärts zu fahren scheinen. Maßnahmen wie die Erhöhung des Mindestlohns, die Wiedereinführung der 35-Stunden-Woche im öffentlichen Dienst oder der Verzicht auf Privatisierungen gefährden die ohnehin nicht hohe Wettbewerbsfähigkeit. Auch die Ausgabendisziplin wurde zurückgefahren und lässt die vereinbarten Konsolidierungsziele unrealistisch erscheinen. Von den Finanzmärkten wird dies mit **gestiegenen Risikoprämien** auf portugiesische Staatsanleihen abgestraft. Das Wirtschaftswachstum, das in den vergangenen Quartalen zwar stets positiv, aber nur schwach war, dürfte unter diesen Bedingungen nicht in Schwung kommen – für das nächste Jahr sehen wir einen Anstieg des BIP von rund 1 %. Insgesamt zeichnet sich für Portugal und Griechenland damit keine grundlegende Verbesserung ab. Das Potenzial, die Stimmung auf dem europäischen Jahrmarkt 2017 zu verderben, haben beide Länder aber wohl nicht.

> Während Irland bereits wieder elegant seine Runden dreht, sind bei Griechenland und Portugal auch im neuen Jahr kleinere Kollisionen nicht auszuschließen.

Dr. Stefan Mitropoulos



Großbritannien

Brexit-Unsicherheit schlägt sich nieder

Das „Nein“ der Briten zur EU hat die Welt verschreckt. Mittlerweile hat sich die erste Aufregung gelegt und manche Schreckensprognose als überzogen erwiesen. Mit dem Austrittsantrag bis März 2017 wird es jedoch ernst. Auch die wirtschaftlichen Folgen dürften dann allmählich sichtbar werden.

Nicht nur der Autor war vom Ausgang des britischen EU-Referendums vom 23. Juni überrascht. Selbst die Befürworter des Brexit wirkten schlecht präpariert. Inzwischen scheint das politische Umfeld in geordneteren Bahnen zu verlaufen. Die neue Premierministerin May kündigte den Antrag zum **EU-Austritt** bis zum März 2017 an. Manche Hoffnungen, dass das Brexit-Votum einfach ignoriert werden könnte, lösten sich damit in Luft auf. Die noch bestehenden Hintertürchen für einen „Exit vom Brexit“ sind eher theoretischer Natur, auch das Parlament wird den Antrag nicht verhindern. In der regierenden Konservativen Partei gibt es zu viele EU-Gegner, um eine Kehrtwende einzuleiten.

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	2,0	0,8	1,0
Arbeitslosenquote, %	5,0	5,4	5,6
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,7	2,5	2,2

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Konjunkturell hat der Brexit-Entscheid noch keine großen Spuren hinterlassen. Den ersten Schock mag die Wirtschaft verdaut haben. Allerdings wird die mit dem EU-Austritt einhergehende Verunsicherung wohl zunehmen, wenn sich insbesondere nach dem Antrag die Diskussionen über den Status des Landes verschärfen.

Zumal in den laut EU-Vertrag auf zwei Jahre angesetzten Austrittsverhandlungen zügige Lösungen nahezu auszuschließen sind. In den mutmaßlich im Frühjahr beginnenden Gesprächen mit der EU strebt die britische Regierung einerseits einen möglichst weitgehenden **Zugang zum Europäischen Binnenmarkt** an, andererseits möchte sie die damit eigentlich einhergehende **Arbeitnehmerfreizügigkeit** einschränken. Andere Streitpunkte wie Beiträge zum EU-Haushalt oder die Übernahme von EU-Regeln müssten leichter beizulegen sein. Erfahrungsgemäß ziehen sich EU-Verhandlungen lange hin und Einigungen erfolgen erst kurz vor Toresschluss.

Ein Abkommen dürfte sich daher frühestens im späteren Verlauf von 2018 abzeichnen. Einen solchen **„Kompromiss“** mit der Union sehen wir als das wahrscheinlichste Szenario für die Jahre ab 2019 an. Allerdings besteht ein signifikantes Risiko, dass es mangels Einigung bzw. erforderlicher Mehrheiten in der EU kein Abkommen zwischen Großbritannien und der Union geben wird, sich die Parteien also im „Konflikt“ trennen. Recht unwahrscheinlich, aber nicht unmöglich ist, dass die Briten in erster Linie Vorteile für sich aushandeln können, sich also die „Rosinen herauspicken“ (zu den drei Szenarien ab 2019 s. u.). Bis dahin ist ein Auf und Ab bei den Gesprächen zu erwarten, die von einer baldigen Lösung bis hin zum harten Konflikt schwanken.

Wachstum halbiert sich

Unter der politischen Unsicherheit leiden vor allem die längerfristigen Investitionen. Vielen insbesondere ausländischen Unternehmen **fehlt** angesichts der unklaren Situation hinsichtlich des Zugangs zum Binnenmarkt die **Planungssicherheit**. Graduell wird dadurch auch der Arbeitsmarkt belastet. Die Realeinkommen stehen zudem unter Druck, da die Pfund-Abwertung die Importe verteuert und damit die Inflation erhöht. Das Wachstumstempo des privaten Konsums wird sich verlangsamen. Der Außenhandel wird vermutlich einen positiven Wachstumsbeitrag liefern, wenngleich dieser Effekt mehr mit gedämpften Importen als mit erhöhten Exporten zu erklären ist. Nach dem Brexit-Votum ist die Austeritätspolitik erst einmal in den Hintergrund getreten. Stattdessen wird die Regierung ihre Ausgaben etwas anheben. Auch wenn die britische Wirtschaft wohl nicht in eine eindeutige Rezession fällt, so verlangsamt sich doch das Wachstum markant. Nach voraussichtlich 2 % im Jahr 2016 dürfte sich das Bruttoinlandsprodukt 2017 auf knapp 1 % halbieren.

Neben der Pfund-Abwertung werden von den Energiepreisen inflationäre Impulse ausgehen. Die Teuerung wird 2017 vermutlich auf rund 2,5 % klettern. Die Bank of England bleibt jedoch trotz der Inflation nicht nur entspannt, sondern könnte sogar aufgrund der schwächeren Konjunktur ihren Leitzins noch einmal leicht senken. Dies sollte zusammen mit Anleihekäufen britische Renten stützen. Das Pfund Sterling dürfte nach dem tiefen Fall nur temporär unter Druck geraten. 2017 wird erneut die **Politik ein Treiber für Konjunktur und Märkte** sein, auch wenn die Würfel noch nicht fallen werden.

Szenario „Kompromiss“ (60 %)

Die Briten einigen sich mit der EU auf einen „Scheidungsvertrag“ im Zeitrahmen von zwei Jahren. Großbritannien verliert zwar den vollen Zugang zum EU-Binnenmarkt. Im Warenhandel werden jedoch keine bedeutsamen Restriktionen eingeführt. Bei Dienstleistungen, insbesondere im Finanzsektor, gibt es einige Einschränkungen. Grundsätzlich behält aber der Finanzplatz London seine dominante Rolle. Die Arbeitnehmerfreizügigkeit für Europäer gilt in Großbritannien nicht mehr im vollen Umfang. Die Briten werden trotz neuer Freiheiten nicht in erheblichem Ausmaß deregulieren,

Brexit-Szenarien



Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

viele Brüsseler Regeln gelten weiter. Insgesamt erleidet Großbritannien nur überschaubare Wohlfahrtsverluste, neue Wachstumsimpulse außerhalb der EU werden kaum generiert. Ein sich abzeichnender Kompromiss stabilisiert nicht nur die Konjunktur, sondern vor allem die Finanzmärkte. Das Pfund Sterling erholt sich. Eine Normalisierung der Geldpolitik könnte Staatsanleihen belasten.

Szenario „Konflikt“ (30 %)

Im vorgegebenen Zeitrahmen können sich die Briten nicht auf ein Abkommen mit der EU einigen, so dass es zwangsläufig in einer „schmutzigen Scheidung“ endet. Das Vereinigte Königreich verliert den Zugang zum EU-Binnenmarkt. Im Außenhandel mit der EU gelten dann automatisch die **WTO-Regeln**. Zölle sowie nicht-tarifäre Handelshemmnisse erschweren den Handel, so dass vor allem die britische, aber auch die deutsche Exportwirtschaft deutliche Einbußen verzeichnet. Insbesondere bei Finanzdienstleistungen wird der grenzüberschreitende Verkehr durch neue Regulierungen erschwert, so dass der **Finanzplatz London zugunsten von Frankfurt** oder anderen Standorten in der EU erheblich leidet. Die Briten können zwar ohne Rücksicht auf die EU die Einwanderung beschränken und die Regulierungen lockern, die wirtschaftlichen Impulse sind aber kaum fühlbar. Großbritannien fällt in eine **markante Rezession**. Da sich ausländische Investoren nachhaltig zurückhalten, bereitet die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits Probleme. Das Pfund wertet massiv ab. Auch Aktien- und Immobilienmärkte in Großbritannien gehen auf Talfahrt. Aufgrund höherer Risikoprämien leiden sogar britische Staatsanleihen. Entsprechend hoch sind die Wohlfahrtsverluste für Großbritannien. In der EU hingegen erleichtert das abschreckende Beispiel die politische Zusammenarbeit.

Szenario „Rosinenpicker“ (10 %)

Die Briten können im „Scheidungsvertrag“ zu Lasten der EU deutliche Vorteile heraushandeln, sich also die „Rosinen herauspicken“. Großbritannien behält den weitgehenden Zugang zum EU-Binnenmarkt, selbst für Finanzdienstleistungen, und kann dennoch **Sonderregeln** u. a. für die Migration aushandeln. Die britische Regierung kann und wird die Regulierung weiter lockern. Der Standort Großbritannien, nicht zuletzt der Finanzplatz London, gewinnt im Vergleich zur EU an Attraktivität und zieht frisches Kapital an. Insgesamt profitiert das Land vom Austritt, während die EU eher leidet. Die politischen Spannungen nehmen zu – sogar der Bestand der Währungsunion wird zunehmend hinterfragt – und schlagen auf das Wachstum durch. Die britische Konjunktur läuft vergleichsweise besser als diejenige der EU. Gleiches gilt für Aktien- und Immobilienmärkte. Das Pfund wertet vor allem gegenüber dem Euro merklich auf.

> Der französische Staatspräsident Hollande bringt es auf den Punkt: ‚Il faut qu’il y ait une menace, il faut qu’il y ait un risque, il faut qu’il y ait un prix.‘ – Ein Abschied muss weh tun!

Christian Apelt, CFA



Nordeuropa

Schweden: Gerne noch ’ne Runde

Wachstumsschwäche? Nicht in Schweden, scheint es. Während in Nordeuropa insgesamt die Raten eher schwächeln und sich auch die Eurozone 2017 mit 1,4 % bescheiden muss, schnuppert Schweden konjunkturell weiter Höhenluft, wenngleich sich das Tempo mit 2,4 % etwas verlangsamt. Der Beschäftigungstrend zeigt seit 2010 aufwärts, die Arbeitslosigkeit befindet sich im Sinkflug – gute Voraussetzungen für eine anhaltend kräftige Konsumtätigkeit.

Auch die **Flüchtlinge**, bei denen Schweden im Zuge der letzten Migrationswelle gemessen an der Bevölkerung zu den EU-Ländern mit der höchsten Aufnahmequote zählte, tragen über den Konsum und über staatliche Integrationsmaßnahmen zum Wachstum bei. Nun wird die **Heranführung an den Arbeitsmarkt** dringend. Dennoch dürfte die Arbeitslosenquote 2017 ansteigen, insbesondere bei Personen mit Migrationshintergrund, die ohnehin eher von Arbeitslosigkeit betroffen sind. Zum Teil machen sich aber auch Engpässe auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar.

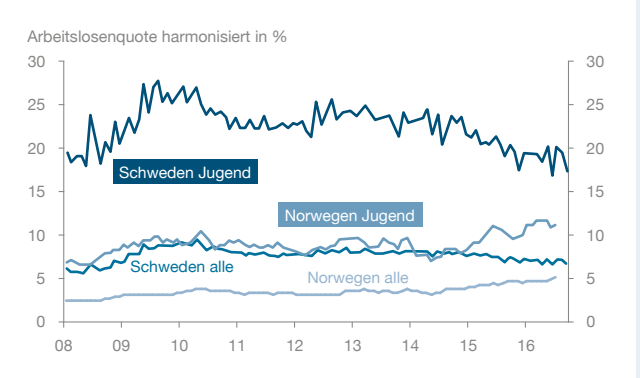
Arbeitsmarktpolitik als Schlüsselressort

Eine Herausforderung bleibt in Skandinavien auch die Jugendarbeitslosigkeit: Schweden verzeichnete hier zuletzt trotz guter Konjunktur eine Quote von über 17 %, gegenüber einer Gesamtarbeitslosenquote von knapp 7 %. Maßnahmen zur Schaffung von Arbeitsplätzen und zur Integration der Zugereisten machen sich im Budget bemerkbar. Die Haushaltsdaten bleiben dennoch solide. Das **Ziel eines Haushaltsüberschusses** wurde allerdings von 1 % auf 0,33 % des BIP gesenkt und soll 2019 erreicht werden, was machbar erscheint.

> „Das Ticket für die Konjunkturfahrt löst die Notenbank.

Die Inflation, die 2017 sehr niedrig bleibt, unterstützt den privaten Verbrauch weiter. Die zu erwartenden höheren Lohnabschlüsse und steigende Energiepreise werden zu einer Normalisierung der Teuerung beitragen.

Jugendarbeitslosigkeit als Seismograf



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das Ticket, mit dem die Konjunkturfahrt verlängert werden soll, löst die Notenbank: Die **lockere Geldpolitik** mit negativen Leitzinsen und Anleihekäufen sowie die Erwartung einer moderateren Konjunkturdynamik haben die Schwedische Krone 2016 geschwächt. Da dies die Exporte und damit das Wachstum stützt und die Inflation auch 2017 unterhalb des Zielwerts von 2 % bleibt, ist von einer weiter lockeren Haltung auszugehen.

Die Zinswende steht für die Riksbank nicht vor 2018 auf der Agenda. Die Frage, wer letztlich den Fahrpreis bezahlt, ist noch nicht abschließend beantwortet. Die Risiken des anhaltenden Hauspreisbooms und der hohen privaten Verschuldung bleiben ein Thema, das die Finanzaufsicht beschäftigt.

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	3,1	2,4	2,4
Arbeitslosenquote, %	7,0	7,2	7,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,9	1,4	1,4

s=Schätzung, p=Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Norwegen: Lieber raus aus der Ölpreis-Achterbahn

Norwegens BIP speist sich zu rund 20 % aus der Ölindustrie – kein Wunder, dass die Wirtschaft noch mit den Folgen des Ölpreisverfalls kämpft. Der Bremseffekt auf die Konjunktur klingt 2017 aber weiter ab. Allerdings sind die Auswirkungen des gestiegenen Ölpreises zwiespältig: Einerseits lohnt sich die Ausbeutung der Energievorkommen wieder eher, andererseits stärkt er die Krone, was die Exporte verteuert.

> Die Auswirkungen des steigenden Ölpreises sind zwiespältig.

Das häufig bemühte Bonmot von der „Krise als Chance“ kann in Norwegen Realität werden, wenn die Situation genutzt wird, um das seit langem angestrebte **„omstilling“ – die Verbreiterung der Wirtschaftsbasis** durch Stärkung weiterer Wirtschaftssektoren – nun konsequent anzugehen. Dies würde einen wichtigen Beitrag zur Verstetigung der Konjunktur leisten.

In diese Kategorie fällt auch die Bekämpfung der **Jugendarbeitslosigkeit**, eine Problematik, die sich wie in Schweden bei höheren Wachstumsraten nicht in Luft auflösen wird. Die Quote liegt in Norwegen zwar deutlich unter der im Nachbarland, ist seit 2014 aber kräftig gestiegen und mit zuletzt rund 11 % mehr als doppelt so hoch wie die Arbeitslosenquote insgesamt. Dies strahlt nicht nur auf die Erwerbsbiographie der Betroffenen aus, es bremst auch das Wachstumspotenzial der Wirtschaft.

Wenn in den nächsten Quartalen die Zuwanderung auf dem Arbeitsmarkt spürbarer wird, könnten wachsende Konkurrenz-

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	1,0	1,5	1,7
Arbeitslosenquote, %	4,9	5,0	4,9
Inflationsrate, % gg. Vj.	3,5	2,1	2,2

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

ängste das rechte politische Spektrum stärken und **Abschottungstendenzen** zunehmen, die letztlich auf Kosten des Wachstums gehen.

Brexit hat Bremspotenzial

Welche Auswirkungen der Brexit auf die norwegische Wirtschaft hat, wird sich besser abschätzen lassen, wenn die Regelungen für den Austritt Großbritanniens aus der EU klarer sind. Absehbar ist, dass die Effekte der Austrittsentscheidung auf die Konjunktur in Norwegen stärker sein werden als beim Nachbar Schweden, da die **direkten Handelsbeziehungen intensiver** sind: Während Norwegen über ein Fünftel seiner Exporte im Vereinigten Königreich platziert, liegt der Anteil in Schweden bei nur gut 7 %. Hinzu kommen indirekte Beeinträchtigungen über eventuelle Konjunktureinbußen weiterer Handelspartner.

> Der Brexit wird Norwegen wohl stärker beeinträchtigen als Schweden.

Die bestehenden Unsicherheiten veranlassen die **Zentralbank** derzeit, den Leitzins auf seinem Tief von 0,5 % zu halten, obwohl die Inflation noch oberhalb des angestrebten Werts „nahe 2,5 %“ liegt. Die Inflationsspitze mit Raten zum Teil um 4 % ist aber überwunden, für 2017 ist im Durchschnitt mit gut 2 % zu rechnen. Eine geldpolitische Wende wird für 2018 anvisiert.

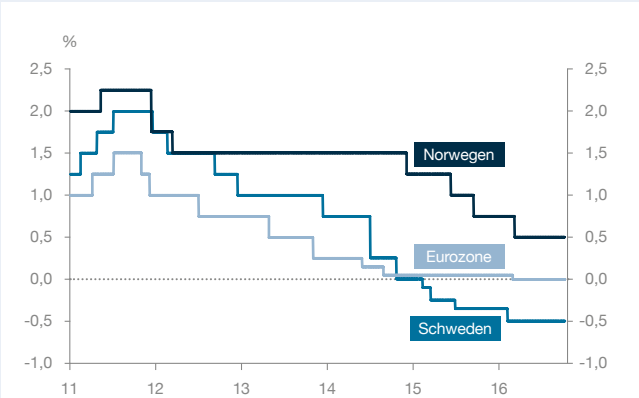
Aber auch dann ist von vorsichtigen Maßnahmen auszugehen, die mögliche Konsequenzen für die Währung und die Exporte genau im Blick behalten. Vorerst dürfte die Norges Bank Konjunktursorgen den Vorrang einräumen und weiterhin auf der expansiven Seite bleiben.

Eine wichtige Rolle bei der Konjunktursteuerung übernimmt der Staat: Mit dem Budgetentwurf für 2017 stärkt die Minderheitskoalition aus Konservativen und rechtsorientierter Fortschrittspartei die Wirtschaftsentwicklung, wobei der Wachstumsimpuls gegenüber den Vorjahren etwas geringer ausfällt.

Jährlich können bis zu 4 % des **Pensionsfondsvermögens** und damit umgerechnet rund 30 Mrd. Euro in den Haushalt eingebracht werden, was bislang allerdings nicht ausgeschöpft wurde. Neben der Sorge um die Konjunktur dürfte die expansive Ausrichtung des Budgets allerdings auch ein Vorbote der **Parlamentswahlen im Herbst 2017** sein. Mit einem Haushaltsüberschuss von 3 % des BIP und einer Verschuldung, die mit rund 35 % deutlich unter dem EU-Durchschnitt von 85 % liegt, können die Staatsfinanzen trotz der Ölpreisflaute weiterhin als beneidenswert solide bezeichnet werden.

Marion Dezenter

Leitzinsen: Konjunktur hat Vorfahrt



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research



Zentraleuropa

Fahrgeschäfte haben Konjunktur

Die Wachstumsraten der Region weisen auch 2017 im EU-Vergleich überdurchschnittliche Werte auf. Mit einem Plus von 2,7 % im Vergleich zum Vorjahr dürfte Polen, das seit mehreren Jahren kräftig wächst, etwas an Schwung verlieren. Ungarn wird voraussichtlich leicht auf 2,5 % zulegen, nachdem das Wachstum 2016 von einem schwachen ersten Quartal geprägt war. In Tschechien, das 2015 investitionsbedingt mit 4,5 % ein Ausnahmejahr hatte, stellt das erwartete Wachstum von 2,4 % eher eine Normalisierung denn eine Verschlechterung dar.

Investitionen unterliegen immer wieder größeren Schwankungen, da etwa die Übergänge zwischen Finanzierungszeiträumen des EU-Haushalts unterschiedlich starke **Zuflüsse an Förder-**

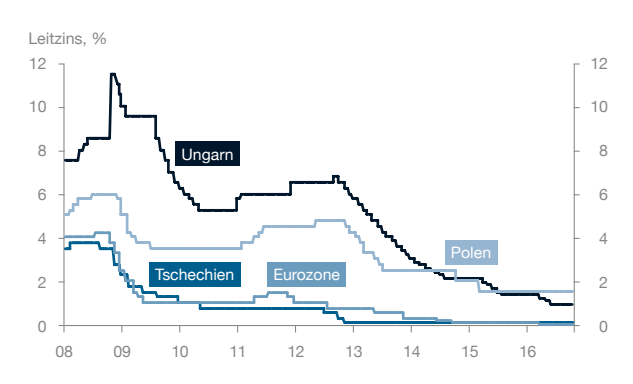
geldern bewirken und sich größere Projekte im Gesamtergebnis bemerkbar machen. Hingegen dürfte der private Konsum das Wirtschaftskarussell weiter antreiben, denn die Beschäftigungsquoten sind kräftig gestiegen.

Tiefstände bei den Arbeitslosenquoten

Dies gilt quer durch verschiedene Altersklassen, obwohl auch in Zentraleuropa die alternde Bevölkerung die **Verfügbarkeit von Fachkräften** absehbar einschränkt. Die Arbeitslosenquoten konnten merklich abgebaut werden und zählen in Tschechien und Ungarn zu den niedrigsten in der EU. Über höhere Lohnabschlüsse wird dies dazu beitragen, dass sich die Inflation wieder den angestrebten Werten annähert. Im Jahresdurchschnitt 2017 liegt sie in den betrachteten Ländern jeweils bei knapp 2 %. Die Importpreise drücken zwar weiterhin die Inflation. Allerdings sind die Bremseffekte durch den Ölpreis beendet.

Für die Konjunktur in der Region spielt der **Automobilsektor** eine entscheidende Rolle. Tschechien wird bei der Fertigung von Autos pro Kopf weltweit nur von der Slowakei übertroffen. Die Ansiedlung entsprechender Standorte und die Schaffung von Arbeitsplätzen ist für den Export und die Entwicklung der Region der bedeutendste Einzelimpuls. Zu den mittlerweile fünfzehn Produktionsstätten in Zentraleuropa kommen **zahlreiche Zulieferbetriebe**, die sich in der Nähe dieser Unternehmen ansiedeln. Größere Investitionen sind in nächster Zeit in Polen und Ungarn (Daimler) sowie in der Slowakei (Jaguar) geplant. Der Automobilsektor ist Stärke und Risikofaktor zugleich, denn aufgrund seiner dominanten Rolle macht er die Länder bei nachlassender Nachfrage und schlechter Verfügbarkeit von Fachkräften besonders verwundbar.

Ruhige Zinshand der Notenbanken

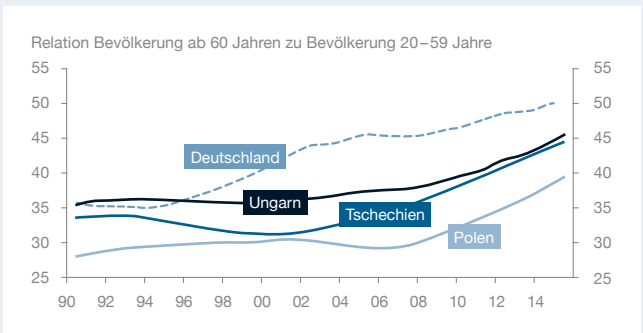


Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

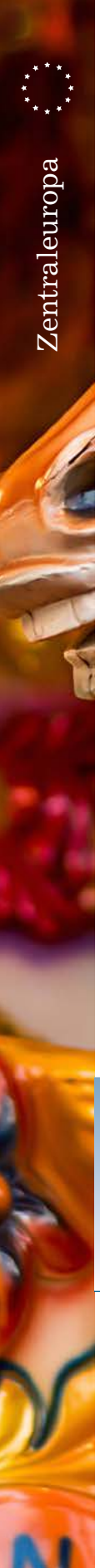
> Der Automobilsektor ist in der Region Stärke und Risikofaktor zugleich.

Die schwachen Preisdaten haben den Zentralbanken in Polen, Tschechien und Ungarn in den letzten Jahren Spielraum für eine sehr expansive Geldpolitik gegeben. Da die Inflationsraten ihre Tiefs nun überwunden haben, stehen hier die Zeichen für 2017 auf Verstetigung und Ausloten der Möglichkeiten für eine vorsichtige Wende. Die Zentralbanken Polens, Tschechiens und Ungarns sind darauf bedacht, die jeweilige Währung nicht zu stark und den Zinsabstand zur Eurozone nicht zu groß werden

Alterung der Bevölkerung beschleunigt Fachkräftemangel



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research



zu lassen. Maßnahmen von EZB und US-Notenbank zur Normalisierung der Geldpolitik würden allerdings auch in Zentraleuropa die Reduzierung der Geldmenge mit überschaubarem Aufwertungsrisiko für die Währungen ermöglichen. Bis dahin bleibt – bei stabilen Leitzinsen – die **Stimulierung der Konjunktur im Zentrum** der Geldpolitik.

Die Zentralbanken fokussieren dabei zunehmend auf Alternativen zum Leitzins, der in allen drei Ländern seit längerem auf niedrigem Niveau stabil ist. So hat die ungarische Notenbank die Einlagen der Banken begrenzt und die Reservevorschriften gelockert, damit dem Markt mehr Kapital zur Verfügung steht. In Tschechien gilt bereits seit Ende 2013 ein Mindestkurs von 27 Kronen je Euro, der die **Wettbewerbsfähigkeit der Exporte** unterstützt. In ihrem Statement zur jüngsten Zinsentscheidung bekräftigte die Notenbank, dass sie eine Aufhebung des Mindestkurses Mitte 2017 für wahrscheinlich hält, betonte aber auch, den Kurs durch Interventionen ohne Einschränkungen beizubehalten.

Insgesamt scheinen die zentraleuropäischen Notenbanken die Weichen zu stellen, um einen Wechsel zu höheren Zinsen zu ermöglichen, ohne zu abrupt zu werden. Das Tempo der Umsetzung hängt allerdings auch von der Schrittgeschwindigkeit von EZB und Fed ab. Dementsprechend dürfte ein Zögern der US-Notenbank bei der Anhebung der Zinsen nach dem **überraschenden Sieg von Donald Trump** bei den US-Präsidentschaftswahlen auch das Tempo der Zinsanhebung in Zentraleuropa verlangsamen.

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	2,0	2,5	2,5
Arbeitslosenquote, %	5,3	5,1	5,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,2	1,6	2,4

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg.Vj.	3,0	2,7	3,2
Arbeitslosenquote, %	9,0	8,6	8,3
Inflationsrate, % gg. Vj.	-0,6	1,7	1,8

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Schubkraft von der Fiskalpolitik

Die Fiskalpolitik ist ebenfalls expansiv: Alle drei Länder haben diverse Maßnahmen zugunsten von Familien umgesetzt und stärken damit den privaten Verbrauch. Zum Teil profitierten davon auch die Löhne im öffentlichen Sektor. Während insbesondere in Tschechien ehemals Sparanstrengungen dazu dienten, die Bonität zu stärken, generieren das im EU-Vergleich kräftige Wachstum sowie Maßnahmen zur effizienteren Steuererhebung zusätzliche Einnahmen für diesen erhöhten Ausgabenbedarf. Das Wachstum lässt die Defizit- und Verschuldungsquoten auch durch die vergrößerte Basis gut aussehen. So bleiben die öffentlichen Defizite weitgehend **im Rahmen der Maastricht-Grenzen** von 3 % des BIP.

Am schwersten fällt das momentan in Polen. Die Bündelung der Wirtschafts- und Finanzpolitik in einem „Superministerium“ im Herbst 2016 könnte hier für eine verbesserte Abstimmung genutzt werden. Der expansive fiskalpolitische Trend in den Ländern dürfte anhalten, denn in Tschechien stehen im Oktober 2017 Wahlen an, und auch in Ungarn werfen die Parlamentswahlen im Frühjahr 2018 ihre Schatten voraus.

Ein Grund für die Fusion der Ministerien in Polen dürfte auch die **Positionierung im internationalen Standortwettbewerb** sein. In der jährlichen Umfrage der deutschen Auslandshandelskammern kämpft Polen hier wie schon in den letzten Jahren mit Tschechien um den Spitzenplatz.

Fachkräfte mancherorts knapp

Die Korruptionsbekämpfung sowie Rechtssicherheit und Transparenz der öffentlichen Vergabe gehören dabei regelmäßig zu den **Hauptkritikpunkten der befragten Unternehmen**. Aber auch die Notwendigkeit, angesichts steigender Löhne die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten und die Rahmenbedingungen zu schaffen für einen ausreichenden Pool gut qualifizierter Arbeitnehmer, wird hier deutlich. Denn die Unternehmen, insbesondere in Tschechien und Ungarn, stellen offenbar zunehmend einen Mangel an verfügbaren Fachkräften fest, der zum Flaschenhals zu werden droht. Insgesamt liegt Ungarn bei der Standortbeliebtheit deutlich zurück und ist in der Region das einzige Land, das sich zuletzt verschlechtert hat. Tschechien, Polen und die Slowakei blieben in den letzten Jahren stabil in der Spitzengruppe, gefolgt von Estland und Slowenien.

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg.Vj.	2,5	2,4	2,3
Arbeitslosenquote, %	5,6	5,4	5,2
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,6	1,6	2,0

s = Schätzung, p = Prognose

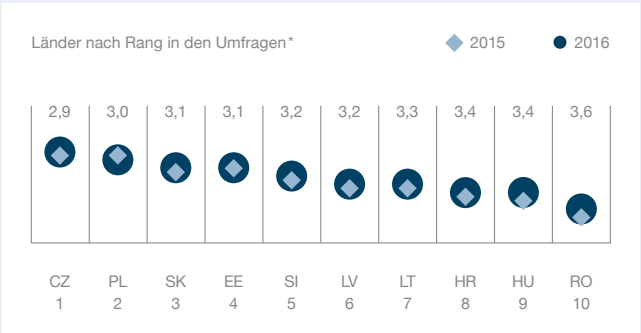
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

> Der Fachkräftemangel droht zum Flaschenhals der Konjunktur zu werden.

Ein aufgrund der höheren Konjunkturdynamik abgemildertes, aber nicht gelöstes Problem ist die **Jugendarbeitslosigkeit**, die in allen drei Ländern immer noch markant über der Gesamtarbeitslosenquote liegt. Erfahrungsgemäß spiegelt das Auf und Ab der Arbeitslosenquote Jugendlicher unmittelbar die wirtschaftliche Entwicklung. Gleichzeitig steht dies im Widerspruch zum bereits spürbaren Fachkräftemangel. Hier besteht neben bereits beschrittenen Wegen zur Verbesserung des Ausbildungssystems Potenzial, um Ungleichgewichte zu beseitigen und **Ressourcen zu nutzen**, somit künftige Sozialausgaben zu verringern und die Zukunftsfähigkeit zu fördern.

Marion Dezenter

Tschechien hat wieder die Nase vorn



*Mittelwerte der Bewertungen, 1 = „sehr attraktiv“

Quellen: DTIHK, Helaba Volkswirtschaft/Research



Japan

Niedriges Wachstum auf Potenzial

Japan ist die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt und wird doch oftmals nur unter ferner liefen betrachtet. Schließlich dümpelt das Wachstum schon so lange vor sich hin, ohne dass eine wirkliche Kehrtwende absehbar wäre.

Da machten auch die realen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts in den letzten Quartalen keine Ausnahme, die mit hoher Volatilität um die Nulllinie schwankten. Im Jahresdurchschnitt 2016 entspricht die gesamtwirtschaftliche Expansion damit dem Potenzial Japans von rund 0,5 %. Auf diesem Niveau dürfte auch die BIP-Rate im kommenden Jahr liegen. Denn **demografische Faktoren** begrenzen die Wachstumsmöglichkeiten der Industrienation. Sowohl die Bevölkerung insgesamt als auch gerade die Anzahl der Personen im arbeitsfähigen Alter schrumpft anhaltend.

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	0,5	0,4	0,3
Arbeitslosenquote, %	3,1	2,9	2,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	-0,3	0,1	0,3

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Trotz angespannten Arbeitsmarktes keine Inflation

Dies trägt maßgeblich zu den **Knappheitserscheinungen am japanischen Arbeitsmarkt** bei. So hat die Arbeitslosenquote nach jahrelangem Rückgang nun beinahe die Marke von 3 % erreicht und das Verhältnis der offenen Stellen zu Bewerbern das hohe Niveau von Anfang der 1990er Jahre. Dass die Lohnentwicklung trotzdem verhalten ist, liegt auch am deutlich gestiegenen Anteil nicht-festangestellter und in Teilzeit tätiger Arbeitskräfte. Innerhalb der letzten Monate kam es in nominaler sowie in realer Betrachtungsweise zu gewissen Lohnzuwächsen, da die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung schwach ausfiel.

> Japan ist der lebende Beweis, dass expansive Geld- und Fiskalpolitik den Wachstumspfad nicht erhöhen können.

Seit Frühjahr 2016 werden in Japan wieder negative Preisveränderungsraten gegenüber dem Vorjahr verzeichnet. Der Abwärtsdruck ging zum einen vom gesunkenen Ölpreis aus und zum anderen vom stärkeren Yen via Importpreise. **Kurzfristig werden die Deflationstendenzen in Japan anhalten**. In Folge des wieder höheren Ölpreises dürften die Preisveränderungsraten im Verlauf des nächsten Jahres in den positiven Bereich zurück-



kehren, im Durchschnitt von 2017 allerdings nahe Null liegen. Zwecks Stabilisierung der Konsumausgaben bzw. der Gesamtwirtschaft wurde **die nächste Mehrwertsteuererhöhung auf Ende 2019 verschoben**. Die erste Stufe dieser Steueranhebung im Frühjahr 2014 führte zum Einbruch des privaten Konsums, der die mit Abstand wichtigste BIP-Komponente darstellt. Seitdem gab es kaum einen Monat, in dem die japanischen Haushalte ihre Ausgaben im Vergleich zum Vorjahresmonat steigerten. Im Durchschnitt konsumierten sie sogar 3 % weniger.

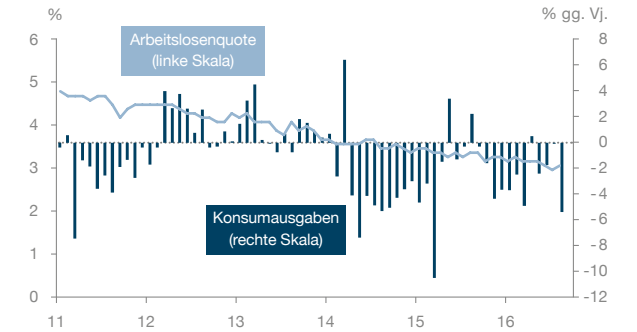
Dies versucht die Regierung Abe mit einem **umfangreichen fiskalischen Stimulierungsprogramm** zu ändern. Neben direkten Anreizen für mehr Konsum wurden schwerpunktmäßig Infrastrukturinvestitionen angekündigt. Gleichwohl ist die nachhaltige Wirkung dieses Konjunkturprogramms fraglich, das schlichtweg ein weiteres in einer langen Reihe derartiger Maßnahmenpakete ist. Sicher ist hingegen die zusätzliche Belastung für die Staatsfinanzen, die einer dringenden Sanierung bedürfen. Auch so beträgt die **öffentliche Verschuldung mittlerweile rund 250 % des BIP**. Damit hängt der japanische Staat nach wie vor im Spagat zwischen Konsolidierung seiner Finanzen und Stabilisierung der Wirtschaft. Trotz einer konjunkturellen Entwicklung entlang des Potenzialpfads bleibt die grundsätzliche Problematik in der weltweit drittgrößten Volkswirtschaft bestehen.

Ulrike Bischoff



Trotz einer konjunkturellen Entwicklung entlang des Potenzialpfads bleibt die grundsätzliche Problematik in der weltweit drittgrößten Volkswirtschaft bestehen.

Konsumenten zurückhaltend trotz niedriger Arbeitslosigkeit



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research



PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	6,5	5,8	5,5
Arbeitslosenquote, %	4,1	4,1	4,1
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,1	1,8	2,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

China

Drache mit Maulsperre

Obwohl es sich im US-Wahlkampf und bei manch einer Diskussion um Unternehmensübernahmen anders anhört, ist die Angst vor China in den letzten Jahren offenbar zunehmend einer Angst um China gewichen. Kaum ein Schwarzmaler kommt ohne das „Platzen der China-Blase", den „großen China-Crash" oder die „harte Landung" aus – das Katastrophen-Szenario hat viele Namen. Auch 2017 wird es an den Märkten voraussichtlich wieder thematisiert werden – sein Eintreten bleibt uns aber wohl erspart.

Mit geschätzten 6,5 % Wachstum 2016 liegt China unter den großen Volkswirtschaften **erneut auf einem Spitzenplatz**. Die Panikattacke an den Märkten vor rund einem Jahr stellte sich insofern als unberechtigt heraus. Allerdings hat China seinen Kurs auf dem Wachstumspfad unter anderem deshalb halten können, weil die Regierung seitdem alles auf die Karte „Stimulus" gesetzt hat. Weitere Fortschritte beim Umbau der chinesischen Wirtschaft hat man zumindest vorübergehend geopfert, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzuschieben. Geld-, Fiskal- und Regulierungspolitik wurden fast vollständig darauf ausgerichtet, das Wachstumsziel zu erreichen.

Investitionsschwäche?

Weltweit wird über eine angebliche Investitionsschwäche debattiert, ein Befund, dessen statistische Basis je nach Land unterschiedlich solide ist. In China sollen seit Jahren gigantische Überkapazitäten bestehen, vor allem im Verarbeitenden Gewerbe. Trifft dies zu, dann ist die abnehmende Dynamik der Anlageinvestitionen in diesem Fall sogar eine gute Nachricht. Der **Abbau von ungenutzten Kapazitäten** verbessert die Profitabilität der Unternehmen und stärkt das Produktivitätswachstum. Dies gilt allerdings nur, wenn sich ein solcher Prozess tatsächlich in den Sektoren vollzieht, in denen die brachliegenden, deflationär wirkenden Kapazitäten bestehen. Aktuell öffnet sich laut der offiziellen Statistik eine deutliche Schere zwischen den privaten Investitionen und denen der staatlich kontrollierten Unternehmen – **leider in die falsche Richtung**. Während die Zuwächse bei den privaten Anlage-

investitionen immer geringer werden, sind es die Staatsunternehmen, die wieder ein großes Rad drehen. Wie so oft in China sind allerdings auch hier die Daten mit Vorsicht zu genießen – Aktienkäufe, mit denen sich die Regierung der Korrektur an der Börse entgegenstemmte, führten dazu, dass 2015/2016 zahlreiche Unternehmen statistisch vom privaten in den staatlichen Sektor wechselten.

Die Zuwächse bei den Investitionen der staatlich kontrollierten Unternehmen werden zudem größtenteils dadurch erreicht, dass diese ihre schon hohe Verschuldung weiter hochfahren. Im ersten Quartal 2016 erreichten die Schulden des Unternehmenssektors fast 170 % gemessen an der Wirtschaftsleistung. Vor der Finanzkrise lag dieser Wert noch bei rund 100 %. Die kurzfristigen Erfolge der Regierung, die Konjunktur via Kreditvergabe zu stimulieren, erhöhen die bereits nicht vernachlässigbaren **mittelfristigen Stabilitätsrisiken**.

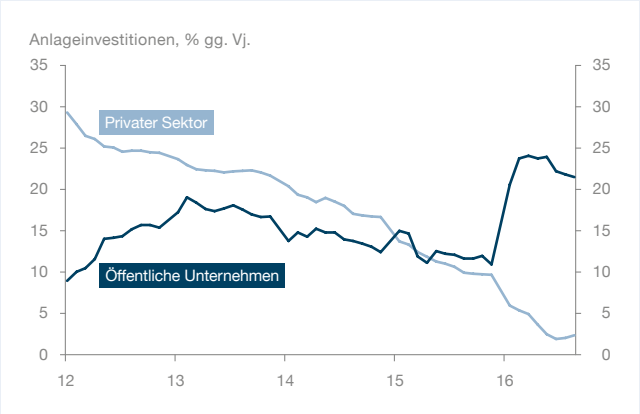
Ein Bereich, in dem die Investitionstätigkeit derzeit boomt, ist der Wohnungsbau. Angesichts der kräftig steigenden Immobilienpreise, vor allem in den größten Städten, und des Fehlens diversifizierter Anlagealternativen für die eigene Altersvorsorge bleibt der **Kauf von „Betongold“** für viele Haushalte eine fast zwingende Entscheidung. Dies gilt umso mehr nach dem Platzen der Aktienmarktblase. Neben den Unternehmenskrediten ist daher auch der Hypothekenmarkt eine offene Flanke für die Banken in China, sollte es einmal zu dem lange ventilierten Crash am Immobilienmarkt kommen. Allerdings sprechen relativ niedrige Beleihungsobergrenzen für Hypotheken und die wichtige Rolle (quasi) staatlicher Banken bei der Finanzierung dafür, dass eine Korrektur weniger kritisch wäre als im Falle der USA 2007/2008. Die Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte und die Weltwirtschaft würden geringer ausfallen.

Wachstumstrend weiter Richtung 5 %

Im Jahr 2017 jedenfalls wird die Regierung vor dem Parteikongress im Herbst nichts anbrennen lassen und im Zweifelsfall die Dosis Stimulus noch mal verstärken. Dies wird vor allem in Form einer **expansiven Fiskalpolitik** und zusätzlicher Kreditvergabe seitens der staatlichen Banken passieren. Neu hinzugekommen ist nun das Risiko eines Handelskriegs durch Protektionismus in den USA. Die Regierung wird Druck aus Washington schon aus Prestigegründen nicht nachgeben. Kann eine Eskalation vermieden werden – wovon wir ausgehen – wird der Yuan wohl auch 2017 nur leicht abwerten. Insgesamt werden die trüberen Aussichten für den Handel mit den USA aber dazu beitragen, dass sich Chinas Wachstum 2017 auf 5,8 % verlangsamt. Auf mittlere Sicht bleibt ein Potenzialpfad von etwa 5 % wahrscheinlich.

Wie viele europäische Länder hat auch China ein **demografisches Problem**: Die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter hat bereits zu schrumpfen begonnen. Das zunehmende Gewicht des Konsums in der chinesischen Wirtschaft und die (wenn auch immer wieder hinausgezögerte) Abwendung vom export- und investitionsgetriebenen Wachstumsmodell stellen die ausländischen Handelspartner, die von Chinas Investitionsboom profitiert haben, vor Herausforderungen. Auch mit 5 % bis 6 % Wachstum expandiert die chinesische Wirtschaft aber relativ zum Rest der Welt überdurchschnittlich. Ihr Gewicht steigt daher weiter und so können auch niedrigere Zuwachsraten einen hohen Beitrag zum globalen Wachstum leisten.

Investitionen: Wie ein sich öffnendes Maul …



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Patrick Franke

Rohstoffexporteure

Russland: Das Karussell dreht sich nur langsam



Die russische Wirtschaft hat sich im Laufe von 2016 stabilisiert, der BIP-Rückgang verlangsamte sich im 2. Quartal gegenüber Vorjahr auf unter 1 %. Da allerdings die Monatswerte für Konjunkturindikatoren keine einheitliche Richtung signalisieren und die Inlandsnachfrage deutlich gefallen ist, dürfte das BIP 2016 insgesamt nochmals um etwa 1 % zurückgehen. Die bremsenden Effekte eines deutlichen Reallohnrückgangs oder währungsbedingt höherer Importkosten laufen allerdings aus, so dass die Aussichten für 2017 besser werden. Letztlich ist es aber vor allem der stabilere Ölpreis, der die konjunkturelle Lage aufhellt. Der alte, **vor der Krise vorhandene Wirtschaftsboom** durch hohe Öl- und Gaspreise sowie rasant zunehmende Konsumausgaben wird sich vorerst **nicht wiederholen können**. Die Geschwindigkeit des Karussells als Spiegelbild des Wachstums wird daher vorerst niedrig bleiben, auch Senioren können mitfahren!

Die eigentliche Wachstumsschwäche resultiert nicht aus gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Das Haushaltsdefizit wird 2017 voraussichtlich unter 3 % des BIP sinken und wegen der niedrigen Verschuldung des Zentralstaats von 15 % des BIP mühelos finanzierbar sein. Darin ist allerdings nicht die wesentlich höhere Verschuldung der staatsnahen Großunternehmen enthalten. Die Zentralbank hält die **Leitzinsen deutlich über der Inflationsrate**, so dass der Preisdruck 2017 (Prognose 5,5 %) weiter abnehmen wird. Sollte der Rubel-Wechselkurs aufgrund steigender Ölpreise deutlich aufwerten, dürfte sich die Notenbank mit Interventionen dagegenstemmen, was die umfangreichen Währungsreserven (Ende September 2016 ohne Gold: 332 Mrd. US-Dollar) weiter stärken wird. Auch ist der beachtliche Leistungsbilanzüberschuss bei sich wieder belebenden Importen wenig gefährdet.

Wachstumsbremsen kommen dagegen von den Rahmenbedingungen für private Investoren. Innerhalb von zehn Jahren hat sich der Anteil der staatlich kontrollierten Wirtschaft auf 70 % des BIP verdoppelt. Staatskapitalistische Systeme haben es auf Dauer aber schwer. Die russische **Aversion gegen die Privatwirtschaft** ist sowohl Ausdruck einer verzerrten Vorstellung von Marktwirtschaft, in der angeblich allein die persönliche Bereicherung dominiert, als auch Ausdruck eines bisher unzulänglichen Rechtsstaats, ohne den aber eine private Marktwirtschaft nicht funktionieren kann. Solange die institutionellen Schwächen nicht abgebaut sind, dürfte der Nettozufluss ausländischer Investitionen negativ und das Wirtschaftswachstum gehemmt bleiben.

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	-1,0	0,8	1,3
Arbeitslosenquote, %	8,2	8,3	7,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	7,1	5,5	4,7

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Brasilien: Vorsichtiges Anschaukeln

Brasilien löst sich langsam von der politischen Lähmung aufgrund der Korruptionsfälle beim Erdölkonzern Petrobras. Nach der endgültigen Amtsenthebung von Präsidentin Dilma Rousseff erhofft sich die brasilianische Wirtschaft von dem bis Ende 2018 amtierenden neuen Präsidenten Michel Temer richtungsweisende wirtschaftspolitische Korrekturen. Die Kurse von Aktien, Staatsanleihen und der brasilianischen Währung sind seit Februar 2016 im Trend bereits deutlich gestiegen, obwohl das BIP im zweiten Quartal im Jahresvergleich nochmals um 4 % sank. Wenn das BIP im vierten Quartal 2016 gegenüber dem Vorquartal erwartungsgemäß wieder zulegen sollte, wird sich das negative Wirtschaftswachstum 2016 insgesamt nochmals mit etwa 3 % fortsetzen. Ohne den positiven Außenbeitrag infolge der gefallenen Importe hätte der starke Rückgang von privatem Konsum und Investitionen noch einen deutlicheren Einbruch verursacht. Die **Kaufkraft der Bevölkerung** ist wegen der über 12 % gestiegenen Arbeitslosenrate sowie der hohen Inflationsrate von 8,5 % **markant gesunken**.

Die neue Regierung plant, das hohe Haushaltsdefizit (Prognose 2016: 6 ½ % des BIP) einzugrenzen und Wachstumshemmnisse zu beseitigen. Sie hat bisher im Parlament die notwendigen Mehrheiten erhalten, was ein gutes Omen für die schwierigen Einschnitte und Reformen ist. Eine sinkende Inflationsrate sowie die einsetzende Haushaltskonsolidierung ermutigten im Oktober 2016 die Zentralbank, den Leitzins leicht auf 14 % zu senken. Da viele Preise wie der Mindestlohn oder die Sozialausgaben indexiert sowie

PROGNOSE	2016s	2017p	2018p
BIP, real % gg. Vj.	-3,0	0,8	1,5
Arbeitslosenquote, %	12,6	12,5	11,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	8,5	5,5	5,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

strukturelle Engpässe vorhanden sind, dürfte die Inflationsrate 2017 mit 5,5 % noch über dem zentralen Ziel von 4,5 % liegen. Mit der **begonnenen Stabilitätspolitik** wird das BIP 2017 wahrscheinlich wieder leicht um knapp 1 % wachsen. Defizite in der Infrastruktur, im Bildungswesen sowie in der Bürokratie verhindern vorerst eine raschere Konjunkturbeschleunigung.

Außenwirtschaftlich ist Brasilien vergleichsweise stabil. Das Leistungsbilanzdefizit ist 2016 infolge niedrigerer Importausgaben bei unveränderten Exporteinnahmen voraussichtlich deutlich zurückgegangen. Auch 2017 sollte es noch unter 1 % des BIP liegen, da sich die positiven Effekte der leicht steigenden Rohstoffpreise mit den sich belebenden Importen wahrscheinlich ausgleichen werden. Die Währungsreserven haben sich bis zum September sogar auf fast 370 Mrd. US-Dollar erhöht. Nach wie vor strömen **umfangreiche Direktinvestitionen** nach Brasilien und gewährleisten eine mühelose Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits. Für die Investoren scheinen die Chancen des Binnenmarkts, die geschrumpfte, aber noch vorhandene Industriebasis, das solide Finanzsystem sowie die Offenheit gegenüber Kapital und Unternehmen aus dem Ausland mehr zu wiegen als die noch vorhandenen Wachstumsrisiken.



Ulrich Rathfelder



Kapitalmarktprognosen im Detail

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

* 10.11.2016 ** Mittelwert Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Währungsprognosen im Detail

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

* 10.11.2016

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo

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

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

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





Adressen der Helaba

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 13
63067 Offenbach
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
Telefon 0 69/91 32-03
Telefax 0 69/91 32-46 36

Niederlassungen

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40474 Düsseldorf
Telefon 02 11/3 01 74-0
Telefax 02 11/3 01 74-92 99

Kassel
Ständeplatz 17
34117 Kassel
Telefon 05 61/7 06-60
Telefax 05 61/7 06-63 33

London
3rd Floor
95 Queen Victoria Street
London EC4V 4HN
Großbritannien
Telefon +44 20/73 34-45 00
Telefax +44 20/76 06-74 30

New York
420, Fifth Avenue
New York, N.Y. 10018
USA
Telefon +1 2 12/7 03-52 00
Telefax +1 2 12/7 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 4 95/2 87-03-17
Telefax +7 4 95/2 87-03-18

Shanghai
Unit 012, 18th Floor
Hang Seng Bank Tower
1000 Lujiazui Ring Road
Shanghai, 200120
China
Telefon +86 21/68 77 77 08
Telefax +86 21/68 77 77 09

Singapur
One Temasek Avenue
#05-04 Millenia Tower
Singapore 039192
Telefon +65/62 38 04 00
Telefax +65/62 38 99 78

Stockholm
Kungsgatan 3, 2nd Floor
11443 Stockholm
Schweden
Telefon + 46/861 101 16

Vertriebsbüros

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40474 Düsseldorf
Telefon 02 11/3 01 74-0
Telefax 02 11/3 01 74-92 99

Berlin
Joachimsthaler Straße 12
10719 Berlin
Telefon 0 30/2 06 18 79-13 52
Telefax 0 30/2 06 18 79-13 45

München
Lenbachplatz 2a
80333 München
Telefon 0 89/5 99 88 49-10 16
Telefax 0 89/5 99 88 49-10 10

Münster
Regina-Protmann-Straße 16
48159 Münster
Telefon 02 51/92 77 63-36 48
Telefax 02 51/92 77 63-36 72

Stuttgart
Kronprinzstraße 11
70173 Stuttgart
Telefon 07 11/28 04 04-0
Telefax 07 11/28 04 04-20

Immobilienbüros

Berlin
Joachimsthaler Straße 12
10719 Berlin
Telefon 0 30/2 06 18 79-13 14
Telefax 0 30/2 06 18 79-13 69

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

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

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
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/77 01 97-0
Telefax 0 69/77 01 97-77


FUN HOUSE

„DER JAHRMARKT IST EINE MINIATURAUSGABE DER WELT, IN DER WIR LEBEN.“



Herausgeber

Helaba
Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale
Volkswirtschaft / Research
Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirtin / Bereichsleitung Research
Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos, Barbara Bahadori

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

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

Autoren

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

Konzeption und Gestaltung

La Mina GmbH, Darmstadt

Druck

Druckerei Braun & Sohn, Maintal

Fotonachweis

AdobeStock:	S. 10, © Gerhard Bittner; S. 27, © bilderstoeckchen; S. 46, © VRD, S. 70–73, © stocksolutions; S. 83, © Johanna Mühlbauer; S. 84–85, © seeyou | c. steps; S. 88–89, © jasonbatterham
F1 Online:	Umschlag, S. 14, Gerhard Schoner / imageBROKER; S. 38, Jochen Tack / imagebroker
Fotolia:	S. 9, © pasicevo; S. 23, © Jacques PALUT; S. 33, © Roberto Tanglewood; S. 62, © Andrea Izzotti; S. 79, © Paqua; S. 82, © Manfred Steinbach
Getty Images:	S. 25, NoDerog / Creative; S. 54–55, UygarGeographic / Creative; S. 56–58, © Jessica Carrasquillo / EyeEm
iStock:	Umschlag, S. 7, susisonnschein1979; S. 18, stocknshares; S. 20, Laughing_Dog_Photography
Shutterstock:	S. 8, Joe Techapanupreeda; S. 8, Nalidsa; S. 30, Luna Vandoorne; S. 36, AForlenza; S. 42, FooTToo; S. 44–45, Oscar C. Williams; S. 48–53, Ewais; S. 59–60, Nataliya Hora; S. 61, James Mattil; S. 63, James Mattil; S. 64–66, Patricia Marroquin; S. 67–69, MJTH; S. 74–75, zhaoyan; S. 76–77, qingqing; S. 78, wassiliy-architect; S. 80–81, Patricia Marroquin



Helaba
Landesbank Hessen-Thüringen

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

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

www.helaba.de